

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR
ET
DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

**ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE
ESC. ALGER**

MAGISTERE EN SCIENCES COMMERCIALES ET FINANCIERES
OPTION – Finance

Cas : La COSOB & La SGBV

MARCHES FINANCIERS :
Origine de leur essor et architecture de
développement pour l'Algérie

Sous la direction du : **Pr. BOUYAHIAOUI Nasser**

Présenté par : **Melle. HEDJEM Nawel**

Promotion 2011/2013

*** * * REMERCIEMENTS * * ***

Je tiens à adresser mes sincères remerciements et mes profondes reconnaissances à :

** Monsieur BOUYAHIAOUI Nasser pour ses orientations pertinentes, aides et conseils précieux **

** Cadres et responsables de la COSOB ainsi que de la SGBV pour leur compréhension, aides et explications **

** Ainsi qu'à toute personne ayant contribué de près ou de loin à la réalisation de ce modeste travail. **

Listes des annexes

Numéro	Titre	Page
1	Guide d'entretien	166
2	Les principales différences entre la SEC et l'AMF	167
3	Evolution de la bourse de Paris et de New York	171

Liste des figures

Numéro	Titre	Page
	Chapitre (1)	
1	Evolution des marchés financiers sur le plan pratique et théorique	16
2	Genèse et développement des marchés boursiers	17
3	Origine du développement et de la dynamique des marchés financiers	23
4	La dominance britannique jusqu'en 1914	25
5	L'apogée de l'économie américaine en 1970	26
6	Multipolarité de l'économie mondiale	28
7	Juxtaposition du développement économique et boursier	29
8	Evolution de la recherche en finance	37
	Chapitre (2)	
9	Evolution du marché financier algérien sur le plan théorique et pratique et positionnement méthodologique	52
10	Principaux résultats économiques de l'Algérie entre 1963-1966	55
11	Principaux résultats économiques de l'Algérie durant 1967-1979	58
12	Répartition du PIB algérien par activité durant 1980-1990	61
13	Principaux résultats économiques de l'Algérie entre 1990-1999	66
14	Synthèse des principaux résultats économiques de l'Algérie	69
15	Evolution des importations et exportations algériennes (1960-2010)	70
16	Composition du tissu économique algérien	71
17	Rythme de création d'entreprises en Algérie	72
18	Incohérence entre l'économie algérienne et la taille du marché financier	74
	Chapitre (3)	
19	Stratégies de développement des marchés financiers dans le monde	83
20	Architecture des marchés financiers américains et français, 2 ^{ème} trimestre 2005	89
21	Accompagnement encadré des sociétés	97
22	Ecosystème au service des sociétés cotées sur NYSE-EURONEXT	102
23	Le poids économique et financier des pays émergents par rapport à l'OCDE	108
24	Corrélation entre PIB, capitalisation boursière et turnover des bourses africaines 2007	113
25	Liquidité des marchés financiers africains en 2008	113

26	Envergure des marchés financiers marocains, égyptiens et tunisiens	115
	Chapitre (4)	
27	Etat des lieux et perspectives de développement pour le marché financier algérien	121
28	Les intervenants du marché financier algérien	122
29	Le diagramme de PORTER	132
30	Modèle d'organisation du marché financier algérien	137
31	Architecture du marché financier algérien	139
32	Architecture de développement du marché financier algérien	142
33	Répartition des transactions par IOB	148
34	Répartition des comptes titres	149
35	Evolution de la capitalisation boursière et le capital social de la SGBV	150
36	Evolution des transactions sur actifs financiers	151

Liste des tableaux

Numéro	Titre	Page
	Chapitre (2)	
1	Poids des investissements dans chaque plan d'investissement	57
	Chapitre (4)	
2	Analyse PESTEL du marché financier algérien	127
3	Méthodologie d'élaboration du diagramme de PORTER	131
4	La matrice SWOT du marché financier algérien	133
5	Position du marché financier algérien par rapport aux pays émergents	135
6	Simulation de la taille du marché financier algérien	136
7	Tableau de bord stratégique	147

Sommaire

Remerciement (s)	
Liste des annexes	
Liste des figures	
Liste des tableaux	
Sommaire	
INTRODUCTION GENERALE	8
Partie (1) : Revue de littérature et positionnement méthodologique	
Chapitre (1) : Evolution des marchés financiers sur le plan pratique et théorique	16
Chapitre (2) : Evolution du marché financier algérien sur le plan pratique et théorique et positionnement méthodologique	52
Partie (2) : Croissance des marchés financiers dans le monde et architecture de développement pour l'Algérie	
Chapitre (3) : Stratégies de développement des marchés financiers dans le monde	83
Chapitre (4) : Etat des lieux et perspectives de développement du marché financier algérien	121
Conclusion générale	152
Bibliographie	
Annexes	
Table des matières	

INTRODUCTION GENERALE

Introduction Générale

Il existe une étroite relation entre le développement des marchés financiers, c'est-à-dire l'intermédiation financière, et la croissance du PIB, ce qui sous-entend la productivité globale des facteurs de production. Or, ceci n'est malheureusement pas le cas pour l'Algérie qui jouit d'un PIB de 206 milliards de dollars¹ en fin 2013 et une capitalisation boursière qui ne dépasse pas les 13,82 milliards de dinars² en la même période.

Les marchés financiers ont un rôle très important dans le financement de l'économie et qui consiste en la confrontation de l'offre et de la demande de capitaux. Cependant, les marchés financiers permettent aux demandeurs de capitaux, que ce soit entreprises, collectivités locales ou l'Etat, de financer leurs investissements ainsi que de couvrir leurs déficits publics³. Quant à l'offre de capitaux, ces marchés assurent l'intégration sociale des ménages, et ce, en dirigeant l'épargne salariale ainsi que les fonds de retraite⁴ vers les instruments financiers.

En outre, la mutualisation des ressources financières assurée par les marchés financiers permet notamment⁵ : une meilleure allocation et gestion des risques pour les investisseurs, une amélioration de la liquidité des investissements pour les émetteurs de titres financiers et enfin une meilleure gouvernance pour les entreprises cotées.

De nos jours, les marchés financiers prennent de l'importance de façon perpétuelle où le paysage boursier mondial est en pleine recomposition. Ceci est dû d'abord à la déréglementation où les métiers liés aux marchés boursiers sont exercés par les banques, tels que l'internalisation des transactions sur les ordres de bourse, ainsi qu'à la globalisation financière. Ensuite, il y'a la concurrence qui s'intensifie davantage incitant à

¹ Les Echos (2014), « *L'Algérie PIB* », consulté le 23/06/2014 à 12h36 URL <http://data.lesechos.fr/pays-indicateur/algerie/pib.html>

² COSOB (2013), « Les intervenants du marché financier algérien », lieu d'édition l'Algérie ;

³ JACQUILLAT Bertrand, PERIGNON Christophe et SOLNIK Burno (2009), « *Gestion de portefeuille et des risques* », Dunod, 5^{ème} édition, Paris, P7 ;

⁴ KOUDRI Ahmed (2012), « Le marché financier algérien : situation et perspectives », Cahier du CREAD N°101, pages [5-20], P17 ;

⁵ JACQUILLAT, PERIGNON et SOLNIK (2009), Op.Cit P 12.

la concentration ainsi qu'à la restructuration. Enfin la quête d'économie d'échelle afin de réduire les coûts de transaction liés aux traitements portant sur les ordres de bourses⁶.

Les trois facteurs cités ci-dessus ont permis aux marchés boursiers les plus développés au monde, à l'instar de NYSE, EURONEXT et LSE, de soutenir le développement de l'économie en contribuant fortement au financement des besoins des entreprises, et ce en adaptant leur règles organisationnelles, statuts et instruments financiers aux attentes de celles-ci. En revanche, après dix-sept ans d'existence le marché financier algérien est toujours en situation de morosité avec seulement quatre entreprises cotées et deux émissions obligataires fin 2013. Le rapport du forum de Davos du 2010 a classé le marché financier algérien à la 132^{ème} place au niveau mondial, ce même rapport classe le marché de bien et service à la 126^{ème} place⁷.

En effet, de par le rôle primordial des marchés financiers dans le développement économique des pays, l'Algérie est devant l'obligation d'agir en urgence pour redynamiser son marché financier. Dans ce sens, Peter DRUCKER recommande, pour analyser un phénomène ou problème dans le but d'y remédier, de se référer à la science c'est-à-dire revoir les apports des chercheurs scientifiques en la matière d'un coté et d'un autre coté d'examiner la réussite du même phénomène dans différents contextes afin de tirer des enseignements⁸.

En se référant à la théorie, nous avons pu constater que l'origine du développement du marché financier est l'activité économique, où l'économiste britannique, Joan ROBINSON, a précisé dans les années 1930 « When industry leads, finance follows »⁹. Ceci peut expliquer en partie les raisons qui ont fait que le marché financier algérien ne reflète pas l'ampleur de l'économie nationale, dont près de 90% du PIB algérien provient des exportations des hydrocarbures. Selon le rapport économique et social de l'Algérie fin 2013, le bilan de l'économie du pays est bien plus que mitigé, et ce à cause de la manne

⁶ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « Consolidation mondiales des bourses », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf; P5

⁷ KOUDRI Ahmed (2012), « Le marché financier algérien : situation et perspectives », Cahier du CREAD N°101, pages [5-20], P17 ;

⁸ LAMIRI Abdelhak (2014), « Bilan de l'Algérie et perspectives future », siège du journal quotidien LIBERTE « El Achour », le 7/01/2014 à 11h.

⁹ JACQUILLAT Bertrand (2006), « Les 100 mots de la finance », édition Puf, Paris, P16 ;

des hydrocarbures qui rend l'économie nationale sans perspective¹⁰. Les sommes colossales injectées, près de 500 milliards de dollars, rien que pour moderniser les infrastructures de base n'ont pas permis la diversification de l'économie algérienne¹¹. De plus le pays ne produit presque rien puisqu'il nourrit sa population grâce aux importations qui ont été enregistrées à près de 46 milliards de dollars en 2012 ce qui représente 39,85% du PIB de la même période alors qu'elles représentaient 38,41% du PIB en 2011¹². Et enfin un secteur industriel très faible dont il ne représente que moins de 5% du PIB¹³ malgré les efforts fournis par l'Etat pour relancer les entreprises publiques.

▪ **Choix et intérêt du sujet**

L'économie algérienne est passée par plusieurs phases : d'une économie centralisée, puis décentralisée et enfin transition vers l'économie de marché. Durant toutes ces phases les besoins en financement se sont multipliés mais la création du marché financier algérien a beaucoup tardé, vu que ces besoins ont été financés majoritairement par les recettes des hydrocarbures d'un côté et par la dette extérieure d'un autre côté. Dans ce sens, nous avons jugé indispensable la définition d'une grille d'analyse approfondie de l'ensemble des facteurs ayant freiné le développement de ce marché.

▪ **Problématique**

Le but de notre travail est de comprendre pourquoi les marchés financiers dans le monde, que ce soit dans les pays développés, émergents ou en développement, sont en croissance permanente alors que le marché financier algérien, depuis dix-sept ans de fonction, ne reflète pas la taille de l'économie du pays. Et ce, dans le but de proposer une architecture de développement. Cependant, la problématique à laquelle nous tentons de trouver des éléments de réponses est :

¹⁰ BENYOUB Rachid (2013), « Etat des lieux », annuaire économique et social 2013, édition Kalma consulting, 8ème édition, Alger P3.

¹¹ Idem P3

¹² Idem P26.

¹³ Idem P3.

« Comment expliquer les disproportions qui existent entre les marchés financiers dans le monde ? Et pourquoi ce type de marché peine à se développer en Algérie ? »

Dans la tentative de trouver des éléments de réponse à cette problématique nous avançons les questions secondaires suivantes :

1. En quoi réside l'origine de l'essor des marchés financiers dans le monde et quels sont les apports de la recherche scientifique en la matière ?
2. L'Algérie a-t-elle les atouts primordiaux permettant le développement de son marché financier ?
3. Quels enseignements peut tirer l'Algérie des marchés financiers des pays développés, émergents et en développement ?
4. Quels sont les principaux facteurs freinant le développement du marché financier algérien ? Et comment y remédier ?

▪ **Hypothèses**

En rapport avec les questions posées ci-dessus, nous proposons les hypothèses suivantes :

1. L'activité économique constitue l'origine du développement des marchés financiers ;
2. L'Algérie ne dispose pas de moyens professionnels nécessaires au développement de son marché financier ;
3. La culture boursière constitue le principal frein au développement du marché financier national.

▪ **Structure du travail**

Notre présent travail est subdivisé en deux parties identiques structurées de la manière suivante :

- Dans la première partie nous analyserons l'évolution des marchés financiers depuis leur première apparition afin de comprendre l'origine de leur création, et ce sur

deux plans : pratique et théorique. Cette partie est subdivisée en deux chapitres, où le premier traite l'évolution des marchés financiers, quant au deuxième chapitre il met l'accent sur le cas algérien ;

- La seconde partie, portera sur le développement des marchés financiers dans le monde afin de s'inspirer des bonnes pratiques. Elle comprend deux chapitres dont le premier constitue une comparaison entre les marchés financiers new-yorkais, français, russe, sud-africain, nord-africain et centrafricain, afin de tirer leurs principaux facteurs clés de leur succès. Le chapitre deux est consacré à l'analyse des principaux facteurs freinant le développement du marché financier algérien et se conclut par une architecture de développement ainsi qu'un tableau de bord stratégique permettant de piloter les solutions proposés.

- **Démarche bibliographique**

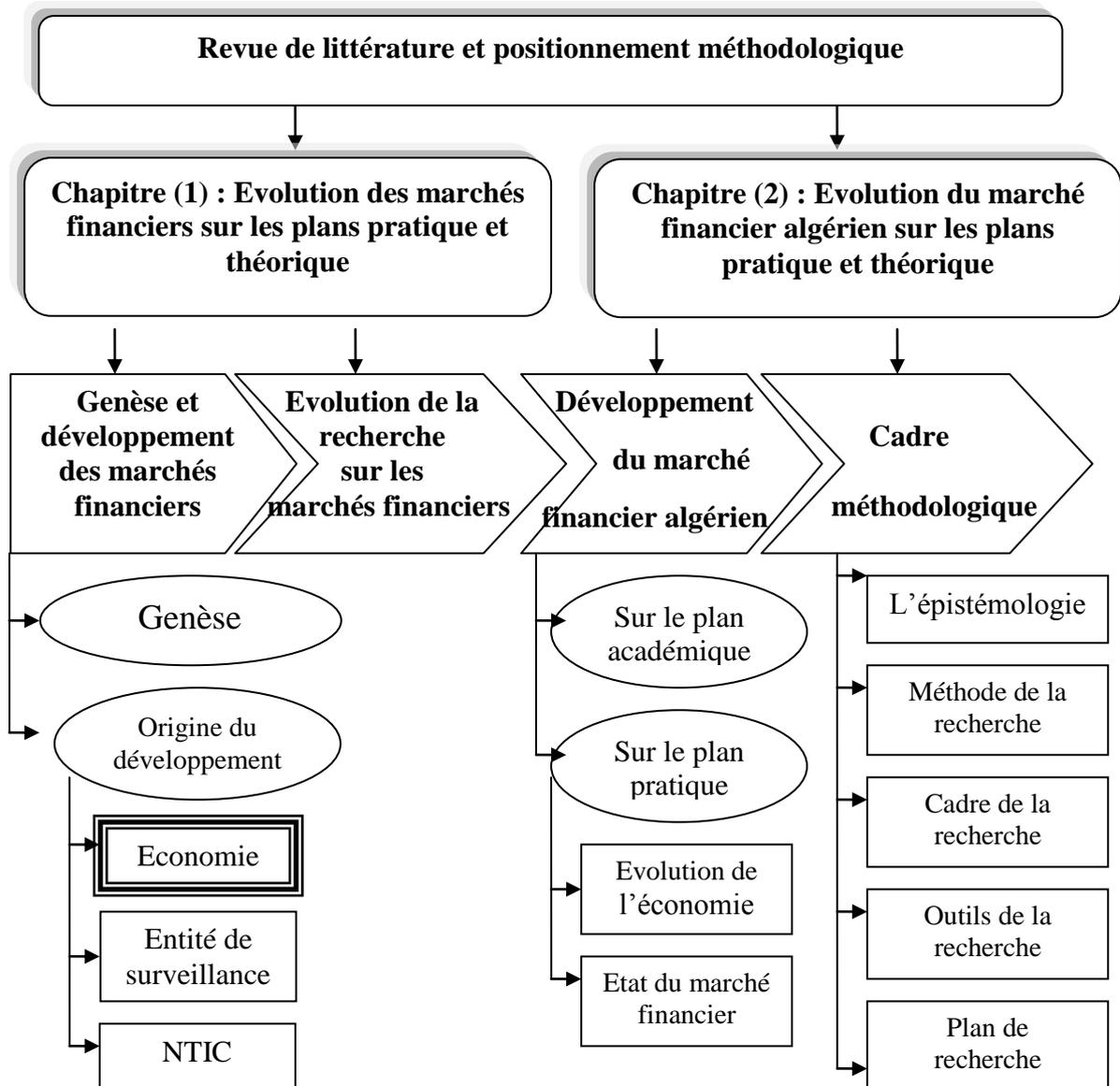
Le présent travail s'inscrit dans une démarche bibliographique triangulaire, ceci veut dire que son élaboration théorique a nécessité le recours à trois principales sources bibliographiques : les articles de revues, les ouvrages et enfin les sites web. Quant aux informations concernant le marché financier algérien, celles-ci ont été recueillies à travers des entretiens effectués au sein de la COSOB et de la SGBV.

PARTIE (1)

REVUE DE LITTERATURE ET POSITIONNEMENT METHODOLOGIQUE

Introduction Partie (1)

Dans le but de répondre à notre problématique ainsi que d'atteindre notre objectif, qui constitue en la proposition d'une feuille de route stratégique permettant le développement du marché financier algérien, nous avons jugé indispensable d'inscrire le présent travail dans une perspective historique, dans le premier chapitre, et ce afin de mieux comprendre l'origine de la croissance et de la promotion des marchés financiers dans les quatre coins du monde. En revanche nous mettrons en relief, dans le second chapitre, la situation de l'Algérie par rapport aux principaux facteurs de développement des marchés financiers relevés dans le premier chapitre. Le schéma ci-après donne une synthèse de la structuration de la présente partie comme suit :

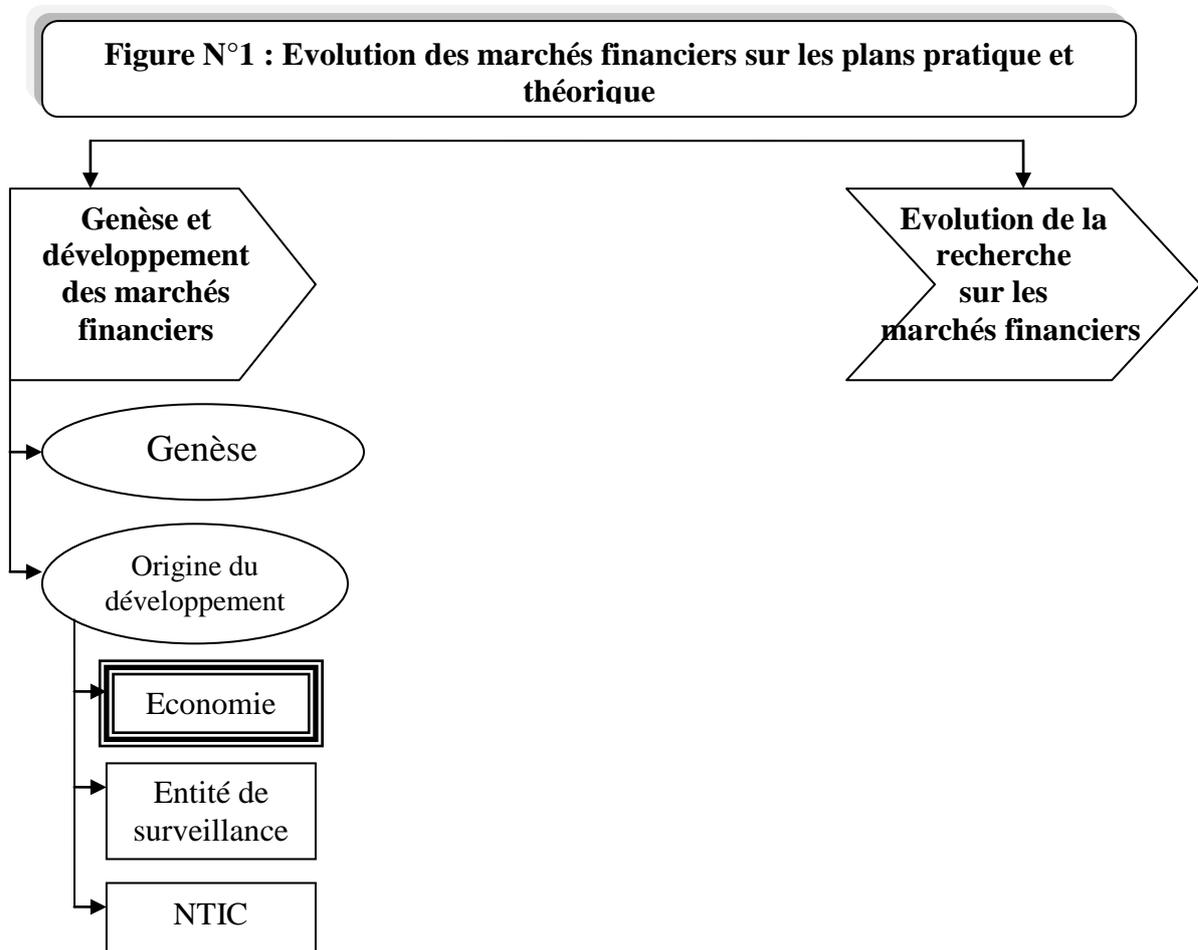


CHAPITRE (1)

EVOLUTION DES MARCHES FINANCIERS SUR LES PLANS PRATIQUE ET THEORIQUE

Introduction du chapitre (1)

Les marchés financiers contribuent de façon remarquable au développement de l'économie, et ce en raison du rôle qu'ils y jouent « financement des activités économiques ». Ce présent chapitre vise à déterminer les principaux facteurs permettant la promotion de ce type de marchés tel qu'il est schématisé ci-dessous. Cependant, en premier lieu, nous revenons aux premières phases de l'impulsion des marchés financiers en synthétisant leur genèse, où nous mettrons l'accent sur le facteur central de leur développement qui est « l'économie ». En deuxième lieu, nous présenterons le second facteur de leur croissance qui est la recherche académique.



Source : Elaboré par nous-mêmes.

▪ **15^{ème} siècle**

A cette époque, les italiens ont créé en 1460 à Anvers la première bourse en tant que lieu physique réservé aux transactions portant sur des titres. Dans ce centre d'affaires, les commerçants s'y rencontrent dans le but de négocier : des effets de commerce, des lettres de change ou encore des engagements de livraison de marchandises.

▪ **16^{ème} siècle**

Depuis sa création et jusqu'à la fin de ce siècle, la bourse d'Anvers est devenue le centre financier le plus important en Europe, et concurrençait la bourse de Lyon créée en 1540. La fin du 16^{ème} siècle s'est accompagnée avec :

- Un transfert de richesses vers les marchés anglais et hollandais grâce à leur puissance maritime ;
- Investissements économiques massifs où les individus flairaient les bonnes affaires.

▪ **17^{ème} siècle**

Cette période a été marquée par le premier krach boursier dans les Pays-Bas, plus précisément en 1637, à cause d'une crise spéculative sur les bulbes de tulipe. Ce produit, importé de la Turquie était le plus facilement négociable et très promoteur sur les marchés financiers, dont les cours ne cessaient d'accroître atteignant les sommets avant de s'effondrer.

▪ **18^{ème} siècle**

Ce siècle a été caractérisé par le recours des gouvernements aux marchés financiers dans le but de contracter des dettes auprès du public, au moyen de rentes¹⁷, ce qui leur revient moins cher par rapport aux emprunts bancaires. Dans cette même période, plusieurs bourses ont été créées :

- En 1724, la bourse de Paris a été officiellement instituée ;
- En 1773, la bourse de Londres a été créée par les agents de change (brokers) qui exerçaient la fonction de négociation des titres ;
- Les bourses de Manhattan et New York ont aussi vu le jour en 1792.

¹⁷ Ces rentes sont les ancêtres des obligations actuelles

▪ 19^{ème} siècle

Les marchés financiers pendant ce siècle se sont caractérisés par une forte croissance en fonction du mouvement des révolutions industrielles :

- Les premières grandes sociétés à entrer en bourse à cette époque sont : les sociétés de chemin de fer, les entreprises de construction de canaux, la sidérurgie, les banques, les entreprises pétrolières, les entreprises du secteur chimique...etc. ;
- Au milieu du 19^{ème} siècle un nouveau type de marchés financiers s'est émergé avec la création des premiers marchés à termes : le CBoT « Chicago Board of Trade » en 1848 et le CME « Chicago Mercantile Exchange » en 1874.

Le marché financier français a connu lui aussi des progressions majeures :

- Les titres qui y sont cotés se sont multipliés, passant de sept (07) valeurs mobilières en 1800, (152) titres en 1853 et plus de 800 titres français et 300 titres étrangers en 1900 ;
- Cette progression s'explique principalement par la culture spéculative des français, dont la part des valeurs mobilières dans leurs patrimoines est passée de 8% en 1875 à 40% en 1913¹⁸ ;
- Institution de plusieurs bourses régionales : la bourse de Marseille (1847), la bourse de Nantes (1868)...etc.

▪ 20^{ème} siècle

La première guerre mondiale s'achève grâce au soutien logistique et aux aides en armement des Etats-Unis, ce qui a fait déplacer la puissance économique de l'Angleterre vers l'Amérique :

- A Wall Street, la fin des années 20 a été marquée par l'envolée des cours de titres introduits principalement pour racheter d'autres titres, ainsi que l'augmentation des taux d'intérêts ;

¹⁸ Idem.

plus ou moins réguliers où de nombreuses entreprises se sont introduites en bourse, parmi lesquelles les entreprises issues du secteur technologique.

La fin des années 1990 est marquée par la montée des valeurs des entreprises activant dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication²² :

- La valeur des titres de ces entreprises n'a pas cessé d'accroître ce qui a conduit à une bulle spéculative, dite bulle Internet, qui s'est rapidement dégonflée en 2001 ;
- Sur le plan organisationnel des marchés financiers, la fin du 20^{ème} siècle a été caractérisée par la dématérialisation des titres, les marchés à la criée ont peu à peu cédé leur place aux marchés électroniques ;
- Cette mutation des marchés, en terme d'organisation, constitue une nécessité avec la saturation du traitement manuel des transactions.

En France, le 24 Janvier 1991, les bourses régionales ont disparu, le marché financier français devient national et toutes les valeurs mobilières sont listées à Paris²³.

21^{ème} siècle

La concurrence accrue entre les marchés financiers avait conduit à des mouvements de concentration de différentes bourses de valeurs dont le principal but est de réduire les coûts de transactions. Parmi les plus importantes fusions, nous citons²⁴ :

- En 2000, les bourses de Paris, d'Amsterdam et celle de Bruxelles se sont fusionnées pour donner naissance à Euronext ;
- La bourse TSE « Toronto Stock Exchange » et la CDNX « Canadian Venture Exchange » se sont fusionnées en 2001 créant ainsi le TSX « Toronto Stock eXchange » ;

²² « Histoire des marchés financiers », consulté le 25/12/2012 à 00h11, adresse URL : https://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&cad=rja&ved=0CEEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fmursdeboutique.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2011%2F08%2Forigine-de-la-bourse.pdf&ei=yu3wUqG_POPv4gT5iICwDA&usq=AFQjCNE1gB0PBsH3IkZsAspbWhOsMAG5bQ&bvm=bv.60444564.d.bGE

²³ Idem,

²⁴ CBC/News (2011), « Recent consolidations of major traders », accessed 14/08/2013 at 20h50, URL <http://www.cbc.ca/news/business/story/2011/02/09/f-money-stock-market-merger-timeline.html>

- En 2006 est créé le CME group (Chicago Mercantile Exchange group) par la consolidation de CME et CBoT « Chicago Broad of Trade » ;
- L'année 2007 a été marquée par la fusion de deux plus grandes bourses mondiales, Euronext et la bourse de New York ;
- En 2011, NYSE Euronext et la bourse allemande Deutsch Borse se sont fusionnées.

D'après cette brève synthèse sur l'historique des marchés financiers, il est clair que les besoins croissants en financement des agents économiques ont impulsé l'émergence de ce type de marchés qui n'ont pu être ce qu'ils sont aujourd'hui que grâce à quelques facteurs, ceux-ci seront détaillés dans les sections suivantes.

1.2. Origine du développement des marchés financiers

Dans cette partie nous délimitons les principaux facteurs qui ont révolutionné le paysage boursier et qui ont fait des marchés financiers ce qu'ils le sont aujourd'hui donnant naissance à « une industrie financière ».

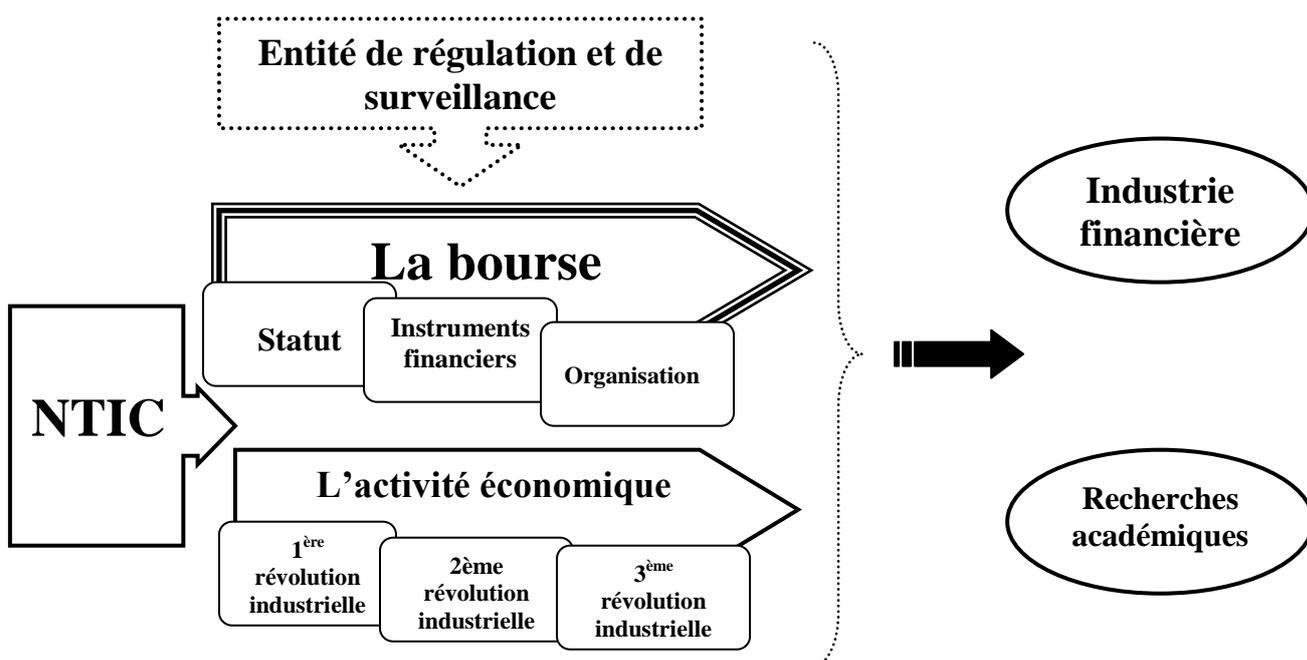
La question portant sur l'origine de l'accroissement des marchés financiers a été posée dans les années 1930 par l'économiste JOAN Robinson, elle a précisé que : « When industry leads, finance follows »²⁵. Ceci veut dire que c'est bien l'industrie, et plus précisément l'activité économique, qui est à l'origine du développement des marchés financiers.

La bourse à l'époque n'a été instituée qu'en réponse au besoin exprimé par les activités économiques, qui est le financement. Avec le mouvement des révolutions industrielles l'économie, notamment en Europe et aux USA, a connu son apogée et le recours aux marchés financiers s'est accentué. Ensuite, la multiplication des échanges à travers toute la planète a fait plonger l'économie des pays développés dans de profondes crises, principalement celles de 1929 et de 1987, ce qui a poussé les gouvernements à mettre en place un organe de régulation et de contrôle des marchés boursiers. Cet organe s'est retrouvé devant l'obligation de s'adapter au nouvel environnement boursier avec l'introduction des nouvelles technologies dans la gestion des marchés financiers, ce qui a

²⁵ JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P16.

profondément modifié le statut des bourses. Tous ces facteurs ont contribué à l'émergence et au développement de la finance des marchés, que ce soit sur le plan pratique, donnant naissance à une industrie financière, ou sur le plan académique, par la fourniture de bases théoriques favorables au développement de cette industrie. De plus ces recherches théoriques ont valu des prix Nobel à leurs auteurs. Le schéma synthétisant cette dynamisation est présenté comme suit :

Figure N°3 : Origine du développement et de la dynamique des marchés financiers



Source : Elaboré par nous-mêmes

Tel qu'il est présenté dans le schéma ci-dessus, la bourse se développait dans le même sens que l'activité économique. Cependant, les effets désastreux provoqués par les crises, notamment celle de 1929 ont poussé les gouvernements à mettre en place un organe de régulation²⁶ des activités boursières afin de mener à bien les missions de la bourse. L'avènement des nouvelles technologies de l'information et de télécommunication ne constitue que le facteur accélérateur de la croissance ainsi que de l'extension des bourses. Nous présenterons en ce qui suit la contribution de chaque élément au développement des

²⁶ BOUJEKA (2008), « Régulation bancaire et financière », consulté le 23/01/2014 à 14h22, URL : <http://m2bde.u-paris10.fr/content/propos-de-la-securities-and-exchange-commission-sec-et-de-lautorite-des-marches-financiers-a>

marchés boursiers, où nous mettons en relief les principaux changements qui les ont affectés, surtout en ce qui concerne le statut, organisation et instruments.

1.2.1. L'activité économique

Etudier la bourse consiste à mettre en relief le ressort de toute société capitaliste²⁷. Ce capitalisme n'a pas cessé de se métamorphoser avec le mouvement des révolutions industrielles. Celles-ci, débutant en Angleterre dans la seconde moitié du 18^{ème} siècle, ont entraîné des bouleversements économiques et sociaux qui sont la cause principale des changements que nous vivons jusqu'à l'heure actuelle²⁸.

➤ Première révolution industrielle (1750-1830)

Cette révolution a été déclenchée en l'Angleterre dont les principales inventions²⁹ :

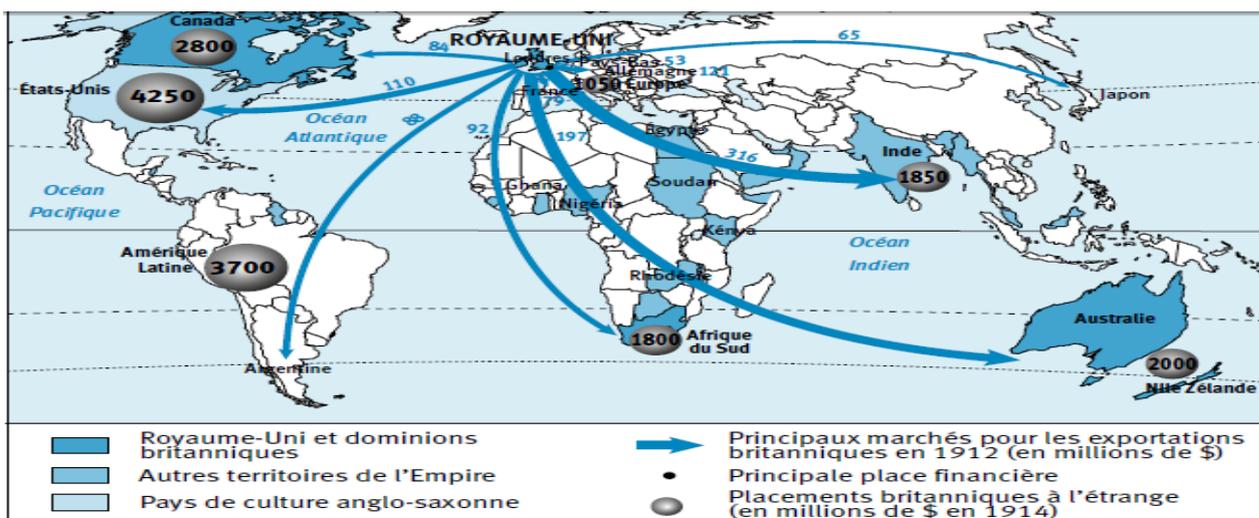
- La machine à vapeur ;
- Le filtrage du textile ;
- Les chemins de fer...

Dans cette période la dominance économique était détenue par le Royaume-Uni, et ce grâce à : ses placements à l'étranger, ses exportations et surtout à son marché financier très actif avec l'introduction des entreprises de chemin de fer en bourse. La carte ci-dessous caricature cette situation depuis la première révolution industrielle et jusqu'en 1914 comme suit :

²⁷ ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris, P3

²⁸ CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France) , « *De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours* », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>, P2.

²⁹ TOURNYOL Du Clos (2012), « *La première révolution industrielle et la naissance du monde moderne* », consulté le 30/01/2014 à 19h24, URL : <https://sites.google.com/site/henritournyolducloshomepage/reperes-d-histoire-economique/3---la-premiere-revolution-industrielle-et-la-naissance-du-monde-moderne>

Figure N°4 : La dominance Britannique jusqu'en 1914


Source : CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France) , « *De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours* », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>, P18

➤ Seconde révolution industrielle (1870-1913)

Cette période a été très féconde et sans précédent, parmi les principaux bouleversements nous citons³⁰ :

- Progrès techniques et organisationnel (Taylorisme et le travail à la chaîne), avec la naissance de grandes entreprises aux USA (Standard Oil par John Rockefeller en 1863, Ford en 1908³¹ ...etc. ;
- L'invention de l'électricité et du moteur à combustion ;
- Explosion du secteur automobile avec la méthode de production fordiste ;
- Lancement de l'activité d'exploitation du pétrole aux USA ...Etc.

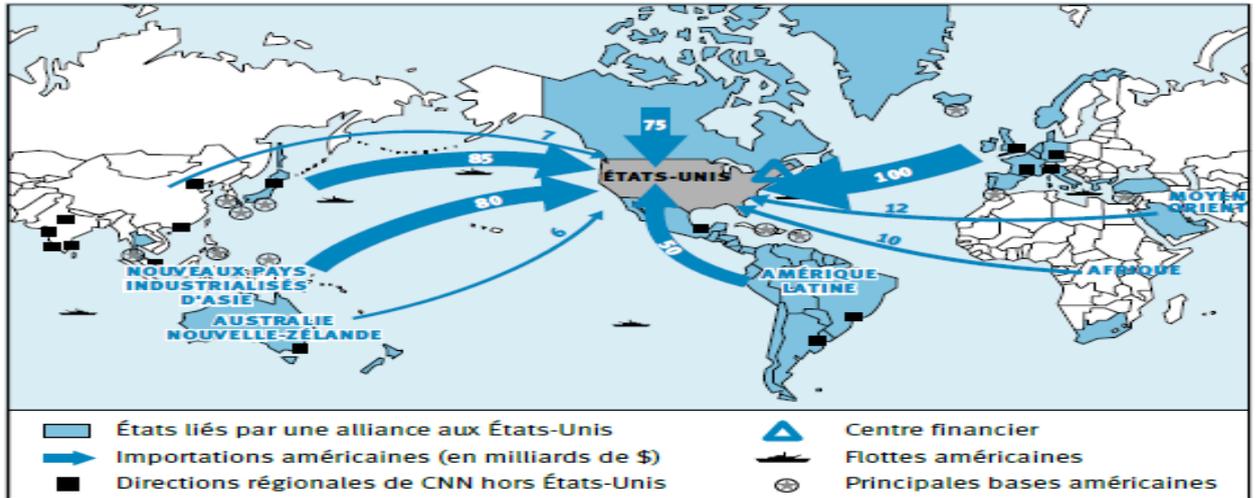
En cette période les marchés financiers ont enregistré de fortes croissances, notamment les marchés des actions à Londres et d'obligations à Paris. L'Europe exportait ses capitaux dans le reste du monde, en particulier vers les USA pays emprunteur, où la grande Bretagne plaçait 40% du stock mondial d'investissement à l'étranger et 19% par la

³⁰ TOURNYOL Du Clos (2012), « *La deuxième révolution industrielle et première mondialisation* », consulté le 30/01/2014 à 19h34 URL : <https://sites.google.com/site/henritournyolducloshomepage/reperes-d-histoire-economique/iv---1870-1913-deuxieme-revolution-industrielle-et-premiere-mondialisation>

³¹ CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France) , « *De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours* », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>, P9

France. Ce qui a fait des USA le principal centre financier, tel qu'il est indiqué dans la carte ci-dessous :

Figure N°5 : L'apogée de l'économie américaine en 1970



Source : CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France), « *De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours* », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>, P19.

➤ **La troisième révolution industrielle (débutée en 1980)**

Cette révolution est caractérisée par deux principales particularités³² :

- a. Un nouvel esprit capitaliste, qui a vécu quatre mutations en 1980 :
- Crise dans les pays d'économie communiste et la conversion de la Chine, la Russie...etc. vers l'économie de marché ;
 - Mondialisation : ce phénomène se caractérise par une forte intégration commerciale et financière aboutissant à une véritable internationalisation des échanges et des systèmes financiers (globalisation)³³. En contrepartie un développement économique s'est produit dans les pays émergents, où les

³² ZIMNOVITCH Henri (2006), « *La troisième révolution industrielle au risque d'Enron et Vivendi* », consulté le 30/01/2014 à 19h40, URL : http://www.archivesnationales.culture.gouv.fr/camt/fr/memoires/donnees_colloques/07_03_29-30_Conference_Histoire_de_la_comptabilite/program_fichiers/zimnovitch.pdf

³³ BIALES Michel, LEURION Remi et RIVAUD Jean Louis (1998), « *Notions fondamentales d'économie* », Edition Foucher, Paris, P279.

entreprises nationales se sont retrouvées appartenir à un « village mondial »³⁴ ;

- Passage du fordisme au toyotisme : le modèle de production fordiste est valable pour une société de consommation de masse mais avec la multiplications des besoins des individus le toyotisme s'y substitue, en répondant à de diverses demandes ;
- Dérégulation (déréglementation), désintermédiation et décloisonnement des transactions.

b. Révolution numérique : constitue la deuxième caractéristique de la troisième révolution industrielle où il y'a eu des innovations sans précédent :

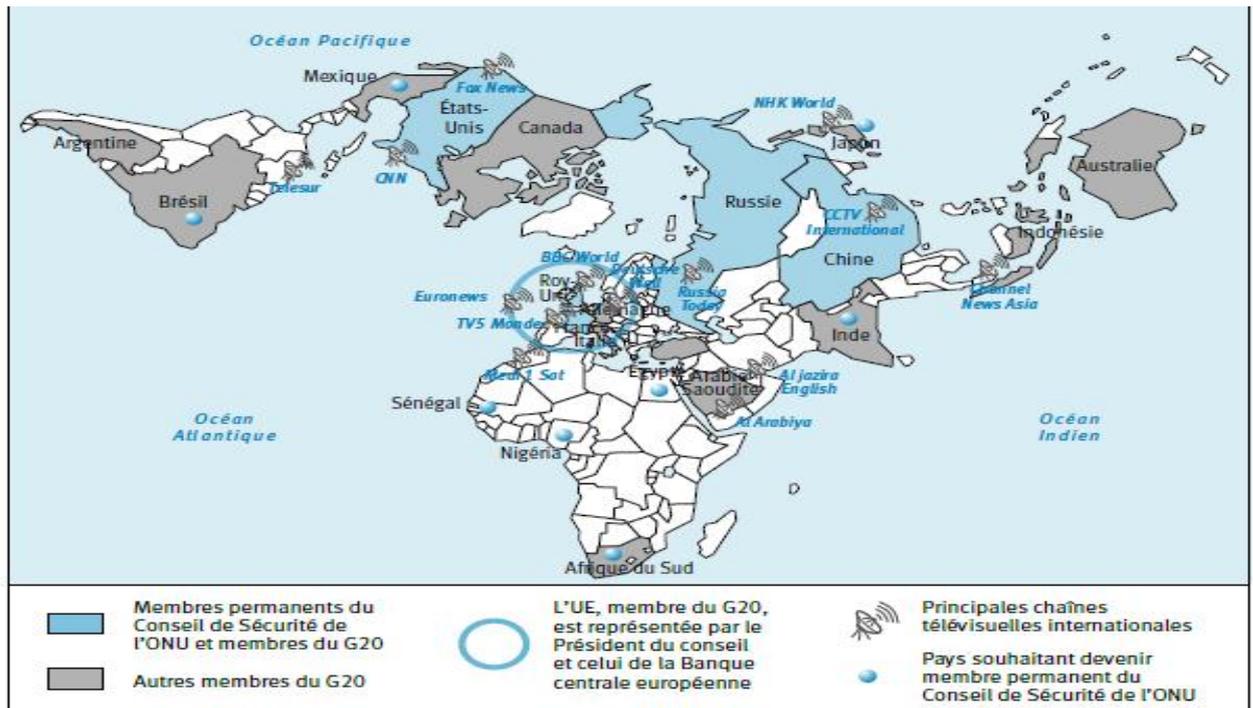
- Emergence de l'informatique dans les années 1950 : développement de gros systèmes et logiciels où IBM dominait ce marché, ensuite dans les années 1980, il y'a eu l'ère de l'ordinateur et des PC (Personal Computer) dont les entreprises leaders : Apple et Microsoft ;
- Les télécommunications : introduction de la téléphonie mobile et des NTIC (nouvelles Technologies de l'Information et de la communication) où Internet envahissait le quotidien des individus que ce soit sur le plan professionnel ou personnel.

Tous ces facteurs et notamment la mondialisation ont fait que l'économie mondiale soit désormais multipolaire, ceci veut dire qu'une multitude de transactions commerciales se fait entre les quatre coins du monde où les entreprises nationales se trouvent appartenir à un village mondiale et ses frontières ont tendance à s'effacer³⁵ avec les intégrations verticales et horizontales. Les transactions financières s'exécutent en laps de temps grâce à l'informatisation des systèmes. La carte ci-dessous donne une image de ce qu'est l'économie contemporaine :

³⁴ ZIMNOVITCH Henri (2006), « *La troisième révolution industrielle au risque d'Enron et Vivendi* », consulté le 30/01/2014 à 19h40, URL : http://www.archivesnationales.culture.gouv.fr/camt/fr/memoires/donnees_colloques/07_03_29-30_Conference_Histoire_de_la_comptabilite/program_fichiers/zimnovitch.pdf

³⁵ Idem P5

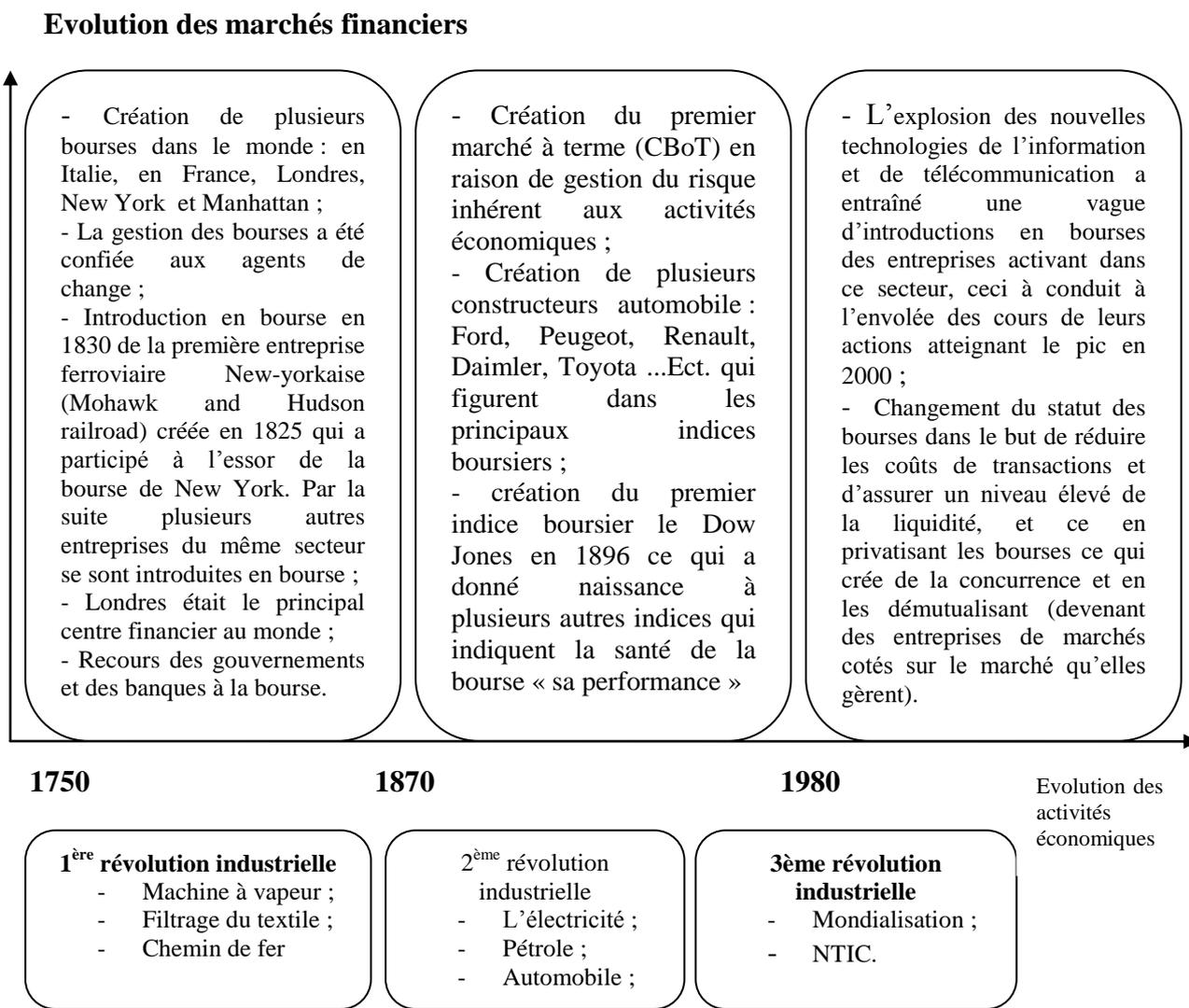
Figure N°6 : Multipolarité de l'économie mondiale.



Source : CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France), « De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>, P19.

Après avoir présenté l'évolution des activités économiques soutenue par l'existence d'un marché boursier dynamique et qui se développait dans le même sens de celles-ci. Nous allons tenter de préciser la complémentarité entre l'évolution des activités économiques d'un coté et d'un autre coté l'extension des marchés financiers comme suit :

Figure N°7 : Juxtaposition du développement économique et boursier



Source : Elaboré par nous-mêmes en se référant à aux articles utilisés portant sur les révolution industrielles.

Nous concluons que l'économie a donné naissance à une entité « la bourse » qui lui assure son besoin de financement en attirant les capitaux et les investissements d'un peu partout dans le monde. En parallèle cette entité devient le cœur du développement économique. Cependant, la bourse s'est retrouvée devant l'obligation de s'adapter aux différents changements imposés par son environnement. En outre, les crises économiques, notamment celle de 1929, ont poussé les Etats à repenser à la réglementation des marchés financiers afin de les mieux contrôler et de les prémunir contre les risque de différents natures, et ce en créant un organe de régulation et de surveillance.

1.2.2. Régulation des marchés financiers

La crise de 1929 est l'évènement déclencheur de la réglementation des marchés financiers. L'état fédéral américain ne supervisait pas directement ces marchés ni leurs acteurs, il a donc créé en 1934 la SEC « Securities and Exchange Commission » par un texte de loi qui donne à cet organe certains pouvoirs pour appliquer le droit fédéral des valeurs mobilières³⁶. Ensuite, cette idée de création d'organes indépendants chargés de garantir le bon fonctionnement des marchés financiers et de protéger les investisseurs s'est répandue un peu partout dans le monde. En France, la première autorité de régulation nommée « Le comité des bourses de valeurs » a été créée en 1942 ensuite, ce comité a été transformé en la « Commission des opérations de bourse », pour à la fin créée en 2003 l'AMF « Autorité des Marchés Financiers » née de la fusion de la commission des opérations de bourse avec le conseil des marchés financiers³⁷.

Il existe deux types de régulation³⁸ :

- Régulation prudentielle : s'applique aux intermédiaires financiers porteurs de risque dans leur bilan ;
- Régulation de marché : porte sur les comportements et pratiques des acteurs du marché (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers...etc.)

Mais il y'a des systèmes de régulation uniques où coexistent les deux types, ceci diffère en fonction de la culture, l'histoire ainsi que le droit appliqués³⁹.

La partie « annexes »⁴⁰ comprend les principales différences⁴¹ entre deux fameux organes de régulation et de surveillance des marchés financiers, américains et français, la SEC et l'AMF respectivement.

³⁶BOUJEKA (2008), « Régulation bancaire et financière », consulté le 23/01/2014 à 14h22, URL : <http://m2bde.u-paris10.fr/content/propos-de-la-securities-and-exchange-commission-sec-et-de-lautorite-des-marches-financiers-a>

³⁷ Idem,

³⁸Easybourse (2014), « Les autorités de régulation », consulté le 15/02/2014 à 21h01, URL : <http://www.easybourse.com/bourse/pedagogie/fiche/les-autorites-de-regulation-113>;

³⁹ Idem,

⁴⁰ Page II

⁴¹ Easybourse (2014) Op.Cite.

A l'ère de la mondialisation, l'internationalisation des bourses a profondément modifié et compliqué les conditions d'exercice des missions d'autorités de régulation des marchés financiers. La principale préoccupation concerne aujourd'hui la fragmentation du secteur de régulation de ces marchés, pour les atténuer des mécanismes de coopération se sont développés en Europe avec le comité des valeurs mobilières ou à l'échelle internationale avec l'organisation internationale des comités de valeurs mobilières⁴².

1.2.3. Les nouvelles technologies de l'information et de la communication

Les bourses traditionnelles, à l'ère de ces nouvelles technologies, ne peuvent plus rester isolées des systèmes de négociation informatisés. Parmi ces systèmes nous citons : ECN « Electronic Communication Network » ou l'ATS « Alternative Trading Systems », nés au début des années 1990 aux USA. Ces systèmes sont des bourses privées comme : Arca Ex, Inet, Brut ou Virt X, elles représentent de véritables concurrents pour bourses traditionnelles. Ces bourses privées ont été créées dans le but de diffuser des informations financières comme : Reuters ou les banques d'affaires telles que : JP Morgan, Merrill Lynch ou Morgan Stanley⁴³.

Ces systèmes de négociations ont été recommandés par la SEC aux bourses traditionnelles en raison de leurs avantages⁴⁴ :

- Ces systèmes, totalement informatisés, confrontent directement les ordres d'achat et de vente sur une plateforme électronique au lieu de jouer le rôle passif de receveur-transmetteur des ordres vers un marché réglementé, ce qui permet de gagner en vitesse ;
- Ils permettent de réduire les coûts de transaction.

En Europe, la directive MIF « Marchés et Instruments Financiers » de 2007 organise la mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres en supprimant la règle de concentration des ordres sur un marché réglementé et l'adoption de ces systèmes⁴⁵.

⁴² Idem,

⁴³ VANDELANOITE Séverine (2005), « *Microstructure des marchés financiers* », Encyclopédie universitaire consulté le 25/01/2014 à 21h59, URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/bourse-microstructure-des-marches-financiers/>

⁴⁴ Idem

Nous constatons donc qu'à coté de l'économie, qui constitue le principal facteur contribuant au développement des marchés boursiers en raison du recours croissant des entreprises et investisseurs à ce type de marchés, les nouvelles technologies de l'information et de la communication en avaient aussi joué un rôle très important. En revanche, les marchés boursiers ont enregistré de multiples changements touchant leur : statut, mode organisationnel et surtout les instruments financiers qui s'y échangent.

1.2.4. Emergence de la bourse

Cette entité a émergé grâce à l'évolution des activités économiques, dont le besoin de financement augmentait de plus en plus. De ce fait, la bourse est devenue le cœur du développement économique des pays. Les nouvelles technologies de l'information et des télécommunications n'ont été qu'un facteur accélérateur du développement et de la croissance des marchés boursiers. Avec tous ces changements environnementaux, que ce soit sur le plan économique, technologique voire réglementaire, la bourse s'est retrouvée devant l'obligation d'y répondre et ce en terme de :

1.2.4.1. Le statut

Pour que les bourses puissent remplir leur principale mission, qui est l'organisation de la liquidité, les autorités de régulation des marchés financiers ont jugé nécessaire la privatisation de celles-ci et même des transactions boursières. Ceci créera de la concurrence entre les bourses et permettra aussi de réduire les coûts de transaction. Cette concurrence entre les places boursières, où chacune cherche à attirer plus d'émetteurs de titres et d'investisseurs, a conduit à des alliances, partenariats et fusions de ces places. De ce fait, les bourses jouissent aujourd'hui d'un statut privé et parfois mixte :

- Le caractère privé des transactions : renvoie aux opérations réalisées en marge de la bourse et des réglementations nationales. Ce sont les échanges qui se font en gré à gré. Ces transactions sont privées dans la mesure où les informations qui les concernent n'étaient pas publiques⁴⁶ ;

⁴⁵ Idem,

⁴⁶ ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris, Idem P9.

- Ensuite, le caractère privé ne correspondait plus seulement aux transactions, mais il a aussi touché les bourses. Celles-ci sont devenues des entreprises commerciales privées à but lucratif⁴⁷ ;
- La métamorphose ne s'est pas arrêtée, avec l'informatisation des systèmes de négociation qui demandent de lourds investissements, les bourses se sont retrouvées devant l'obligation de lever des fonds auprès des marchés financiers qu'elles gèrent elles-mêmes. Cette opération est connue sous le nom de « démutualisation » ce qui veut dire passer de la forme coopérative⁴⁸ à celle d'une société par action, devenant ainsi une entreprise de marché⁴⁹. Cette opération renvoie au modèle Walrasien « a market for market ». La première bourse qui s'est introduite en bourse est le OMX de Stockholm en 1987⁵⁰ ;
- Le caractère mixte des bourses: les opérations de fusions, alliances et partenariats entre les bourses mondiales se sont multipliées depuis la fin de 1990 avec la création du marché de dérivé Eurex (réunion des allemands et suisses) en 1999⁵¹. Il y'a aussi l'exemple d'Euronext qui représente une des filiales de la bourse de Wall Street⁵².

En France, la directive MIF « Marché d'instruments Financiers » qui est en vigueur depuis Novembre 2007, a supprimé la règle de concentration des ordres et a autorisé l'institution d'un marché (bourse) pour les marchés. En outre, la publication des échanges est obligatoire dans le but d'améliorer le processus de fixation des prix et d'assurer un fonctionnement ordonné du marché. Cette transparence offrira « la meilleure » exécution, c'est-à-dire garantir aux clients un bon prix à un moindre coût et d'une forte probabilité d'exécution de leurs ordres⁵³.

⁴⁷ Idem P10.

⁴⁸ Les membres de la coopérative sont les banques, les courtiers ...etc qui détiennent une part du capital.

⁴⁹ VANDELANOITE Séverine (2005), « *Microstructure des marchés financiers* », Encyclopédie universitaire consulté le 25/01/2014 à 21h59, URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/bourse-microstructure-des-marches-financiers/>

⁵⁰ ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris. P10

⁵¹ VANDELANOITE Séverine (2005), « *Microstructure des marchés financiers* », Encyclopédie universitaire consulté le 25/01/2014 à 21h59, URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/bourse-microstructure-des-marches-financiers/>

⁵² ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris. P8.

⁵³ Idem 107.

Mais la concurrence induite par la privatisation des transactions boursières a été fortement critiquée, en raison de la détérioration des informations disponibles où les fournisseurs de celles-ci, comme Bloomberg et Reuters, n'ont pas pu surmonter l'opacité qui a envahi les marchés financiers. En France une étude économique menée en 2010 a révélé que lors des entretiens de l'autorité des marchés financiers, le patron propriétaire de la société de construction cotée « Bouygues » a souligné [Je ne sais pas ce qui se passe sur mes titres... il se fait toujours des opérations de nos titres dont on ne peut avoir des données claires]. Devant la commission d'enquête parlementaire sur les mécanismes de spéculation, le 08/09/2010, le président de l'autorité des marchés financiers a expliqué [nous ne sommes plus à même de remplir notre tâche fondamentale de surveillance des marchés financiers]⁵⁴.

Nous déduisons que de nos jours les marchés financiers se sont éloignés de leurs missions principales : mutualisation et transfert des ressources économiques, allocation et gestion des risques, assurer la liquidité des investissements, et ce dans un environnement transparent, mais ils ambitionnent à générer plus de profit. Ceci est justifié par les cas de falsification des comptes et des valeurs d'entreprises désirant s'introduire en bourse tout comme le cas de Facebook, l'émission de titres toxiques sur le marché ce qui entraîné la crise des Subprimes...Etc.

1.2.4.2. Instruments financiers

A coté des actions et des obligations, de nouveaux titres ont été créés, et ce en réponse aux besoins des différents intervenants sur les marchés financiers, à savoir :

- Les options : existaient depuis le Moyen-âge, elles se faisaient de gré à gré, où un paysan pouvait vendre sa récolte à un prix fixé à l'avance. Aujourd'hui elles ont été ré-innovées et tout un marché réglementé leur a été dédiées. Le premier marché à terme est le CBOT (Chicago Broad Options Exchange) créé en 1973⁵⁵ ;

⁵⁴ ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris [108-109].

⁵⁵ HERLIN Philippe (2010), « *Finance : Le nouveau paradigme* », Editions d'organisation EYROLLES, Paris, P44.

- Au début des années quatre-vingt d'autres contrats à terme ont été créés : les swaps, forwards et les futures⁵⁶.

1.2.4.3. Organisation

Les bourses au début de leur création étaient des marchés à la criée, mais avec l'avènement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, leur organisation a été totalement transformée où leur système de gestion est informatisé, ce qui a facilité le traitement et la gestion des ordres.

1.2.4.4. L'industrie financière

Les détenteurs de capitaux ou leurs représentants basent leur choix d'investissement sur les marchés financiers sur les informations financières que les entreprises dans lesquelles ils investissent leur fournissent. Ces informations sont certifiées par des auditeurs comptables, évaluées par des analystes financiers ainsi que par les agences de notations⁵⁷.

a. Les auditeurs comptables

- Le métier d'audit est principalement venu pour garantir, d'un côté, la fiabilité des informations relatives à l'état du patrimoine d'une société, et ce par l'élaboration de méthodes qui permettent de vérifier les comptes des entreprises, et d'un autre côté pour concevoir des techniques de consolidation des comptes d'entreprises mère ayant des filiales nationales ou internationales. Ce métier constitue une profession réglementée et possédant une déontologie codifiée ;
- Des cabinets anglo-saxons, à partir de 1970, ont déployé ce savoir faire à grande échelle. Dans les années 1980, huit d'entre eux dominaient le secteur, mais en 2000 ils n'étaient plus que cinq : Arthur Anderson, Deloitte, Ernst&Young, KPMG, PriceWaterhouse Coopers (PWC). L'affaire d'Enron a fait chuter le premier cabinet,

⁵⁶ JACQUILLAT Bertrand, PERIGNON Christophe et SOLNIK Burno (2009), « *Gestion de portefeuille et des risques* », Dunod, 5^{ème} édition, Paris, P21.

⁵⁷ ZIMNOVITCH Henri (2006), « *La troisième révolution industrielle au risque d'Enron et Vivendi* », consulté le 30/01/2014 à 19h40, URL : http://www.archivesnationales.culture.gouv.fr/camt/fr/memoires/donnees_colloques/07_03_29-30_Conference_Histoire_de_la_comptabilite/program_fichiers/zimnovitch.pdf

ce qui a poussé l'état américain, via la loi Sarbannes-Oxley, à adopter quelques dispositions pour mieux encadrer ce que nous appelons aujourd'hui les fat-four.

b. Les analystes financiers

Afin de mieux comprendre les phénomènes observés sur les marchés financiers, il y a eu recours à la psychologie et à la sociologie en finance comportementale donnant ainsi naissance à ce nouveau métier.

c. Les agences de notation

Apparues aux Etats-Unis après la crise financière en 1837. Elles fonctionnent aujourd'hui en oligopole⁵⁸, Standard & Poor's, Moody's et Fitch, chargées d'évaluer le risque de solvabilité ou de faillite d'un acteur économique. A travers leurs notations, elles acquièrent une forte puissance qui influe grandement sur les décisions des acteurs intervenants sur les marchés financiers.

Dès lors, il est clair que le développement des marchés financiers a été principalement soutenu par les activités économiques et fut accéléré par les nouvelles technologies d'information et de communication. Cependant, les chercheurs en cette discipline, finance des marchés, avaient aussi un rôle à jouer.

1.2.4.5. Les recherches académiques

L'histoire des idées qui ont forgé la finance moderne est due à un petit groupe d'universitaires qui étaient loin du cœur du monde de la finance, mais depuis, la recherche et la pensée constituent les fondations de la révolution financière⁵⁹.

Nous pouvons résumer l'évolution des théories financières comme suit⁶⁰ :

- 1950-1960 : à cette époque la théorie de diversification des portefeuilles et le modèle d'équilibre des marchés financiers (MEDAF) ont émergé ;
- 1960-1970 : se sont développés le modèles d'évaluation des options et celui d'analyse de la structure financière des entreprises ;

⁵⁸ Idem, p. 12

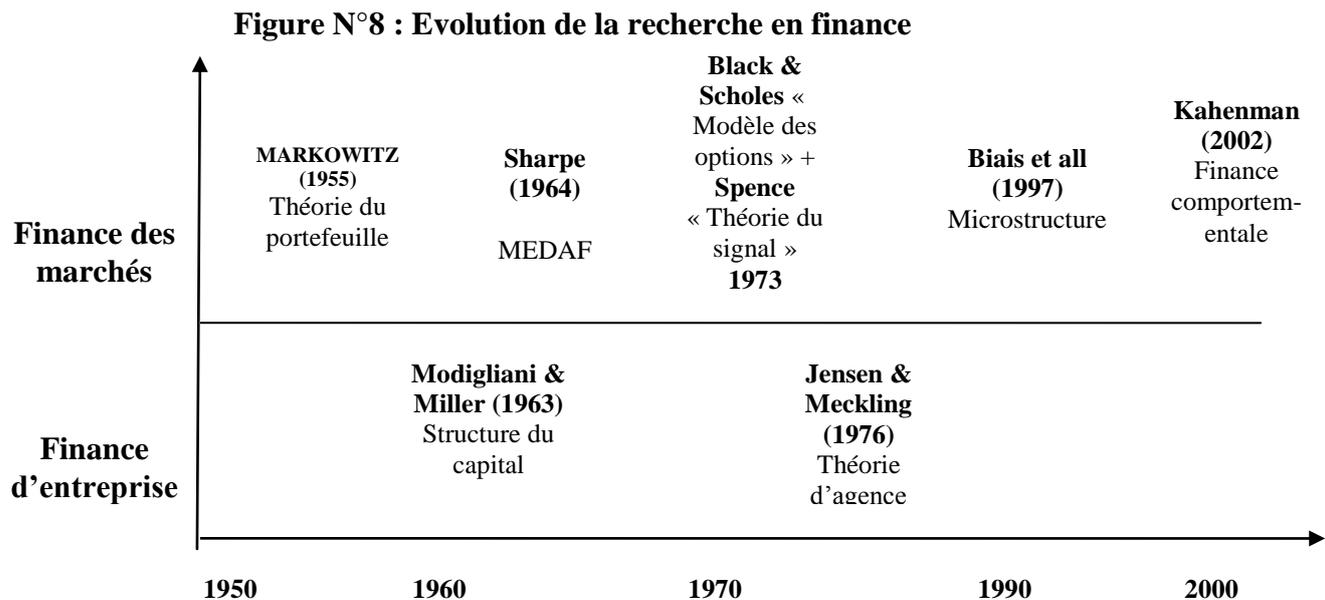
⁵⁹ JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P10.

⁶⁰ Idem P [11-12].

- Les années 1980 : voient converger la théorie financière et les théories des organisations donnant naissance à la théorie d'agence et celle du signal ;
- 1990 : avec l'avènement des nouvelles technologies qui ont permis de réduire les coûts des transactions financière, l'étude des microstructures s'est développée ainsi que le champ de la finance comportementale.

2. Revue de littérature

Les premières recherches en finance en général avaient pour but principal la résolution des problèmes liés au risque ainsi qu'au rendement des titres financiers où les investisseurs constituaient l'objet central des études. Au fil du temps, les problématiques se sont multipliées et les apports théoriques s'inscrivaient dans deux principaux domaines de recherche, à savoir la finance d'entreprise et celle des marchés. Le schéma ci-après situe chaque théorie financière par rapport à ces deux disciplines comme suit :



Source : Réalisé par nos soins en s'inspirant de JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P10

2.1. La théorie du portefeuille

Harry MARKOWITZ a développé cette théorie en 1955⁶¹ dans sa thèse à Chicago, elle constitue le point de départ du modèle classique de la finance. L'apport de MARKOWITZ a été récompensé par un prix Nobel en 1990.

MARKOWITZ a développé sa théorie en partant de la littérature en vigueur à l'époque, où John Burn Williams a précisé qu'il faut estimer les dividendes pour chaque action ainsi que le taux d'inflation afin de classer les sociétés selon ces données et investir dans la plus prometteuse. Mais MARKOWITZ trouve que suivant ce raisonnement les investisseurs n'auront qu'une seule action alors qu'en réalité ils en achètent plusieurs, et ce dans le but de diversifier le risque et augmenter la rentabilité.

Selon la théorie du choix de portefeuilles d'actifs financiers de MARKOWITZ, les investisseurs basent leurs choix d'investissement sur le critère moyenne-variance dont :

- La rentabilité du portefeuille dépend du prix des actifs le composant au jour de la revente. Le meilleur estimateur de ce prix futur est la moyenne des prix passés ;
- Le risque du portefeuille est tributaire de la façon dont les cours des actifs fluctuent autour de la moyenne. Il est mesuré par l'écart type calculé sur les cours passés.

Ensuite, MARKOWITZ a rajouté à sa théorie la notion de « corrélation » qui permet de prendre en compte le secteur auquel appartient l'actif financier. Cette corrélation est calculée par la covariance. Le portefeuille contenant des actifs dont la corrélation est nulle est dit « portefeuille efficient », son risque est faible car si le cours d'un actif chute ceci ne va pas entraîner la chute des autres cours d'actifs du même portefeuille.

2.2. Théorème de la structure d'entreprise

La recherche en finance ne s'est pas limitée au marché financier, son essor lui a permis de faire une rentrée remarquable dans le monde de l'entreprise⁶². En développant un théorème assez simple initié en 1958 et enrichi en 1963 par l'intégration de nouvelles

⁶¹ HERLIN Philippe (2010), « *Finance : Le nouveau paradigme* », Editions d'organisation EYROLLES, Paris, P[37-40].

⁶² CHARDOILLET Eric, SALVAT Marc, TOURNYOL Du CLOS Henri (2010), « *L'essentiel des marchés financiers : Front office, Post-marché et gestion des risques* », Editions d'organisation EYROLLES, Paris, P11.

hypothèses liées à la fiscalité des entreprises, Franco MODIGLIANI & Merton MILLER ont réussi à obtenir un prix Nobel d'économie chacun, 1985 et 1990 respectivement. Ils ont montré, à partir d'un raisonnement d'arbitrage, que la structure du financement d'une entreprise, qui peut être composée de capitaux propres et emprunts, ne peut pas influencer sur sa valeur que dans la limite des distorsions fiscales et par les imperfections du marché.

En absence d'impôts sur les sociétés et dans le cas où le marché est efficient, dont chacun aurait un accès égal au crédit et tout le monde est informé, l'effet de levier, qui représente le recours à l'endettement pour augmenter la rentabilité, est sans effet sur la valeur de l'entreprise. Par conséquent, la valeur de l'entreprise ne provient que de la pertinence de ses choix d'investissements et non pas de sa façon de se financer.

2.3. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)

Ce modèle fut développé par William Sharpe en 1964. Sharpe s'est posé une question toute simple : « Que se passerait-il si tous les investisseurs intervenaient sur le marché en suivant la démarche de MARKOWITZ ? », il a répondu ainsi : il n'y aura qu'un seul portefeuille efficient que tout le monde choisira. Cette idée a donné naissance à la gestion indicielle⁶³.

Dans ce cas là, il n'est plus nécessaire d'évaluer une action en la comparant à toutes les autres une par une mais au portefeuille du marché (efficient). Cette idée a permis à Sharpe d'introduire deux notions fondamentales dans son modèle :

- L'actif sans risque : correspond aux bons de trésor ;
- La prime de risque : représente le gain récolté après avoir supporté un risque.

Mais ce modèle a été remis en cause par FAMA & FRENCH dans leur fameux article « Beta is dead »⁶⁴ à cause de ses hypothèses irréalistes.

⁶³ Idem P [40-44].

⁶⁴ Idem P104

2.4. Le modèle d'évaluation des options

L'introduction d'un nouveau type de titres financiers « contrats à terme ou options » a poussé les chercheurs Black & Scholes en 1973 à les étudier. Ils se sont posés la question : « Quelle est la valeur (la prime) d'une option ? ». Ils cherchaient donc à déterminer le prix de vente d'une option, pour y arriver ils sont partis de l'idée de volatilité :

- Si l'actif sous-jacent est très risqué (très volatile) : dans ce cas, la prime de l'option (son prix) sera élevé, car il a une forte probabilité d'être atteint en raison de la volatilité élevée de l'actif, ce prix là est mesuré par la formule de Black & Scholes ;
- Si l'actif sous-jacent est très stable (peu volatile) : la prime de l'option sera faible en raison de la faible volatilité de l'actif qui ne laisse l'option atteindre que son prix d'exercice.

2.5. La théorie du signal

Les années 1970 voient converger les théories financières et celles des organisations où l'entreprise n'est plus considérée comme boîte noire mais l'endroit dans lequel se nouent des relations de pouvoir et d'asymétrie d'information.

En observant un phénomène très récurrent sur les marchés boursiers, où les dirigeants d'entreprises font circuler « signalent » des informations concernant leurs politiques de distribution de dividendes ainsi que leur structure financières, à leurs actionnaires et prescripteurs tels que les analystes financiers,⁶⁵ SPENCE a proposé en 1973 un modèle d'équilibre dit du signal qui stipule : l'équilibre est établi lorsque l'ensemble des composantes du cycle d'informations transmises sur le marchés par les entreprises soient compatibles⁶⁶. C'est-à-dire :

- Les dirigeants d'entreprises décidant une hausse des dividendes vont le signaler au marché, ceci constitue un signe de confiance qu'ils transmettent sur les perspectives futures de leurs dividendes et bénéfices qu'ils ont estimées. Cependant, toutes les

⁶⁵ Idem P58

⁶⁶ SPENCE Michael (1973), « *Job market signaling* », The quarterly journal of economics Jstor, volume 87, issue 3 (Aug 1973), 355-374, published on 2002, P6.

informations qu'ils transmettront suite à cette décision doivent être compatibles avec l'augmentation des dividendes⁶⁷ ;

- L'équilibre de SPENCE, dit du signal, permet aux investisseurs ainsi qu'à tout intervenant sur le marché boursier de détecter les faux signaux, et ce en raison de l'incompatibilité entre les informations transmises par les entreprises concernant leurs politiques de dividendes ou de financement ainsi que la réalité de leur activité. Ce type d'entreprises qui envoient de faux signaux risquent de perdre leur réputation et même de voir leur valeur baisser.

2.6. La théorie d'agence

Cette théorie est considérée comme étant l'opposée de la théorie du signal, puisque la première étudie les relations d'asymétrie d'informations entre les individus alors que la seconde traite les cas de diffusion d'informations par une partie informée à une autre non informée.

Cette théorie a émergé en 1976⁶⁸, par Jensen & Meckling, avec la remise en cause de la principale hypothèse de la théorie économique qui est : la disponibilité d'informations parfaites et gratuites où tout le monde en a accès.

Cette théorie est appelée ainsi car elle analyse une relation dite d'agence qui naît entre deux agents économiques (le mandant et le mandataire ou bien le principal et l'agent) où le premier délègue une partie de ses contributions au second. Ceci est expliqué par le manque d'informations ou de compétences qui peut conduire le principal à confier la gestion de certains de ses intérêts à des tiers qui pourront s'acquitter de plus ou moins de sérieux.

Cependant, la divergence d'intérêts ainsi que l'asymétrie d'information font que l'agent (le mandataire) dévie de la mission qui lui a été demandée, et ce pour réaliser ses propres intérêts, et parfois au détriment du principal (le mandant). Pour réduire le risque dit « aléa moral » le principal doit mettre en place un ensemble de mécanismes d'incitations et

⁶⁷ JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P58.

⁶⁸ JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P53

de contrôle de l'agent (le monitoring), mais ces derniers engendrent des coûts, ce sont les coûts d'agence.

2.7. Microstructure des marchés financiers

L'introduction des nouvelles technologies de l'information et de télécommunication, vers les années 2000, dans l'organisation des marchés boursiers a fait émerger une nouvelle thématique de recherche qui est la microstructure des marchés financiers. La question principale traitée en microstructure des marchés financiers porte sur la liquidité de ces derniers, c'est-à-dire comment doivent être organisés les ordres de bourse de façon à assurer la liquidité du marché ? De ce fait, la microstructure sous-entend implicitement le processus de formation des prix des titres cotés qui influent directement sur le niveau de la liquidité des marchés boursiers.

Par ailleurs, la question de liquidité des marchés financiers a été abordée avant l'introduction de ces nouvelles technologies, dont l'objet d'étude des chercheurs concernait les intervenants directs sur ces marchés en raison de leur rôle important vis-à-vis de la formation des prix, à savoir : les investisseurs et les teneurs de marché. En ce qui suit nous allons présenter trois points portant sur la question de liquidité des marchés financiers, à savoir le comportement des investisseurs et les stratégies du teneur de marché, ensuite nous aborderons l'approche organisationnelle « la microstructure » traitant la même question :

2.7.1. Le comportement des investisseurs

L'expression « microstructure des marchés financiers » a été utilisée pour la première fois par Mark Garman en 1976 dans son article « Market and microstructure »⁶⁹. Il a principalement étudié l'influence du comportement des investisseurs sur le processus de formation des prix. Les investisseurs agissent sur les marchés financiers en fonction :

- Des coûts, le partage et la révélation des informations ;
- De leur attitude vis-à-vis le risque.

⁶⁹ VANDELANOITE Séverine (2005), « *Microstructure des marchés financiers* », Encyclopédie universitaire consulté le 25/01/2014 à 21h59, URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/bourse-microstructure-des-marches-financiers/>

Garman conclue que tous ces aspects ont un impact sur la façon dont les prix des actifs convergent vers le niveau d'équilibre⁷⁰, ce qui influe sur le niveau de la liquidité du marché financier.

2.7.2. Le teneur de marché

Dans les marchés financiers réglementés la gestion des ordres de bourse (ordres de vente et d'achat) est confiée au teneur de marché⁷¹. Ce dernier joue un rôle important dans la détermination des prix des titres financiers. Le processus de formation des prix est tributaire de deux stratégies du teneur du marché : la gestion de son stock des titres ainsi que le recueil d'informations pertinentes sur le marché à travers ses relations avec les différentes parties (investisseurs, organismes d'évaluation et de notation, fournisseurs d'informations financières...). Nous citons en ce qui suit les modèles ayant étudié comment ces deux stratégies influent sur la formation des prix :

2.7.2.1. Le paradigme de la position

- Son objet porte sur la gestion du stock des titres financiers assurée par la teneur de marché. Ce dernier, doit garantir une gestion active du stock, et ce pour répondre aux différentes offres et demandes des investisseurs sur un marché de contrepartie ;
- Parmi les chercheurs ayant étudié le comportement du teneur de marché : Thomas Ho & Hans Stoll (1983) dans leur article « Dynamics of dealer markets under competition » ;
- Dans le cas où la position est excessive, c'est-à-dire que le stock des titres est très élevé ou très faible, le stock sera coûteux. Dans le cas où le stock est élevé le teneur de marché est exposé au risque d'une forte dépréciation de son portefeuille si la valeur des actifs le composant chute, il va donc exiger une prime de risque tel qu'il a été précisé par Thomas Ho & Hans Stoll (1983), de ce fait son prix de vente sera majoré et celui d'achat minoré du montant de cette prime, d'où l'émergence d'une fourchette de prix positive ;

⁷⁰ Idem

⁷¹ Idem

- Le teneur de marché est donc devant l'obligation de modifier ses cotations en permanence afin d'orienter favorablement les flux des ordres de bourse de façon à se rapprocher du stock optimal. Si son stock augmente, il doit attirer les acheteurs et décourager les vendeurs et ce en diminuant simultanément le prix d'achat et celui de vente. Dans le cas contraire, où son stock diminue, le teneur de marché doit augmenter en même temps les prix de vente et d'achat pour qu'il y ait plus de vendeurs et moins d'acheteurs.

2.7.2.2. Le paradigme de l'information

Selon ce modèle, le teneur de marché peut tirer profit grâce aux investisseurs non informés, et ce lors des séances de bourse où il enregistre plusieurs ordres. Jack Treynor, sous le pseudonyme de Walter Bagehot, a souligné en 1971 que le teneur de marché doit proposer un prix de vente différent de celui d'achat, de telle sorte que ses gains face aux investisseurs non informés excèdent les pertes enregistrées lors des transactions avec les investisseurs informés.

Le teneur de marché peut inférer de l'information concernant la valeur des actifs par l'observation de :

- La taille des ordres : l'investisseur informé aura tendance à passer de gros ordres pour maximiser son profit ;
- La séquence des ordres : l'avènement de nouveaux ordres d'achat est un signe de sous-évaluation des actifs par le teneur de marché, contrairement dans le cas où les ordres se répartissent de façon à peu près égale entre achats et ventes ;
- Le sens des ordres : quand un ordre d'achat se présente ceci amène le teneur de marché à augmenter la probabilité que la valeur de l'actif soit élevée, et inversement pour l'avènement d'ordre de vente.

Cependant, les investisseurs informés peuvent masquer leur avantage informationnel. Albert Kyle (1985), David Easley et Maureen O'Hara (1987) ont montré que la stratégie suivie par ces investisseurs dont leur but est de cacher leur profil « investisseur informé » est de fractionner leurs ordres lorsqu'il y'a peu de liquidité sur le marché, ce qui perturbe le teneur de marché dans le rajustement de ses cotations et donc la détermination des prix.

2.7.3. L'organisation des échanges boursiers « la microstructure des marchés financiers »

La microstructure des marchés financiers représente le cadre opérationnel de ces marchés⁷², elle étudie l'influence de l'organisation des échanges boursiers sur le processus de formation des prix, les coûts de transactions et donc le degré de liquidité⁷³.

BIAIS Bruno, FOUCAULT Thierry et HILION Pierre ont proposé en 1997 trois types d'organisation des échanges boursiers, à savoir :

2.7.3.1. Selon la contrepartie de l'échange

Selon ce critère, il est distingué deux types de microstructure de marchés financiers :

➤ **Marché dirigé par les prix (marché de contrepartie, quote driven market)**

- Ce type de marché est géré par un intermédiaire dit le teneur de marché (market maker) ;
- Tout investisseur voulant acheter ou vendre une quantité d'actifs financiers adresse son ordre à ce fournisseur officiel de liquidité qui affiche en permanence le prix de vente (ask) et le celui d'achat (bid) ;
- Les ordres de vente sont classés en fonction des prix de façon croissante et ceux d'achat de façon décroissante ;
- La différence entre le prix du premier ordre de vente et celui d'achat représente la rémunération du teneur de marché en compensation de son service de fourniture de liquidité, elle est appelée « la fourchette » ou « bid-ask spread ».

➤ **Marché dirigé par les ordres (marché de double enchère, order driven market)**

- Dans ce type de marché il n'existe pas d'intermédiaires, les ordres sont accumulés dans un carnet d'ordres électronique (order book) et exécutés dès l'enregistrement d'un ordre dans le sens inverse à prix meilleur ou identique ;

⁷² JACQUILLAT Bertrand, PERIGNON Christophe et SOLNIK Bruno (2009), « *Gestion de portefeuille et des risques* », Dunod, 5^{ème} édition, Paris, P37.

⁷³ BARNETO Pascal (1999), « *Synthèse sur la microstructure des marchés financiers à terme* », Fineco, Vol 9 n°1 publié le : 1/09/1999 [P43-72]

- Comme sur le marché de contrepartie, il existe en permanence sur les marchés dirigés par les ordres un écart de prix entre les ordres de vente du meilleur prix proposé (le plus faible) et les ceux d'achat du meilleur prix (le plus élevé).

En pratique, selon le critère de la contrepartie des échanges, les marchés boursiers optent pour les microstructures hybrides, ceci s'explique par leur volonté à réduire les coûts de transactions, élément central de la concurrence entre les bourses. Or, les coûts de transaction sont faibles dans les structures dirigées par les ordres où : la cotation des titres, la transmission des ordres, la confrontation et l'exécution de ceux-ci sont automatisées. Le choix entre ces microstructures dépend principalement la performance des entreprises cotées. Nous citons en ce qui suit deux exemples de marchés boursiers hybrides :

- Le LSE et le Nasdaq ont été organisés exclusivement par les prix, avec un teneur de marché, mais avec l'avènement des nouvelles technologies ils se sont enrichis en 1990 par des carnets d'ordres électroniques (organisation des échanges par les ordres) ;
- Euronext, les bourses de Tokyo, Francfort, Sydney et Toronto étaient organisées par les ordres. Pour favoriser l'activité autour des titres les moins liquides, elles ont effectué des aménagements particuliers où les apporteurs de liquidité affichent la fourchette de prix durant quelques phases de la séance de bourses, et ce pour que les investisseurs puissent trouver une contrepartie pour leurs ordres.

2.7.3.2. Selon le moment de l'échange

Lors des séances de bourse les investisseurs transmettent leurs ordres (de vente ou d'achat), ceux-ci peuvent être exécutés de façons différentes : en continu ou au fixing ce qui donne deux types d'organisation des échanges boursiers :

➤ Marché de fixing

- Le principe de base de ce type de marché est que la cotation et l'exécution des ordres se font à un intervalle de temps ;
- Les investisseurs transmettent leurs ordres d'achat et de vente qui seront accumulés dans un carnet d'ordres pendant un temps, ensuite les ordres seront confrontés afin de

déterminer un prix unique auquel se feront les transactions, ce prix est celui qui maximise la quantité d'ordres échangés ;

- L'inconvénient de ce mode d'organisation est que les investisseurs n'ont pas la possibilité de modifier leur position avec l'arrivée de nouvelles informations, ce qui est autorisé sur un marché en continu ;
- Les transactions sont multilatérales.

➤ **Marché continu**

- Sur ce type de marché la négociation entre les investisseurs est permise, elle se déroule tout au long de la séance de bourse ;
- Les transactions sont exécutées dès que deux intervenants s'entendent sur un prix, ce dernier fluctue au cours de la séance ;
- Les transactions sur ce marché sont bilatérales.

Il est important de souligner que :

- Un marché dirigé par les ordres peut fonctionner en continu ou au fixing ;
- Alors qu'un marché dirigé par les prix est forcément en continu.

En pratique les bourses utilisent les deux marchés à la fois, et ce pour bénéficier des avantages de chacun, à l'instar de :

- Euronext propose un à deux fixings par jour pour les actions les moins traitées dans le but d'éviter de trop grandes variations des prix, quant aux titres les plus actifs ils sont cotés en continu. Pour arriver à un consensus de prix le marché boursier Euronext propose deux fixings, un en ouverture et un autre en clôture ;
- Le Nasdaq depuis 2004 propose également deux fixings alors que NYSE ne propose qu'un seul à l'ouverture ce qui permet au teneur de marché d'intervenir par la suite et éviter d'éventuelles déviations du prix par rapport à celui de la clôture.

2.7.3.3. Selon le lieu de l'échange

Les ordres de bourse peuvent être transmis dans deux types de marchés :

➤ **Marché centralisé**

- Un marché est dit centralisé lorsque les titres qui y sont cotés ne peuvent être échangés et négociés que sur un seul marché, le plus souvent il s'agit du marché d'origine ;
- Les titres cotés sur ce type de marché ont un seul prix de transaction.

➤ **Marché fragmenté**

- Il est considéré comme marché fragmenté tout marché dont les titres sont échangés sur plusieurs places financières, ces titres ont des prix de transaction différents ;
- La fragmentation existe dans deux cas :
 - Lorsque une entreprise s'introduit en plusieurs bourses dans le but d'élargir son actionnariat et d'avoir une meilleure visibilité, mais il est également permis à ce qu'un titre donné peut être négocié sur plusieurs bourses sans que l'entreprise y soit cotée ;
 - Lorsqu'une transaction ne peut être exécutée sur le marché principal, ce qui est souvent le cas des transactions portant sur des blocs de titres (bloc trade), et ce en raison de leur volume important. Sur le NYSE, tout ordre portant sur plus de 10 000 titres est considéré comme transaction de bloc. Généralement ce type de transactions sont transmises par les investisseurs institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance, hedg funds...), si elles seront exécutées sur le marché principal elles engendrent d'un côté un coût d'attente et donc la dégradation du prix d'exécution car les contreparties de la transaction sont peu nombreux, et d'un autre côté une importante modification de la fourchette de prix car les contreparties de la transaction concluront à une mauvaise évaluation du prix des titres et revoient celui-ci soit à la hausse (si la transaction de bloc est un ordre d'achat) ou à la baisse dans le cas contraire.

Sur Euronext, les investisseurs ont la possibilité de négocier des blocs de titres en dehors du marché en faisant appel à un courtier qui se charge ensuite de déclarer les transactions à Euronext afin d'assurer la transparence.

2.8. La finance comportementale

Les anomalies qui ont été enregistrées sur les marchés financiers ont toujours mis en doute le concept d'efficience de ces marchés. Un nouveau courant de recherche a émergé, celui de la finance comportementale, il renvoie ces anomalies au facteur psychologique des individus intervenants sur le marché financier, par conséquent il remet en question l'hypothèse fondamentale de la théorie des marchés efficients ; celle de la rationalité des investisseurs⁷⁴.

Les chercheurs en finance comportementale, dont le père fondateur KAHNEMAN Daniel qui a obtenu le prix Nobel en sciences économiques en 2002, se sont penchés sur les phénomènes les plus récurrents sur les marchés financiers pour expliquer les anomalies qui y apparaissent, parmi lesquelles nous citons⁷⁵ :

- L'effet momentum des biais permanents : selon lequel les investisseurs basent leurs décisions sur celles des autres ;
- Les biais cognitifs : dû à des mauvais raisonnements, dits de représentativité, qui consiste à surestimer l'importance d'une information et de la considérer représentative de l'ensemble ;
- Les biais émotionnels : les investisseurs basent leurs raisonnements sur les émotions ce qui les amènent à agir de façon irrationnelle ;
- Le phénomène d'aversion au regret : où les investisseurs sont beaucoup plus prompts à vendre un titre trop tôt pour avoir une plus value que de le laisser plus tard et supporter une perte.

⁷⁴ LAVIGNE Anne & LEGROS Florence (2006), Finance comportementale et fonds de pension », consulté le 21/02/2014 à 21h51, adresse URL : http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/13/54/80/PDF/Lavigne_Legros_HGAF9.pdf

⁷⁵ JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris, P[22-23].

Conclusion du chapitre (1)

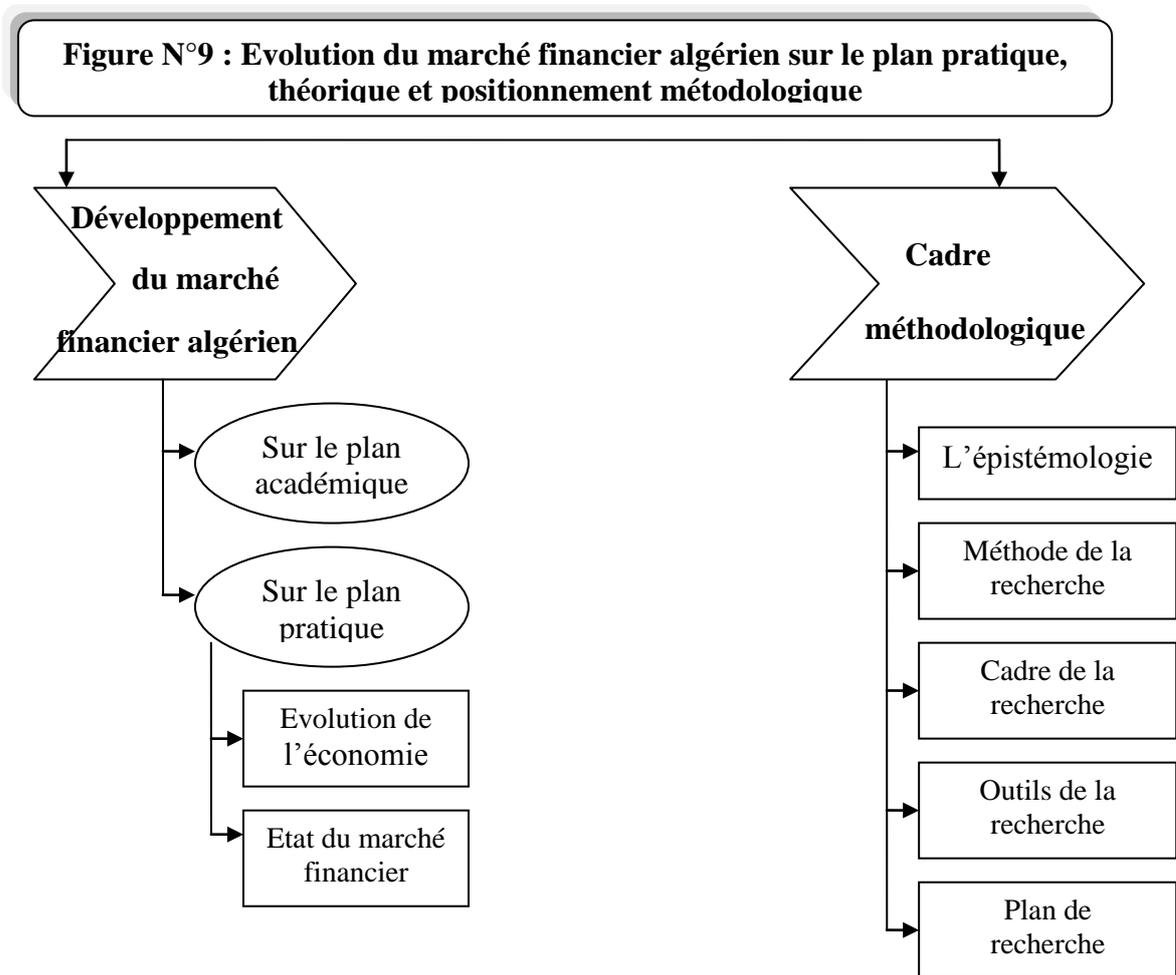
L'objectif de ce chapitre est d'expliquer en quoi réside l'origine de l'essor des marchés financiers en général afin de les aligner sur le marché boursier algérien. Nos lectures ont révélé que l'activité économique a fortement joué ce rôle, pour que viennent ensuite les recherches académiques qui ont nourri ces marchés par des modèles et techniques scientifiques. Nous remarquons aussi que la plupart des théories et modèles proposés concernaient principalement les choix d'investissement sur les marchés financiers (méthodes dévaluation des titres) d'un côté et d'un autre côté les méthodes permettant aux entreprises cotées d'améliorer leur valeur sur ces marchés. L'aspect organisationnelle des marchés financiers n'a pas été très étudié, sauf que pour les techniques de gestions des transactions de sorte à améliorer le niveau de liquidité, mais aucun modèle du bon fonctionnement d'un marché financier n'a été proposé voire même pour les pays dont ce type de marché est en situation de morosité tel que le marché financier algérien. Cependant, afin de combler ce manque il est bel et bien nécessaire de commencer par analyser la situation de l'économie algérienne ainsi que les contributions scientifiques en la matière.

CHAPITRE (2)

EVOLUTION DU MARCHE FINANCIER ALGERIEN SUR LES PLANS PRATIQUE ET THEORIQUE ET POSITIONNEMENT METHODOLOGIQUE

Introduction Chapitre (2)

En rapport avec tout ce qui a été présenté dans le chapitre précédent, et afin d'examiner la situation de l'Algérie en terme de marché financier que ce soit sur le plan pratique ou académique, nous aborderons dans ce chapitre deux principaux points : en premier, nous analyserons le contexte économique de l'Algérie depuis son indépendance jusqu'en 2013 où nous mettrons en relief les circonstances de création du marché financier algérien ainsi que ses activités jusqu'à ce jour, ensuite nous présenterons les principales recherches algériennes portant sur le marché financier national. Nous concluons ce chapitre par la définition du cadre méthodologique dont s'inscrit notre travail.



Source : Elaboré par nous-mêmes.

1. Développement du marché financier algérien sur le plan pratique

Tel que nous l'avons précisé précédemment, l'activité économique constitue le principal facteur du développement des marchés financiers, pour qu'ensuite naisse une complémentarité entre ces marchés et les activités économiques, où chacun contribue à l'amélioration de l'autre. Avant de présenter le marché financier algérien nous avons jugé indispensable de mettre l'accent sur l'évolution de l'économie algérienne depuis son indépendance, et ce pour mieux comprendre les causes qui ont freiné le développement de son marché financier.

1.1. Evolution de l'économie algérienne

Avant de présenter l'évolution de l'économie algérienne, il est bel et bien important de souligner les conditions du développement économique et social de l'Algérie indépendante, en 1962. Au jour de sa libération du colonialisme français l'économie algérienne a été caractérisée par⁷⁶ :

- Un capitalisme agraire colonial : la majorité des terres fertiles ont été accaparées par les français ;
- Sous-industrialisation : le secteur industriel était embryonnaire et concernait essentiellement l'activité de transformation dans : l'alimentation, textile, céramique, construction mécanique, cuire et peaux et enfin les mines ;
- Dépendance commerciale et économique vis-à-vis de la France : d'un coté, plus de 80% des échanges se faisaient avec la France et d'un autre coté plusieurs filiales de sociétés françaises étaient implantées en Algérie, à l'instar de : Pechiney, Lafarge, Saint-Gobain ... ;
- Politique d'investissement défavorable : deux plans quadriennaux ont été mis en œuvre (1949-1956) qui avaient pour objet l'établissement d'une importante infrastructure.

Face à cette situation économique désastreuse le gouvernement de l'Algérie indépendante a décidé de réorganiser l'économie et de renforcer le secteur public.

⁷⁶ BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris, P8.

1.1.1. La période allant de 1962 à 1966

Cette période constituait une phase de transition difficile, chargée d'entraves politiques, économiques, financières et sociales. A la veille de l'indépendance il a été décidé de procéder à une révolution agraire et à une industrialisation privée qui constituaient la source de développement. Mais la charte d'Alger d'Avril 1964⁷⁷ a souligné que le développement économique doit être fondé sur le renforcement du secteur public, de ce fait le gouvernement algérien s'est chargé de construire le socialisme⁷⁸ et ce par la réorganisation de l'économie dans quatre directions⁷⁹ :

- L'institution de comités de gestion des exploitations agricoles et des entreprises laissées vacantes par leurs propriétaires ayant quitté le pays. Ces comités sont gérés par l'Etat et soumis à la tutelle administrative ainsi qu'aux ministères sectoriels ;
- La prise de participation dans des entreprises françaises installées en Algérie ;
- La création d'entreprises et d'offices nationaux pour récupérer les richesses nationales, parmi lesquels nous citons : l'ONACO (1962) « Office National de Commercialisation » chargé d'importation et de distribution des produits alimentaires, Sonatrach (1963) dans le domaine des hydrocarbures, SNTA (1963) pour le tabac et allumettes, SNS (1964) pour la branche sidérurgique, SOMEA (1964) dans la construction mécanique et aéronautique, SNSEMPAC dans le domaine alimentaire, SONAREM chargée du monopole des recherches et exploitations minières ...etc. ;
- La nationalisation des entreprises étrangères dont l'activité était considérée d'intérêt général.

Le secteur privé peinait à se développer en cette période. Il s'est retranché dans une position « d'attente » après une crise entre les partisans du socialisme et ceux du libéralisme, et ce malgré l'adoption de deux codes d'investissements privés, en 1963 et en 1966 où le premier concernait essentiellement les investisseurs étrangers en matière

⁷⁷ Idem P27.

⁷⁸ Idem P4.

⁷⁹ Idem [P61-62]

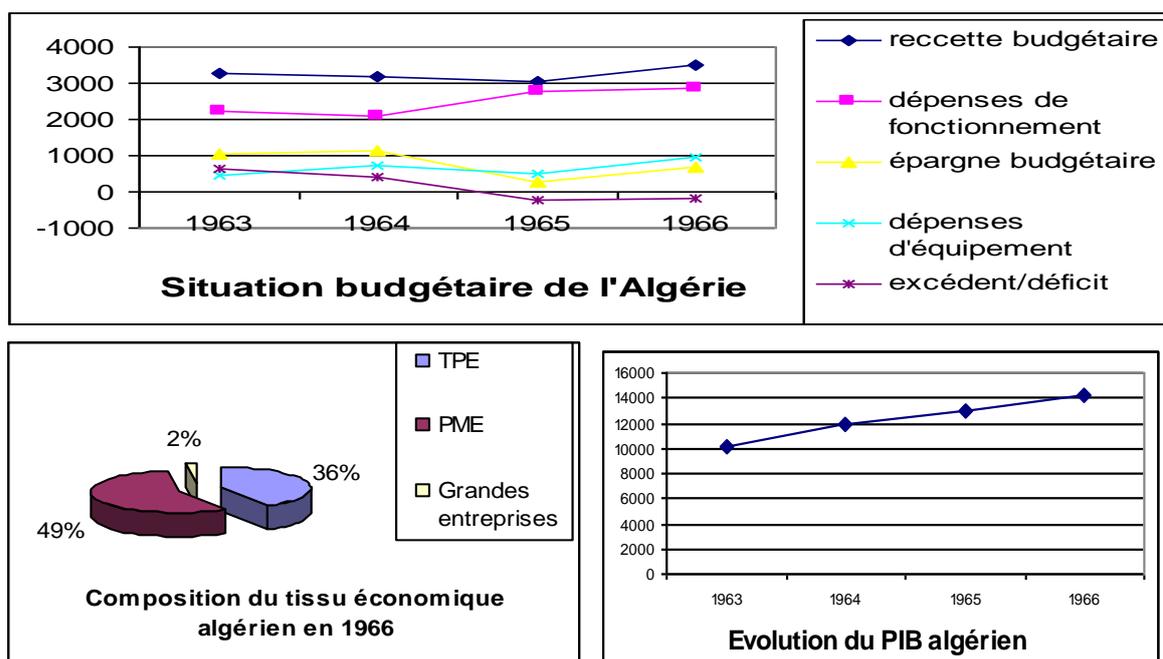
d'avantages financiers et fiscaux ainsi que les différentes garanties et le second s'est porté sur le capital étranger⁸⁰.

Quant à la situation financière du pays, elle était très fragile et s'aggravait de plus en plus avec la diminution des recettes fiscales et la fuite des capitaux français. Face à cette situation, les pouvoirs publics ont recouru aux ressources externes dont les principaux pays prêteurs : la France, URSS et la Grande Bretagne⁸¹. Cette dette extérieure n'a fait qu'accentué la vulnérabilité de l'économie algérienne, ce qui a poussé le gouvernement à intervenir pour la protéger en contrôlant les opérations du commerce extérieur. Afin de mener à bien cette mission il a été procédé à⁸² :

- La création de la banque centrale d'Algérie en décembre 1962 ;
- La création du dinar algérien en 1964 dans le but de mettre en œuvre des mesures de contrôle des changes ;
- La nationalisation des banques étrangères en 1966.

Les décisions prises pendant cette période ont abouti aux résultats présentés ci-dessous⁸³ :

Figure N° 10 : Principaux résultats économiques de l'Algérie 1963-1966



Source : Réalisé par nos soins en inspirant de BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris, P74-83

⁸⁰ Idem P76.

⁸¹ Idem P63.

⁸² Idem P79.

⁸³ Idem P74, P83.

La principale difficulté de l'Algérie en cette période concernait la diminution des ressources en devises et les recettes budgétaires, ce qui a entraîné un déficit consécutif en 1965 et 1966, celui-ci a été accentué par les dépenses de fonctionnement qui progressait de plus en plus. Quant à l'augmentation du PIB, elle résulte principalement des recettes des hydrocarbures qui représentait près de 60% de la valeur ajoutée mais aussi du secteur industriel où la valeur ajoutée progressait de plus en plus passant de 18,13% en 1963 à 25,67% en 1966⁸⁴.

Malgré les efforts fournis par les pouvoirs publics pour construire le socialisme en tant que mode de développement, les résultats escomptés n'ont pas permis de dynamiser l'économie algérienne. Par conséquent, les pouvoirs publics ont décidé d'accorder la priorité à l'institution de l'Etat, ce qui lui confère un rôle central dans tous les domaines, ainsi qu'à l'industrialisation.

1.1.2. La période allant de 1967 à 1979

En cette période la stratégie de développement économique et social a été principalement fondée sur :

- Le renforcement du secteur public⁸⁵, et ce par :
 - L'étatisation des moyens de production, nationalisation et création d'entreprises nationales publiques dans les domaines : financier, industriel, minier et celui des hydrocarbures ;
 - La mise en place d'un mode d'organisation et de gestion fortement centralisé.

- L'industrialisation : la charte d'Alger de 1976 fait de l'industrialisation le centre moteur du développement économique⁸⁶. Afin de mener à bien cette politique d'industrialisation, ils ont été mis en œuvre trois plans d'investissement, dont la part accordée au secteur industriel était prépondérante, tel qu'il est présenté dans le tableau suivant⁸⁷ :

⁸⁴ Idem P74.

⁸⁵ Idem P88.

⁸⁶ Idem P30.

⁸⁷ Idem P91, P168.

Tableau N°1 : Poids des investissements dans chaque plan »

	La part du secteur industriel	La part du secteur agricole
Plan triennal (1967-1969)	72%	20,52%
1 ^{er} plan quadriennal (1970-1973)	57%	11,98%
2 ^{ème} plan quadriennal (1974-1977)	61%	7,51%

Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris, P91-168..

Les investissements industriels massifs ont nécessité des besoins colossaux en capitaux, mais ils ont été principalement financés par les dettes extérieures, environ 75%, le reste était assuré par les ressources financières dégagées par l'exportation des hydrocarbures⁸⁸. Le recours au financement étranger s'explique par le rôle des banques algériennes qui se limitait au contrôle financier des sociétés nationales : contrôle de la gestion des entreprises ainsi que le contrôle de la réalisation des projets, elles intervenaient très peu pour le financement à long terme des investissements mais massivement pour celui à court terme « l'exploitation »⁸⁹.

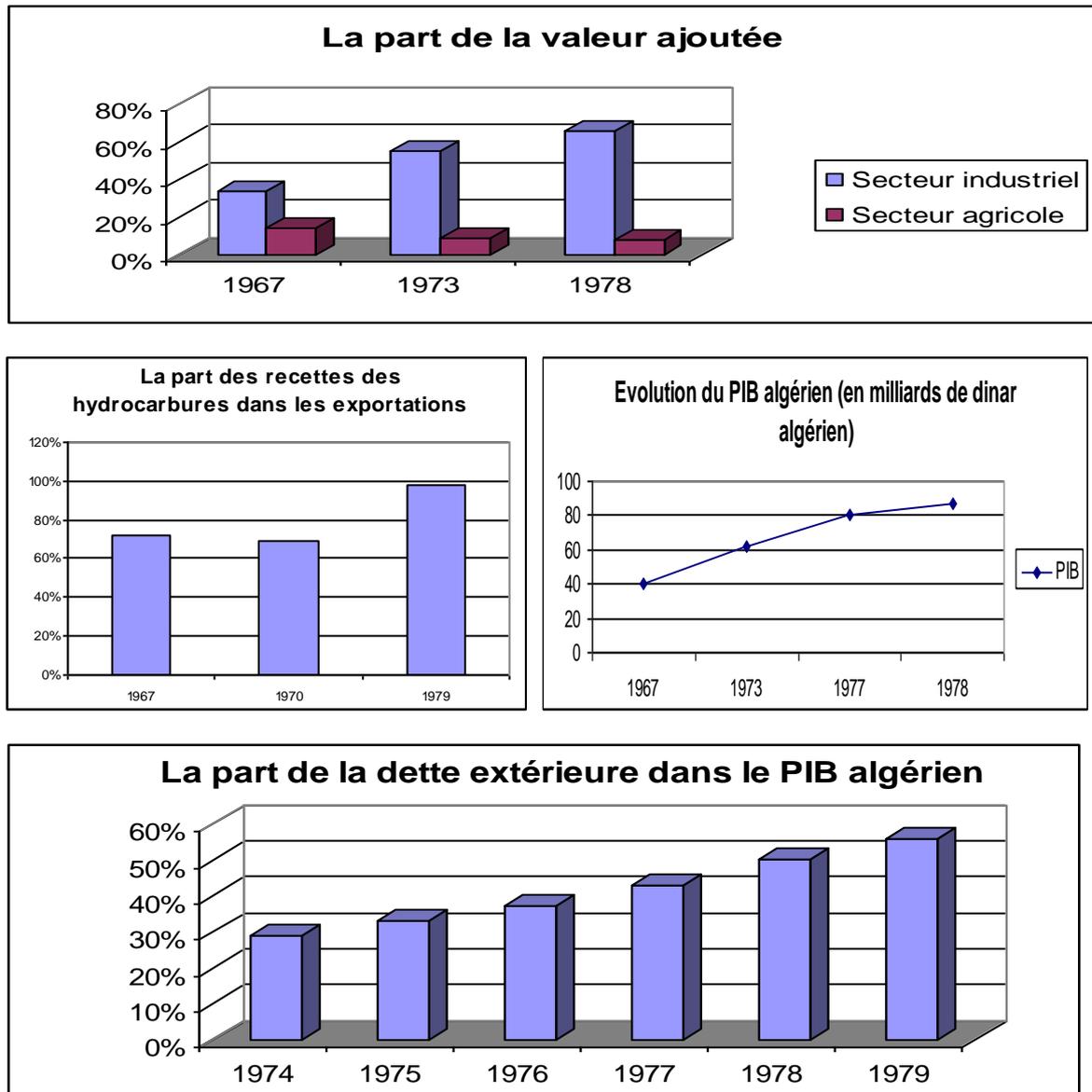
La figure suivante synthétise quelques résultats enregistrés au cours de cette période⁹⁰ :

⁸⁸ Idem P129.

⁸⁹ Idem P235.

⁹⁰ Idem P : 91, 106, 130, 150.

Figure N°11 : Principaux résultats économiques de l'Algérie durant 1967-1979 »



Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris, P91-150.

Ces résultats nous permettent d'avancer les commentaires suivants :

- La politique d'industrialisation a permis de multiplier le PIB algérien passant de 40,3 milliards de dinar en 1967 à 86,6 milliards de dinar en 1979 ;
- Les produits algériens peinaient en cette période à avoir des débouchés dans les marchés internationaux puisque les recettes d'exportation proviennent principalement des hydrocarbures ;

- La situation d'endettement de l'Algérie s'aggravait de plus en plus, dont la part de la dette dans le PIB est prépondérante, son augmentation relève des taux d'intérêt qui progressait d'avantage et surtout de la réduction de la durée de remboursement⁹¹.

Le recours excessif au financement étranger a fait plonger le pays dans des déséquilibres :

- Externes : avec la multiplication des dettes vis-à-vis de l'étranger, l'Algérie n'a fait que demander plus de crédits ce qui a engendré l'augmentation des taux d'intérêt et la réduction de la durée de remboursement ;
- Et internes : qui se traduit par une déstructuration financières des entreprises nationales où le secteur industriel hors hydrocarbure n'a pas permis à l'Etat d'être une source d'accumulation de ressources financières mais plutôt une charge⁹².

Ces difficultés mettent en évidence les insuffisances de la gestion des affaires publiques liées aux méthodes : dirigiste, centraliste, autoritaire et bureaucratique qui étouffaient l'initiative des cadres et travailleurs. De ce fait, la crise de la gestion étatique des entreprises publiques a poussé l'Etat algérien à revoir le système de gestion de l'économie.

1.1.3. La période allant de 1980 à 1990

Les résultats enregistrés pendant la période précédente, 1967-1979, ont prouvé que le mode organisationnel adopté « centralisation » était inadapté avec les attentes de l'économie algérienne. De ce fait, il a été décidé de réorganiser les entreprises pour améliorer leur performance, et ce par la mise en œuvre de réformes économiques permettant de promouvoir l'autonomie réelle⁹³, et ce dans deux sens :

- Restructuration des entreprises : cette politique a concerné les entreprises des secteurs public et privé. Entamée en 1980 avec la mise en place d'un plan quinquennal (1980-1984) de 400 milliards de dinar algérien qui s'est orienté vers⁹⁴ :

⁹¹ Idem P 150.

⁹² Idem P129.

⁹³ Idem P283.

⁹⁴ Idem P255.

- L'économie des ressources rares et lancement de nouveaux investissements ;
- L'amélioration de la productivité des entreprises ;
- Réduction de la dette extérieure.

Quant à la restructuration des entreprises, elle a été menée par⁹⁵ :

- La restructuration organique des entreprises publiques visait à l'utilisation rationnelle des compétences humaines ainsi que le renforcement de la décentralisation. Cette politique a permis de tripler le nombre d'entreprises publiques créées : 150 entreprises en 1980 et 480 entreprises entre 1983 et 1988 ;
- La restructuration financière (entre 1983-1987) : l'assainissement financier des entreprises, privées et publiques, constituait l'une des conditions de leur passage à l'autonomie. Il a été assainies 300 entreprises nationales.
 - Autonomisation et centralisation des entreprises : décidées en 1987 et concrétisées en 1988. Cette politique a nécessité la mise en place d'une nouvelle organisation qui assure l'autonomisation des entreprises publiques dans la gestion de leurs ressources en les libérant de l'emprise tutélaire qui l'étouffait et en adaptant les instruments d'encadrement de l'économie aux impératifs de développement économique⁹⁶, il a été donc créé :
- Des fonds de participation pour les entreprises publiques : dont le capital est détenu par l'Etat. Ils exercent leur droit de surveillance dans le cadre de l'élaboration et de l'exécution du plan à moyen terme des entreprises par l'intermédiaire de leurs représentants au sein du conseil d'administration de celles-ci. De cet effet, les entreprises jouissent d'une autonomie financière puisqu'elles deviennent responsables de leurs activités en agissant au nom et pour le compte de ces fonds⁹⁷ ;
- Le statut juridique EPE (Entreprise Publique Economique) : c'est une SPA (Société Par Actions) dont le capital est souscrit par les fonds de participation ou par d'autre EPE. Ce nouveau statut permet la prise de participation dans d'autres entreprises⁹⁸ ;

⁹⁵ Idem P285.

⁹⁶ Idem P306.

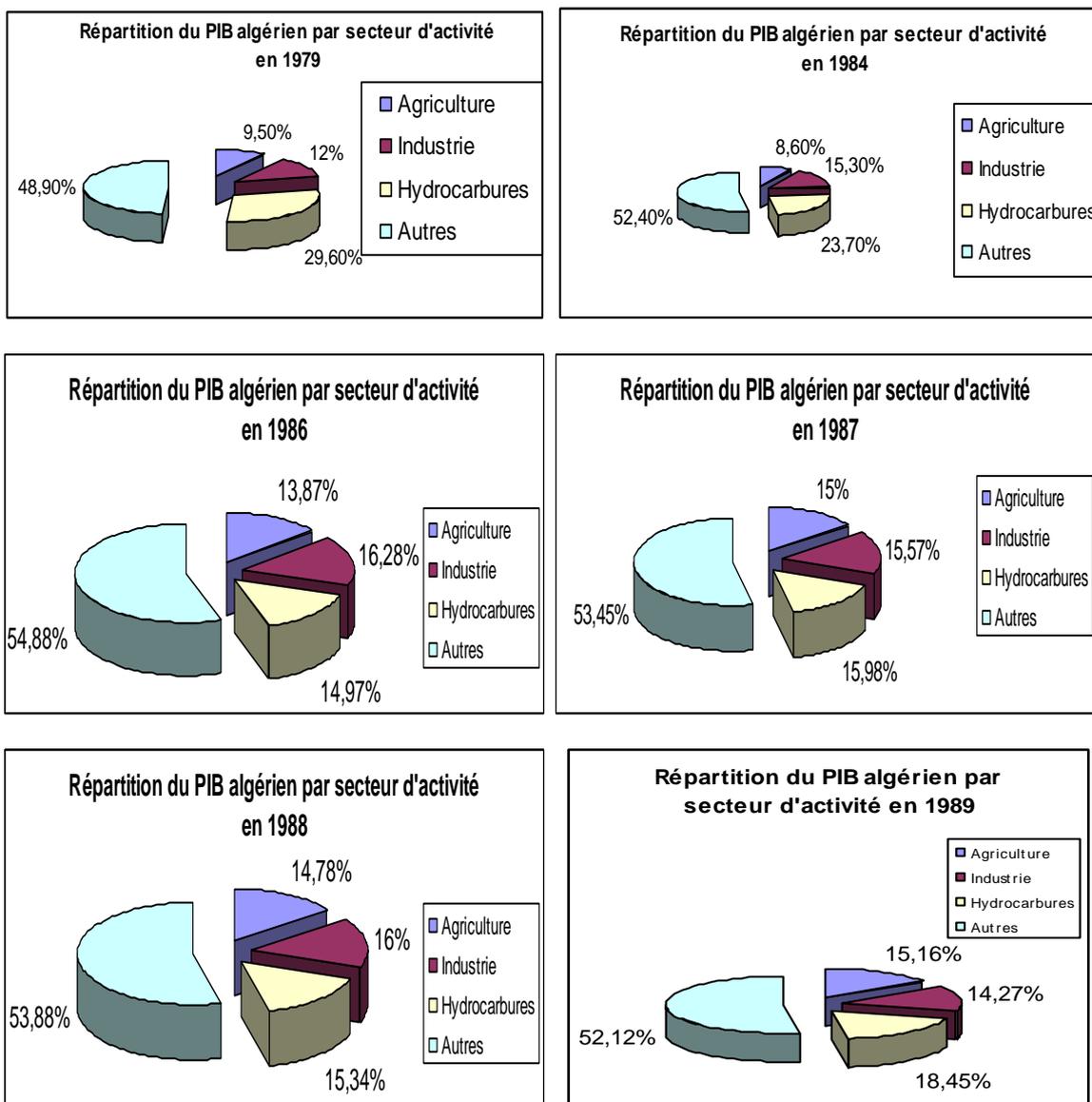
⁹⁷ Idem P[303-304]

⁹⁸ Idem P304.

- Les banques sont aussi considérées des EPE et obéissent aux nouvelles lois de l'autonomie. Elles avaient la liberté de financer les investissements, c'est-à-dire ceux qui sont financièrement rentables, sans prendre en compte leur caractère prioritaire et indispensable ce qui a aggravé la situation économique où le taux de chômage a augmenté⁹⁹.

Les résultats de cette période sont synthétisés dans les graphiques suivants :

Figure N° 12 : Répartition du PIB algérien par activités durant la période 1980-1990



Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris, P315.

⁹⁹ Idem P315

Les résultats de la décennie 1980-1989 peuvent être analysés sous forme de deux périodes :

- La période 1980-1984 : tel qu'il est présenté dans le graphique de l'année 1984, nous remarquons très bien que par rapport à l'année 1979 l'économie algérienne a été diversifiée puisque le poids du secteur des hydrocarbures dans le PIB a baissé de près de 5% et le poids des autres secteurs (BTP, transport et communication, commerce et services..) a augmenté de 3,5%. Dans cette même période les résultats économiques, sociaux et financiers globaux ont été positifs où il a été créé près de 825 000 emplois et la dette extérieure a été réduite, et ce grâce à l'appréciation du dollar américain dont sont facturées les recettes des hydrocarbures et est exprimée la dette extérieure du pays ;
- Contrairement à la période 1985-1989 qui a été marquée par des résultats médiocres voire négatifs : la baisse régulière du prix de pétrole à la mi 1985 qui s'est accélérée brutalement en 1986 d'une chute de 40% a entraîné une réduction des ressources en devises ceci a rendu difficile le lancement de nouveaux projets. De ce fait, le pays fut plongé dans une crise de récession (ralentissement des unités de production, accroissement du chômage et inflation galopante)¹⁰⁰. Recours en 1987 à la dette extérieure auprès des places financières de Paris et de Tokyo principalement, dont le montant de la dette était de 26 milliards de dollars entre 1986-1988 avec un service de 7 milliards de dollars. Les années 1988-1989 ont été marquées par l'aggravation du déficit (3 milliards de dollars) et l'abondance du crédit (30 milliards de dollars)¹⁰¹. Pour y faire face l'Algérie était devant l'obligation d'une part, d'entrer dans une série de négociations qui ont été approuvées par le FMI en 1989, et ce avec le consortium des banques créancières dirigées par le crédit Lyonnais, avec le gouvernement italien et les sociétés japonaises de leasing financier¹⁰², et d'autre part d'adhérer à l'OMC où elle a déposé son dossier de candidature en 1987.

Nous constatons que depuis l'indépendance, les gouvernements successifs de l'Algérie n'ont pas pu créer une économie solide, diversifiée, créatrice de richesse et qui aura des débouchés dans les marchés internationaux. Les résultats enregistrés depuis 1962

¹⁰⁰ Idem P[333-334]

¹⁰¹ BENDERRA Omar (2002), *Economie algérienne 1986-1998 : les réseaux aux commandes de l'Etat* », consulté le 10/03/2014 à 21h51 URL http://www.algeria-watch.org/farticle/analyse/benderra_2002.htm

¹⁰² Idem.

et jusqu'en 1989 ont révélé les lacunes d'une économie administrée masquée par l'importance de sa rente et plongée dans une asphyxie financière. La première décision logique qui a été prise par les gouvernements en 1989 est la gestion de la dette extérieure du pays, et ce par la transition vers l'économie de marché qui a nécessité des lois allant de la libération du commerce extérieur et l'autonomisation de la banque centrale¹⁰³.

1.1.4. La période allant de 1990 à 1999

Cette décennie est caractérisée par de profonds changements, dont les années 1990-1994 ont été marquées par une dégradation économique et politique qui a été ensuite corrigée durant la période 1995-1999. De ce fait, nous l'analyserons comme suit :

a. Les années 1990-1994 : pendant ces années l'Algérie est entrée dans une stagnation économique.

▪ 1990-1991

Suite à la crise de paiement de ses dettes extérieures en 1989, l'Algérie a entamé des négociations avec le FMI en 1990 qui ont abouti à la libération d'un crédit ainsi qu'à un reprofilage (rééchelonnement volontaire hors club de Paris et Londres) de 4 milliards de dollars à échéance de 1991 et 1992. La banque mondiale lui a aussi octroyé un crédit de 350 millions de dollars pour la restructuration du système financier algérien et le FMI lui a donné un crédit de 400 millions de dollars¹⁰⁴. Toutes ses aides ont été allouées grâce à deux politiques mises en œuvre par le gouvernement algérien, à savoir :

- La loi n° 90-20 du 14/04/1990 relative à la monnaie et au crédit qui a été conçue pour des fins de consommation extérieure, c'est-à-dire attirer l'investissement étranger, a fortement réduit l'appel à la monnaie par le Trésor. En outre, l'existence d'un conseil de monnaie indépendant offre des garanties solides à la circulation des capitaux productifs ;
- Libération du commerce extérieur en 1991 par la levée des contraintes sur les importations, convertibilité du dinar pour attirer l'investissement étranger, puis

¹⁰³ Idem,

¹⁰⁴ Idem.

dévaluation du dinar algérien passant de 12 à 19 DA pour un dollar américain ce qui a permis d'accroître les réserves en devises de 1,4 milliards de dollars fin Juin 1991.

Mais toutes ces tentatives visant l'amélioration de la situation économique de l'Algérie ont été arrêtées par le gouvernement algérien en Juin 1991 et mettant fin aux négociations avec le FMI. Le gouvernement a annoncé en cette date : « Ni réformes, ni ajustements mais ouverture dirigée », ceci implique le retour à la gestion administrée de l'économie. Parmi les principales décisions prises en cette année¹⁰⁵ :

- Compression des importations ;
- Allocation administrative des ressources ;
- Centralisation procédurière de l'investissement national, privé et étranger ;
- Accord de privilèges aux investisseurs étrangers.

▪ 1992-1993

Les décisions prises par le gouvernement en Juin 1991 se sont négativement répercutées sur les années 1992 et 1993. Parmi les résultats enregistrés pendant cette période¹⁰⁶ :

- Déficit de la balance commerciale. Baisse à la fois des exportations, due à la diminution du prix de pétrole, et des importations de 500 millions de dollars suite à la compression de celles-ci ;
- A la fin de 1993, aucune perspective de crédit à moyen terme ou à long terme.

▪ 1994

En début de cette année, l'Algérie était en une situation de quasi cessation de paiement. De cet effet, elle devrait agir en urgence pour changer la politique économique et financière adoptée en 1991, elle a donc accepté les termes d'un plan d'ajustement structurel (PAS) de quatre ans signé en Avril 1994 à l'initiative du FMI¹⁰⁷, qui a prévu une

¹⁰⁵ Idem.

¹⁰⁶ Idem

¹⁰⁷ ABBAS Mehdi (2011), « *L'ouverture commerciale de l'Algérie : apports et limites d'une approche en termes d'économie politique du protectionnisme* », Cahier de recherche N°13/2011, France, consulté le 5/03/2014 à 15h16, URL http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/71/75/93/PDF/CR13_Abbas_ouverture-commerciale_sept2011.pdf, P13.

ouverture accrue de l'économie algérienne. Un mois après la signature de l'accord qui introduisait la libération du commerce d'importations¹⁰⁸ :

- Le club de Paris a mis en place un accord de rééchelonnement qui porte sur 5 milliards de dollars d'échéances dues entre Avril 1994 et Mars 1995 ;
- Rééchelonnement des échéances de crédits pour l'année 1994 qui porte sur 4,44 milliards de dollars dont 450 millions d'intérêts, ceci a fait passer le service de la dette de 8,96 à 4,58 milliards de dollars¹⁰⁹.

b. Les années 1995-1999 : Après avoir réduit le fardeau de sa dette extérieure, l'Algérie a entamé en 1995 des réformes structurelles pour appliquer totalement le modèle de l'économie de marché. De ce fait, elle devrait réduire les activités de son secteur public au profit du privé, car la part de ce dernier reste toujours inférieure à 50% dans le PIB en 1995. Elle a donc lancé un programme de privatisation entre 1995-2001¹¹⁰. Les trois principales actions de privatisation des entreprises publiques sont¹¹¹ :

- Cession aux salariés des actifs des entreprises locales dissoutes, environ 629 entreprises dissoutes en 1999, ce qui a permis la création de 1468 entreprises ;
- Cession de 245 entreprises industrielles¹¹²;
- Introduction en bourse de trois entreprises publiques : Eriad-Setif, Saidal, El-Aurassi (privatisation partielle).

En cette même année un deuxième accord a été signé avec l'FMI en Juin 1995 qui comporte¹¹³ :

- Un premier stand-by¹¹⁴ en Mai 1989 accompagné d'une facilité de financement compensatoire de 560 milliards de dollars au total ;

¹⁰⁸ BENDERRA Omar (2002), *Economie algérienne 1986-1998 : les réseaux aux commandes de l'Etat* », consulté le 10/03/2014 à 21h51 URL http://www.algeria-watch.org/farticle/analyse/benderra_2002.htm

¹⁰⁹ Idem ;

¹¹⁰ Commission européenne (2003), « *Examen de la situation économique des partenaires méditerranéens de l'Union Européenne* », consulté le 5/03/2014 à 17h19, URL http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication990_fr.pdf

¹¹¹ GLIZ Abdelkader (2001), « *Valeur de l'entreprise et méthodes de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché* », thèse de doctorat d'Etat en sciences économiques, établissement Ecole Supérieure de Commerce (ESC) –Alger, directeurs de recherche LAMIRI Abdelhak, co-directeur de recherche DAYNA Michel, P17.

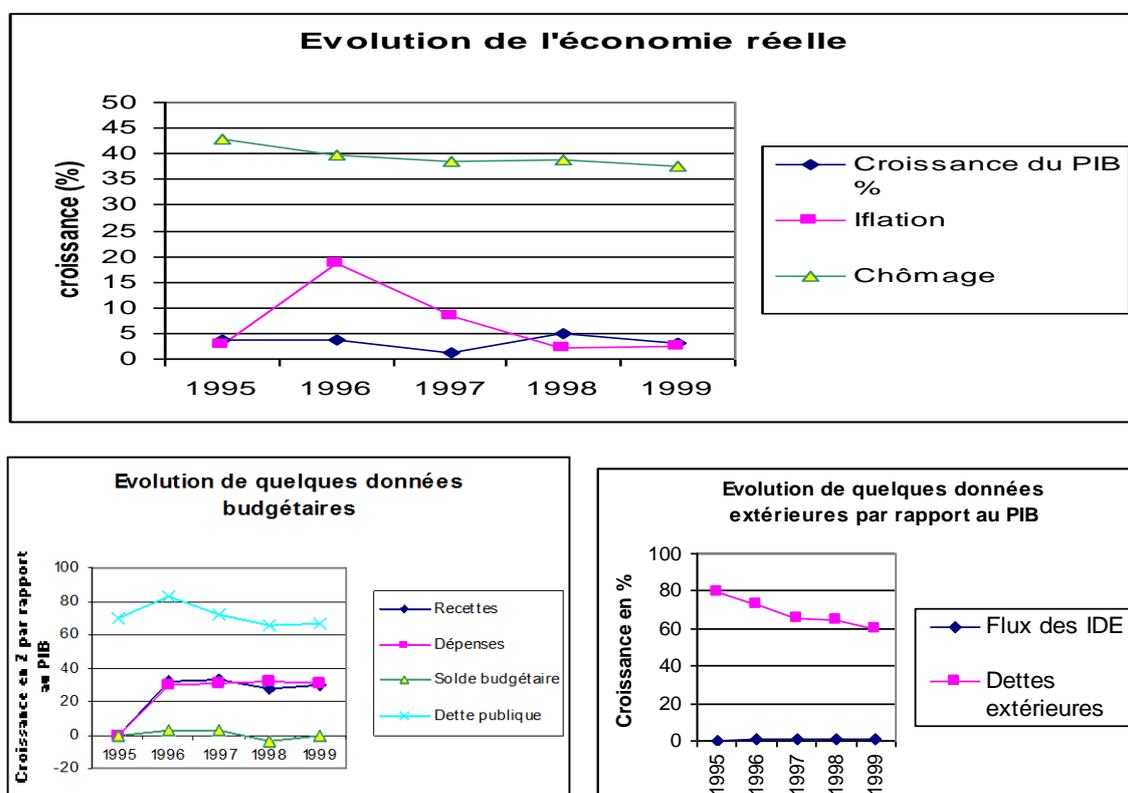
¹¹² Idem

¹¹³ BENBITOUR Ahmed (2012), « *La situation économique et financière de l'Algérie en Juin 1995 : les accords passés avec le FMI* », Le journal quotidien LIBERTE du Jeudi 12 Octobre 2012, N°6124, ISSN 1111-4290, P7.

- Un deuxième stand-by en Juin 1991 pour 400 milliards de dollars, mais la quatrième tranche n'a pas pu être libérée à cause du non respect des critères de performance ;
- Un troisième stand-by de Mai 1994 accompagné d'une facilité de financement compensatoire pour un milliard de dollars au total et qui a servi au rééchelonnement de la dette extérieure au club de Paris et au club de Londres ;
- Un accord de facilité de financement élargie (FFE) de Mai 1995 qui porte sur trois ans et soutient le deuxième rééchelonnement.

La position économique et financière de l'Algérie s'est améliorée entre 1995 et 1997 du fait de l'augmentation du prix de pétrole, ce qui a permis de constituer un niveau important de réserves tel qu'il est présenté ci-dessous¹¹⁵ :

Figure N°13 : Principaux résultats économiques de l'Algérie entre 1990-1999 »



Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de Commission européenne (2003), « Examen de la situation économique des partenaires méditerranéens de l'Union Européenne », consulté le 5/03/2014 à 17h19, URL http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication990_fr.pdf, P31.

¹¹⁴ Selon verniment.net, le stand-by est une lettre de crédit comparable à un crédit documentaire, elle permet de couvrir un flux courant d'opérations commerciales entre un client et un fournisseur pour une encours aux limites prédéfinies dans la lettre d'ouverture de crédit.

¹¹⁵ Commission européenne (2003), « Examen de la situation économique des partenaires méditerranéens de l'Union Européenne », consulté le 5/03/2014 à 17h19, URL http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication990_fr.pdf, P31.

Tel qu'il est présenté dans les graphiques ci-dessus, la situation économique globale de l'Algérie est positive où le PIB est en augmentation et les dettes extérieures en diminution, sauf qu'il y'a eu une déviation vers la fin de 1998 à cause de la chute brutale du prix de pétrole (30%)¹¹⁶ où l'économie a enregistré une baisse du PIB et un déficit budgétaire de (-3,9%).

1.1.5. La période allant de 2000 à 2013

Avec l'augmentation du prix de pétrole, l'Algérie a pu se libérer de sa dette extérieure et de retrouver sa souveraineté financière en 2000. De ce fait, les années 2000-2013 ont été consacrées à la relance de l'économie, et ce par¹¹⁷ :

- Réformes structurelles pour aller vers l'économie de marché où un accord de coopération a été conclu avec l'union européenne en 2005 ;
- La mise en place de deux plans quinquennaux de 2005 et de 2009, consacrés principalement à la construction d'infrastructures de base visant à la modernisation des moyens de transport (réseau ferroviaire, tramway, métro, téléphérique...), et le logement ;
- Adhésion à la ZALE (Zone Arabe de Libre Echange) en 2004 et entrée en vigueur en 2009 ;
- Création du fonds souverain algérien, FNI (Fonds National d'Investissement) en Février 2009, qui finance principalement les entreprises du secteur public¹¹⁸ ;
- Conclusion de (13) accords de coopération en Décembre 2013 avec la France dans différents secteurs, notamment l'industrie, l'énergie solaire et les télécoms¹¹⁹ ;
- Promotion de l'entrepreneuriat privé, et ce par la mise en place de divers dispositifs d'aide et d'orientation à la création d'entreprises dans tous les domaines. Parmi ces dispositifs : régimes d'incitation à l'investissement (ANSEJ, CNAC, ANGEM et

¹¹⁶ BENDERRA Omar (2002), *Economie algérienne 1986-1998 : les réseaux aux commandes de l'Etat* », consulté le 10/03/2014 à 21h51 URL http://www.algeria-watch.org/farticle/analyse/benderra_2002.htm

¹¹⁷ KERNANE Hakima (2012), « *Algérie : Histoire d'un gâchis économique* », Le Matin.dz, publié le 1/09/2012 à 15h40, consulté le 28/02/2014 à 21h14, URL <http://www.lematindz.net/news/9307-algerie-histoire-dun-gachis-economique.html>

¹¹⁸ HADDOUCHE Hassan (2013), « *Le bilan décevant du fonds national d'investissement* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 20 Novembre 2013, N°6465, ISSN 1111-4290, P24.

¹¹⁹ SMATI Said (2013), « *Net progrès sur les dossiers de partenariat* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 18 Décembre 2013, N°6488, ISSN 1111-4290, P10.

ANDI), dispositifs d'aide à l'accès au financement (FGAR, CGCT...), et enfin structures d'appui et d'accompagnement (incubateurs et pépinières d'entreprises).

Passant d'une situation déficitaire entre (1986-1996) à une situation d'excédent à partir de 2002, le pays a commencé à constituer des réserves de changes de plus en plus importantes¹²⁰. Le gouverneur de la banque centrale d'Algérie a précisé en Décembre 2013 qu'elles ont atteint un montant de 191 milliards de dollars fin 2012, réparties en devises étrangères avec 52% en dollar américain, 37% en euro et 9,6% en livre sterling. Leur placement se fait entre dépôts auprès des banques centrales (6%), le reste (94%) se fait à travers des obligations, des bons de trésor et des actifs bénéficiant d'une bonne notation auprès des agences internationales¹²¹. Selon LAKSACI, les obligations et bons de trésor sont répartis sur plusieurs instruments comme suit¹²² :

- 65% sont placés dans des fonds souverains ;
- 12,9% dans des établissements gouvernementaux ;
- 14,2% dans des agences d'établissements supranationaux et internationaux ;
- 6% dans la BRI (Banque des Règlements Internationaux).

Mais juste avant les déclarations du gouverneur de la banque centrale à propos de la politique de placement des réserves de changes, A. MEBTOUL a souligné en Octobre de la même année que 86% de ces réserves sont placés à l'étranger, garantis tant par les états que par le FMI, et elles sont réparties comme suit¹²³ :

- 45% en bons de trésor américains ;
- 45% en obligations européennes à un taux de 3% ;
- 50% qui représentent le reste des monnaies étrangères (le yen et la livre sterling) d'un montant de 9 milliards de dollars, placés en DTS (Droit de Tirage Spéciaux) auprès du FMI y compris le prêt de 5 milliards de dollars, à un taux inférieur à 1% alors que l'inflation mondiale varie entre 2 et 3%.

¹²⁰ ABBAS Mehdi (2011), « *Louverture commerciale de l'Algérie : apports et limites d'une approche en termes d'économie politique du protectionnisme* », Cahier de recherche N°13/2011, France, consulté le 5/03/2014 à 15h16, URL http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/71/75/93/PDF/CR13_Abbas_ouverture-commerciale_sept2011.pdf.

¹²¹ HADDOUCHE Hassan (2013), « *Gestion des réserves de changes : Pas de placement à risque* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 25 Décembre 2013, N°6494, ISSN 1111-4290, P12.

¹²² Idem, P12

¹²³ MEBTOUL Abderrahmane (2013), « *Les placements algériens à l'étranger sont-ils menacés ?* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 30 Octobre 2013, N°6474, ISSN 1111-4290, P6.

Nous remarquons qu'il n'y a pas de consensus par rapport à la politique de placement des réserves de changes algériennes. Ce qui est évident est qu'elles ne sont pas gérées de façon rationnelle qui permet de générer une plus-value importante, puisque d'un coté les taux de rendement qu'elles engendrent varient entre 1% et 3%, ce qui représentent le taux mondial d'inflation, et d'un autre coté aucune part d'entres elles n'est placée en des actifs à risque qui au contraire génèrent plus de rentabilité.

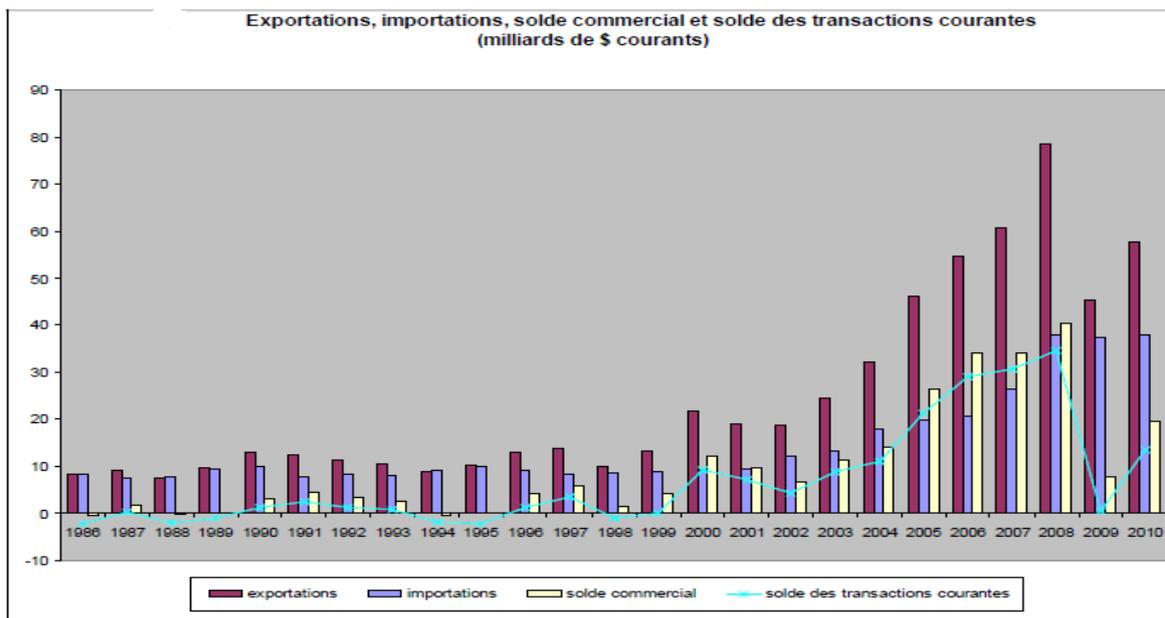
Les résultats des décisions prises en cette période se reflètent sur les données suivantes :

Figure N°14 : Synthèse des principaux résultats économique de l'Algérie

Taux d'ouverture en perspective historique



Source : ABBAS Mehdi (2011), « *Louverture commerciale de l'Algérie : apports et limites d'une approche en termes d'économie politique du protectionnisme* », Cahier de recherche N°13/2011, France, consulté le 5/03/2014 à 15h16, URL http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/71/75/93/PDF/CR13_Abbas_ouverture_commerciale_sept2011.pdf.

Figure N°15: Evolution des importations et exportations algériennes

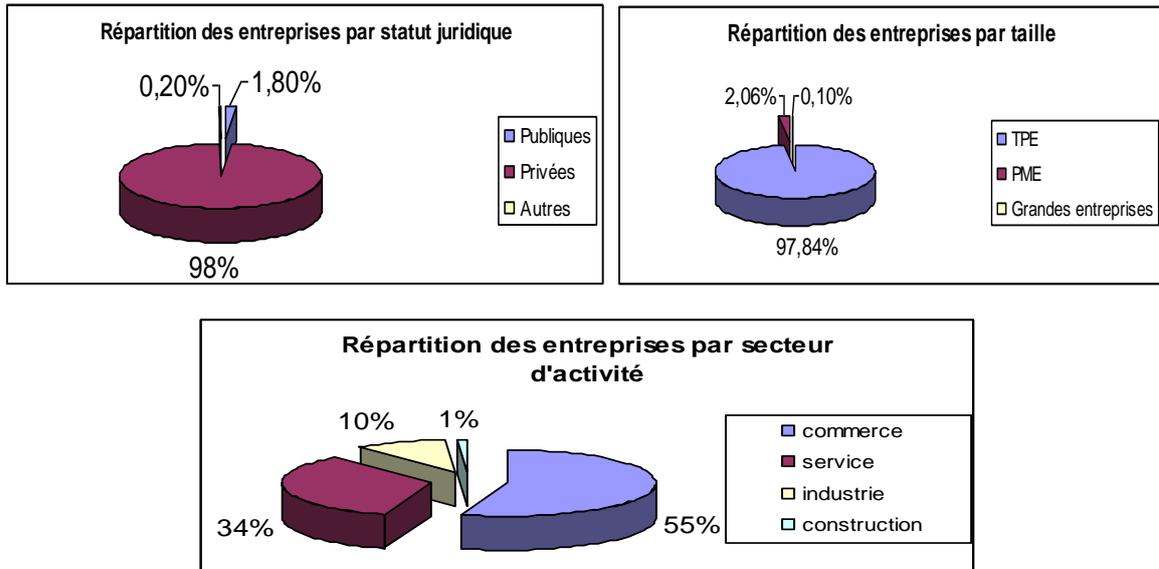
Source : ABBAS Mehdi (2011), « *L'ouverture commerciale de l'Algérie : apports et limites d'une approche en termes d'économie politique du protectionnisme* », Cahier de recherche N°13/2011, France, consulté le 5/03/2014 à 15h16, URL http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/71/75/93/PDF/CR13_Abbas_ouverture-commerciale_sept2011.pdf, P9.

Nous remarquons que depuis son ouverture à l'économie de marché, la situation de l'économie algérienne s'est améliorée tel qu'il est présenté dans les graphes si dessus. D'après le premier graphique le degré d'ouverture de l'économie algérienne s'est accentué vers les années 1988 où le commerce extérieur a été libéré. Quant aux baisses enregistrées en 1999 et 2001, elles sont principalement dues à la situation sécuritaire du pays ainsi qu'à l'arrêt des réformes décidé par les pouvoirs publics respectivement. Cette ouverture se reflète clairement sur le niveau de transactions avec le reste du monde dont les importations et exportations ont eu une tendance à la hausse depuis 2002-2003. La baisse enregistrée en 2008 n'est que la conséquence des répercussions de la crise mondiale de 2007.

Après avoir présenté l'évolution de l'économie algérienne depuis 1962, nous exposons ci-après l'aboutissement de toutes les décisions qui ont été prises et qui se reflètent principalement sur la composition du tissu économique algérien en 2011 comme suit¹²⁴ :

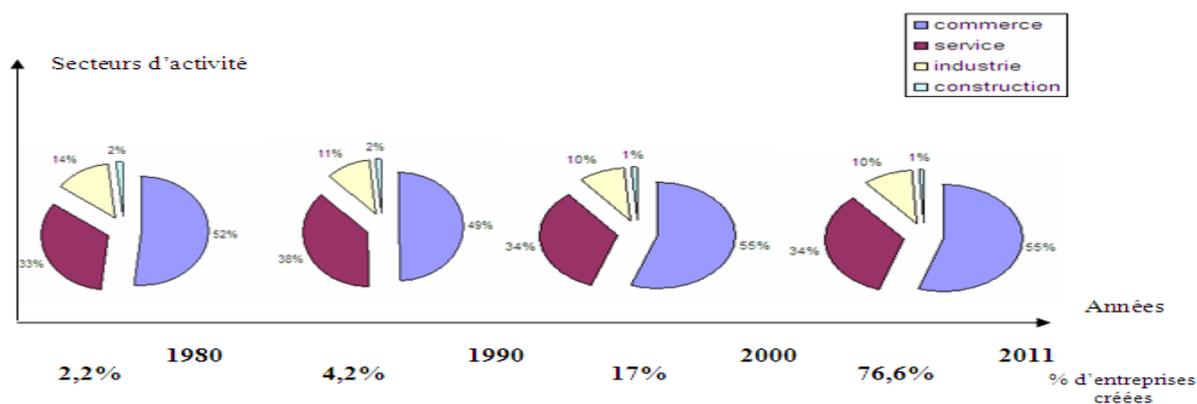
¹²⁴ ONS (2012), « *Premier recensement économique 2011 : Résultats définitifs de la première phase* », Collection statistique N°172/2012, série E : Statistiques économiques N°69

Figure N°16 : Composition du tissu économique algérien en 2011



Sources : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de ONS (2012), « *Premier recensement économique 2011 : Résultats définitifs de la première phase* », Collection statistique N°172/2012, série E : Statistiques économiques N°69

La domination des entreprises issues du secteurs privés ainsi que le faible poids des entreprises en terme de taille, dont près de 97% d'entre elles sont des TPE, expliquent clairement la vulnérabilité de l'économie algérienne. Celle-ci est en situation critique par rapport à la diversification des secteurs d'activité, nous remarquons que le poids de l'industrie est très faible alors que depuis l'indépendance du pays, la politique d'industrialisation était prioritaire. Le problème de l'entreprise algérienne que ce soit en quantité ou en qualité (statut juridique et/ou secteur d'activité) peut résulter du faible rythme de création d'entreprises chaque année. Le schéma suivant exhibe l'évolution du rythme de création d'entreprises en Algérie ainsi que les secteur d'activité qui leur correspondent :

Figure N°17 : Rythme de création d'entreprises en Algérie

Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de ONS (2012), « Premier recensement économique 2011 : Résultats définitifs de la première phase », Collection statistique N°172/2012, série E : Statistiques économiques N°69

Nous remarquons que le rythme de création d'entreprises en Algérie est très faible où seulement 2,2% des entreprises activant en 2011 ont été créées avant 1980, et il ne s'est accéléré qu'en début des années 2000 avec 76,6% d'entreprises créées. De plus, le secteur économique dominant est resté le même, le commerce. En dépit des caractéristiques de l'économie algérienne, indépendance vis-à-vis des hydrocarbures avec un tissu économique dominé par les TPE, le marché financier national se trouve devant l'obligation de s'y conformer. Ce dernier est considéré comme étant naissant alors qu'il a été mis en fonction en 1997.

1.2. Etat des lieux du marché financier algérien

Depuis sa création en 1997, le marché boursier algérien souffre d'une léthargie qui a duré plusieurs années et qui demeure jusqu'aujourd'hui¹²⁵. Sa taille actuelle, dont la capitalisation boursière est de 190 millions de dinars¹²⁶ jugée peu reluisante, ne reflète pas l'ampleur de l'économie algérienne. En outre, le marché boursier algérien n'avait jamais joué le rôle de financement de l'économie nationale, puisque depuis 1966 les projets d'investissement ont été financés et par les recettes des hydrocarbures et par les dettes

¹²⁵ KHRIS Badreddine (2013), « Huit entreprises candidates à une introduction en bourse », Le journal quotidien LIBERTE du 7/11/2013, N°6454, ISSN 1111-4290, P6.

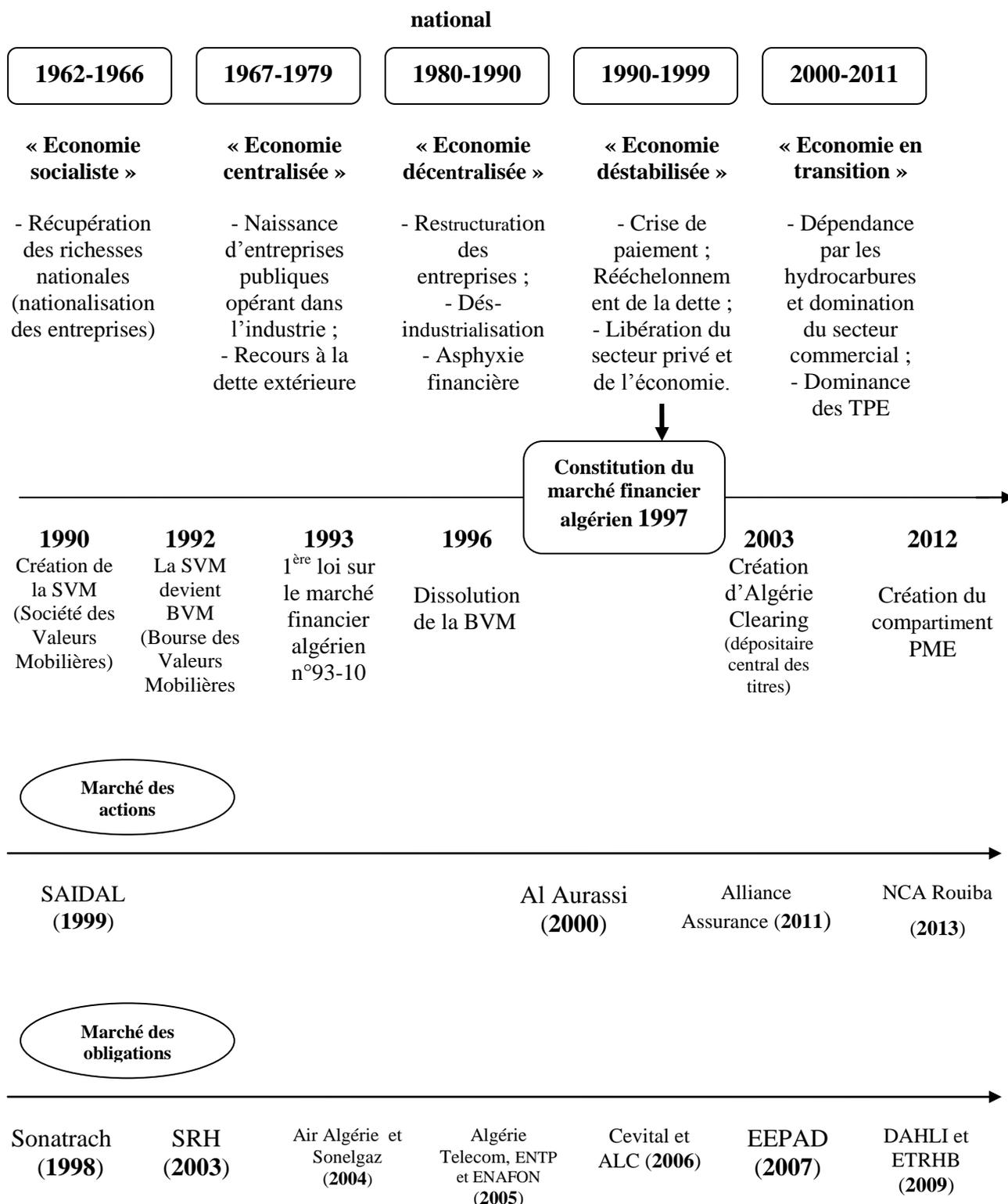
¹²⁶ HADDOUCHE Hassan (2013), « La bourse d'Alger veut grandir vite », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 4/12/2013, N°6477, ISSN 1111-4290, P15.

extérieures. De plus, aujourd'hui le financement est supporté par les banques, le budget de l'Etat et par le recours aux avoirs du fonds de régulation des recettes¹²⁷.

Nous synthétisons ci-dessous l'évolution de l'économie algérienne et en parallèle nous mettons l'accent sur le retard de l'avènement de la bourse d'Alger (SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs) d'un côté et surtout sur léthargie de ses activités qui se reflète sur le nombre très limité des entreprises qui y sont cotées d'un autre côté.

¹²⁷ Idem, P15.

Figure N° 18 : Incohérence entre l'économie algérienne et la taille du marché financier national



Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de la synthèse de l'évolution de l'économie algérienne et des entretiens au niveau de la COSOB.

L'Algérie a connu plusieurs systèmes de gestion économique, socialisme, centralisation, décentralisation et enfin transition vers l'économie de marché. Ces transformations révèlent l'incapacité des pouvoirs publics de définir une stratégie de développement permettant de dégager des surplus financiers pour financer les projets d'investissement. Ceux-ci ont été principalement financés par des dettes extérieures, alors qu'il a fallu diversifier les sources de financement, autres que les banques. La création de la bourse d'Alger n'a vu le jour qu'après avoir signé les accords de rééchelonnement de la dette extérieure algérienne, depuis et jusqu'à l'heure actuelle elle est en stagnation. La volonté de redynamiser cette entité n'a suscité les pouvoirs publics qu'à la fin de l'année écoulée, 2013, mais cet objectif ne peut être atteint sans la contribution des autres acteurs, principalement les chercheurs.

2. Le marché financier algérien sur le plan académique

Les recherches algériennes portant sur les marchés financiers auxquelles nous nous sommes référées sont celles publiées sur la revue algérienne dite cahier du CREAD (Centre de Recherche en Economie Appliquée pour le développement). Parmi les principales raisons de notre choix :

- Dans le but de suivre la tendance de ce chapitre où nous avons présenté l'évolution des recherches scientifiques qui ont contribué fortement à l'amélioration de l'efficacité de ce type de marchés. Ces recherches ont été publiées dans des revues de renommée et dont la plupart d'entre elles ont valu à leurs auteurs des prix Nobel ;
- Les chercheurs du CREAD travaillent en collaboration avec la sphère économique (les entreprises, institutions, administrations publiques...), ce qui donne plus de crédibilité quant à leurs résultats.

Le marché financier algérien souffre d'une double défaillance, la première en terme d'activité, à peine quatre entreprises cotées, et la seconde concerne les recherches scientifiques publiées par le CREAD qui prouvent un faible intérêt à ce sujet. Les recherches que nous avons pu trouver n'ont malheureusement pas soulevé, traité ou étudié les principaux problèmes qui freinent le développement de cette entité qui est considérée comme encore naissante alors que ça fait (17) ans qu'elle est mise en fonction. A titre

synthétique, les recherches algériennes sur les marchés financiers en général et le marché boursier algérien en particulier avaient pour objet :

- L'analyse des caractéristiques et rôle du marché boursier marocain dans le développement économique du pays où un ensemble de points forts et points faibles ont été repérés après avoir évalué l'entité en question. Cette recherche a été publiée en 1997¹²⁸ ;
- Une autre recherche, publiée en 2005, a tenté d'appliquer un modèle de gestion de portefeuilles d'actifs financiers, modèle flou introduit par le mathématicien ZADEH Lotfi (1960), au marché financier algérien, mais il s'est avéré que celui-ci ne réunit pas les hypothèses de base du modèle en question, à savoir la rationalité des investisseurs, l'aversion au risque, homogénéité des anticipations, la divisibilité parfaite des titres¹²⁹ ...etc. ;
- Une autre récente recherche publiée en 2012, a avancé de façon générale ce que doit faire chaque acteur de l'écosystème du marché financier algérien. De ce fait, l'auteur a indiqué que le dépositaire central de titres (Algérie Clearing) doit déterminer le système de cotation ainsi que la forme des valeurs mobilières (matérialisée ou dématérialisée) quant à la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), celle-ci doit s'orienter vers la promotion du marché boursier¹³⁰.

3. Cadre méthodologique

L'objectif de notre travail est d'expliquer les disproportions qui existent entre les pays en termes de marchés financiers, et ce pour préciser et analyser les raisons qui ont fait que ce type de marchés peinent à se développer en Algérie. Cependant, afin de proposer une feuille de route pour le développement du marché financier algérien nous commençons en premier lieu par une comparaison entre les marchés financiers mondiaux, pays développés,

¹²⁸ DJEBBAR Mahfoud (1997), « *Marchés financiers émergents : Cas de la bourse de Casablanca* », Cahier du CREAD n°41, 3^{ème} trimestre de 1997, Pages [55-76]

¹²⁹ FERHI Mohamed (2005), « *L'optimisation de portefeuilles par la logique floue et son application au marché financier algérien* », Cahier du CREAD n°72, Pages [125-149]

¹³⁰ KOUDRI Ahmed (2012), « *Le marché financier algérien : situation et perspectives* », Cahier du CREAD N°101, pages [5-20]

émergents et en développement, où nous mettrons l'accent sur les facteurs clés de succès de chacun d'eux. Ensuite, nous effectuons un diagnostic global de l'environnement du marché financier algérien pour finir avec une architecture de développement de ce dernier tout en prenant en compte toutes les composantes de son écosystème. De cet effet, la démarche méthodologique dans laquelle s'inscrit notre étude est la suivante :

- Le positionnement épistémologique : puisque nous visons à construire une architecture de développement du marché financier algérien, le positionnement correspondant est le constructivisme, celui-ci implique l'interprétation des faits (terrain) et construction d'une réalité non objective¹³¹ ;
- La méthode de la recherche est inductive, ce qui consiste à observer des faits sur le terrain et conduit à une théorisation de ces derniers (établissements des lois qui régissent des faits du même ordre)¹³² ;
- Cadre de la recherche : notre étude est participative car selon ce cadre de recherche le chercheur n'est pas employé dans l'organisation objet de l'étude mais il participe à la conception d'outils, méthodes permettant l'amélioration de sa gestion¹³³ ;
- Les outils de la recherche : nous avons utilisé des entretiens avec tous les établissements et organisations ayant lien direct ou indirect avec notre étude. Le guide d'entretien est présenté en détails dans la partie annexes ;
- Le plan de la recherche est un plan dialectique car nous avons confronté plusieurs points de vue afin de dégager les meilleures solutions possibles.

Conclusion Chapitre (2)

Les marchés financiers se développent en général grâce à la croissance des activités économiques d'un côté et de la contribution des chercheurs par leurs modèles et techniques pratiques d'un autre côté. Ceci n'est pas le cas pour l'Algérie, avec d'un côté une économie vulnérable, dépendance de la rente pétrolière et dominance des TPE à caractère familiale, et d'un autre côté un faible intérêt exprimé par les chercheurs algérien en matière de marché financier, qui s'explique par le peu d'études et recherches publiées dans ce sens.

¹³¹ ALDO Levy & CONSTANT Anne Sophie (2012), « Réussir mémoire et thèse », édition Lextenso, 4^{ème} édition, Paris, P77.

¹³² Idem P78.

¹³³ Idem P82.

Dans le but de proposer des actions concrètes pour la redynamisation du marché boursier algérien, nous avons jugé nécessaire d'analyser les principaux facteurs contribuant à la réussite des leaders mondiaux en ces marchés et même des pays ayant réussi leur activité boursière dès son lancement.

Conclusion Partie (1)

La synthèse sur la genèse des marchés financiers nous a permis de conclure que les besoins croissants en financement des agents économiques ont impulsé l'émergence de ce type de marchés. Ces derniers n'ont pu être ce qu'ils sont aujourd'hui que grâce à deux principaux facteurs, à savoir :

- Sur le plan pratique : l'activité économique ainsi que les nouvelles technologies de l'information et de la communication ;
- Sur le plan théorique : les recherches académiques.

A l'ère de la mondialisation, les échanges entre pays se sont multipliés ce qui a entraîné des crises de différentes natures (économiques, financières ...etc) dont la plus aigüe est celle de 1929. Ces crises ont poussé les gouvernements à mettre en place des organes de régulation et de contrôle des marchés financiers.

En revanche, l'analyse de la situation de l'Algérie en termes de marché financier et en rapport avec ces principaux facteurs, a révélé que le marché financier algérien souffre d'une double défaillance. La première réside en la nature de l'économie nationale « administrée » et masquée par la rente. Quant à la seconde elle concerne les recherches publiées par le CREAD ce qui prouve un faible intérêt accordé à ce sujet.

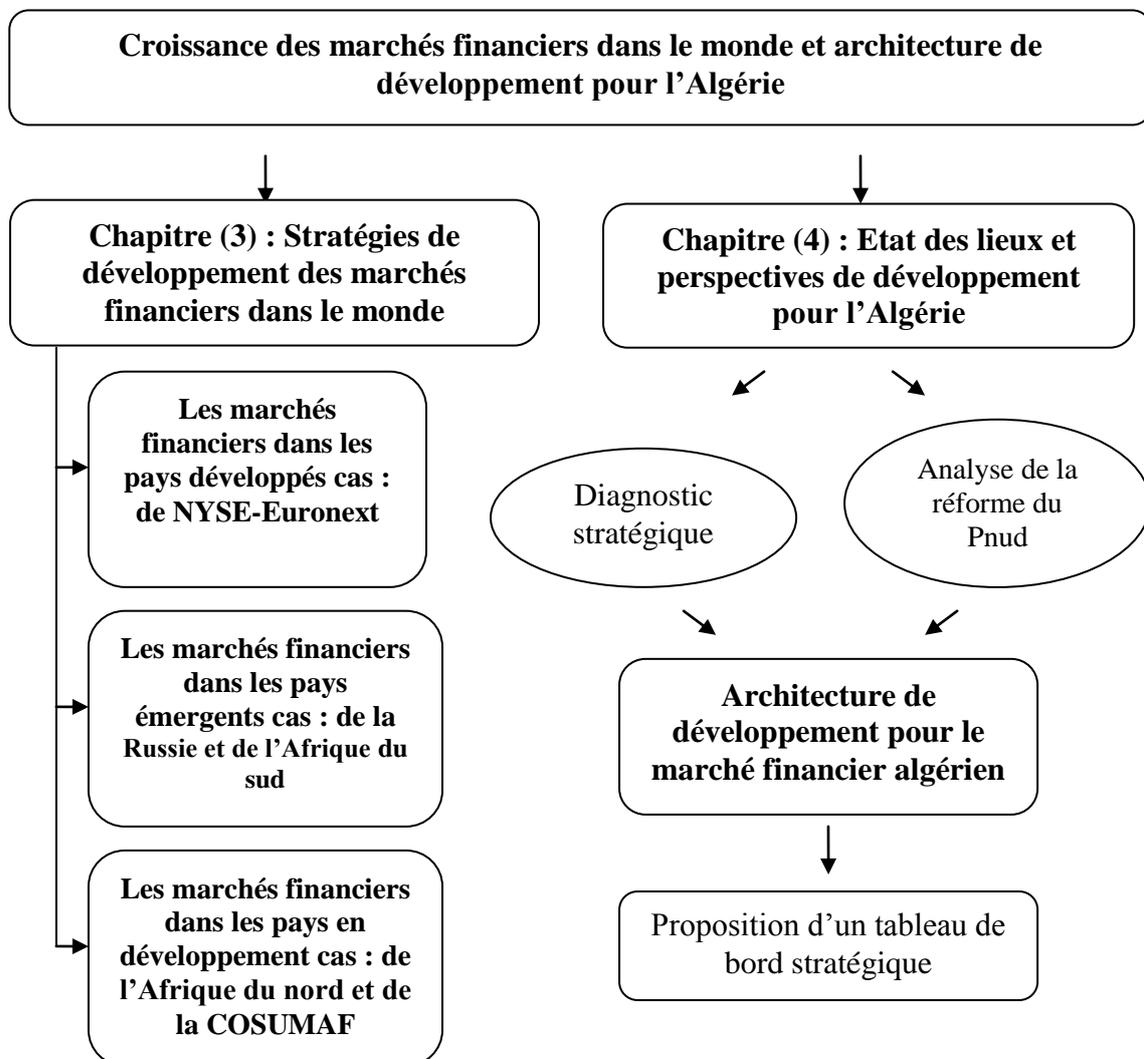
Afin de combler les défaillances citées ci-dessus, nous étudierons les principaux facteurs clés de succès des pays où les marchés financiers ont enregistré une croissance remarquable, et ce pour en tirer les bonnes pratiques et les appliquer au marché financier algérien.

PARTIE (2)

CROISSANCE DES MARCHES FINANCIERS DANS LE MONDE ET ARCHITECTURE DE DEVELOPPEMENT POUR L'ALGERIE

Introduction Partie (2)

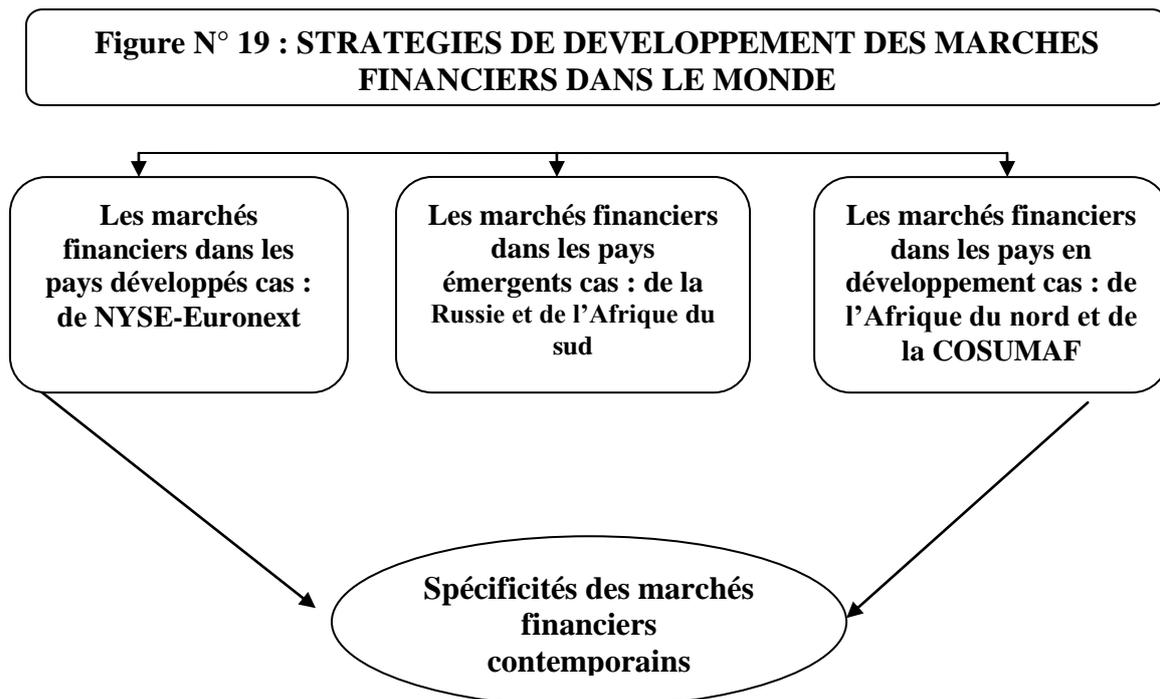
Depuis sa création, 1997, le marché financier algérien souffre d'une léthargie qui a duré plusieurs années et qui demeure jusqu'à l'heure actuelle. Sa taille, 190 millions de dollars de capitalisation boursière, est jugée très faible et ne reflète pas l'ampleur de l'économie nationale. Afin d'expliquer les causes qui ont freiné le développement du marché financier algérien, nous nous sommes intéressés à l'analyse de toutes les composantes de l'environnement dans lequel opère ce marché, mais avant cette analyse nous avons effectué une brève comparaison entre les marchés financiers des pays développés, émergents et en voie de développement. Le schéma ci-après synthétise la structuration de la présente partie :



CHAPITRE (3)
STRATEGIES DE DEVELOPPEMENT
DES MARCHES FINANCIERS DANS
LE MONDE

Introduction chapitre 3

Dans le but d'expliquer les disproportions qui existent entre les pays en terme de marchés financiers d'un coté, ainsi que de tirer les bons enseignements des meilleurs pratiques, fonctionnement, organisation et avantages des pays ayant des marchés financiers en croissance remarquable, le présent chapitre s'inscrit dans une approche comparative entre les pays : développés, émergents et en voie de développement. Tel qu'il est synthétisé sur le schéma ci-après, nous présenterons en premier lieu les marchés financiers leader au monde NYSE et Euronext tout en revenant sur leur institution avant qu'ils se fusionnent. En second lieu nous analyserons les circonstances qui ont fait des pays émergents ce qu'ils le sont aujourd'hui. Ensuite nous délimiterons les principaux efforts fournis par les pays africains pour redynamiser leurs marchés financiers et enfin nous mettrons en relief les principales spécificités des marchés financiers contemporains.



Source : Elaboré par nous-mêmes.

1. Les marchés financiers dans les pays développés

Les marchés financiers ont connu dans la plupart des pays développés, à l'instar des Etats-Unis et de la France, un essor rapide et important dans les années 1970 et 1990 après avoir occupé une place mineure dans le financement de l'économie vers 1914¹³⁴.

Dans le but d'étudier comment les économies développées sont, de nos jours, dominées par les marchés financiers nous avons choisi de mettre l'accent sur les bourses de New York et celle de Paris. Cependant, nous présenterons en premier lieu une synthèse de leur évolution pour ensuite souligner leur principal enjeu d'expansion et de développement, et enfin nous synthétisons leurs principaux facteurs clés de succès.

Mais avant de présenter ces trois points, il est bel et bien important de justifier notre choix. La France et les Etats-Unis n'ont certes pas le même poids économique mais leur croissance est favorable au développement de leurs marchés financiers, or leur contexte financier est plutôt instable et spéculatif¹³⁵ qui s'est accentué en 2007 et conduisant à une crise sans précédent. En outre, ces deux pays ont triomphé une fusion inédite de leurs marchés boursiers donnant naissance à NYSE-Euronext qui est la plus large bourse internationale du monde en terme de capitalisation boursière évaluée à 18 000 milliards de dollars en 2013¹³⁶. De ce fait, une telle réussite mérite d'être étudiée afin de tirer des enseignements, mais il existe d'autres raisons justifiant notre choix, à savoir¹³⁷ :

- La bourse de New York et celle de Paris ont des similitudes institutionnelles mais des évolutions divergentes malgré cela elles se sont fusionnées ;
- La comparaison en terme de microstructure est intéressante mais moins connue par rapport au rôle de celle-ci dans l'efficience des marchés financiers en général et de NYSE-EURONEXT en particulier, qui est d'ailleurs l'élément clé de leur réussite.

¹³⁴ HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), « *Finance et économie réelle : les marchés financiers français une perspective historique* » Cahiers français N°361

¹³⁵ LAURE Quennouille-Corre (2012), « *Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920* », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054, P56.

¹³⁶ ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « *NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse* »

¹³⁷ (LAURE Quennouille-Corre 2012, Op. Cit, p.57)

1.1. Evolution de la bourse de Paris et de New York

Les marchés boursiers d'avant 1914 offraient un cadre réglementé et public pour les échanges de capitaux¹³⁸. A cette époque les Etats-Unis sont devenus le refuge des capitaux européens d'autant que New York est la seule place sur laquelle les échanges de titres sont libres¹³⁹. En 1920, tandis que les Etats-Unis deviennent le premier pays créancier, où New York profite du retour des valeurs américaines détenues en Europe, la France était un pays débiteur dont le marché financier ne jouait qu'un rôle marginal dans l'économie française. Cependant, la part d'émission de titres dans le financement des entreprises françaises est passée de 22% entre 1901 et 1914 à 39% entre 1913 et 1928¹⁴⁰.

Dans les années 1970, les marchés financiers américains et français ont connu une progression rapide¹⁴¹, et ce grâce à la croissance régulière de leur économie ainsi qu'à l'avènement des nouvelles technologies de l'information et de communication vers 1990¹⁴². Aujourd'hui les marchés financiers en général, et ceux de New York et de la France en particulier, opèrent dans un environnement de plus en plus opaque du fait notamment de la transnationalisation des investisseurs et des émetteurs¹⁴³.

Dans la partie « annexes »¹⁴⁴ est présentée une synthèse de l'évolution chronologique des marchés boursiers new-yorkais et français dont nous avons mis l'accent sur la structure et la réglementation des deux marchés. Cependant, il est important de rappeler que ces deux marchés sont nés d'une nécessité économique et sont fondés sur des statuts différents mais avaient le même but ; assurer le monopole des opérations sur les titres financiers. Mais ce monopole s'est vu disparaître avec l'émergence de la concurrence entre ces marchés, notamment par le développement des plateformes électroniques.

¹³⁸ HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), « *Finance et économie réelle : les marchés financiers français une perspective historique* » Cahiers français N°361, consulté le 14/03/2014 à 21h47

¹³⁹ LAURE Quennouille-Corre (2012), « *Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920* », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054, P55

¹⁴⁰ Idem P56.

¹⁴¹ HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), Op.Cit

¹⁴² LAURE Quennouille-Corre, 2012, Op. Cit, p.55

¹⁴³ HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), Op.Cit

¹⁴⁴ Page V.

A leur création, les bourses de Paris et celle de New York avaient pour but la détention du monopole de gestion des opérations liées à la négociation des titres financiers, mais elles se sont vues concurrencer par des marchés de parallèle qui les ont soumis à des contraintes de coût et donc de liquidité du marché. Cependant, selon les estimations de 2006 les coûts de cotation des titres financiers aux Etats-Unis ont globalement doublé après la mise en œuvre de la loi Sarbanes-Oxley de 2002¹⁴⁵, du côté de la France, en la même année, l'examen de la structure de la cote a montré un déficit du nombre de PME cotées sur l'Alternext ainsi qu'une faiblesse de l'actionnariat direct puisque l'épargne était principalement dirigée vers l'immobilier et l'assurance vie¹⁴⁶. De ce fait, selon la règle de meilleure exécution, qui permet aux investisseurs de trouver une contrepartie à leurs ordres et aux émetteurs de réduire leur coût du capital, NYSE et Euronext, pour améliorer leur performance en terme d'économie d'échelle et donc de liquidité, se sont entendus en 2007 sur le projet de fusion de leurs plateformes de cotation et de négociation des titres financiers.

Donc, il est clair que les deux bourses avaient des divergences institutionnelles lors de leur création, mais à l'ère de la globalisation financière elles convergeaient en terme de règles règlementaires, établissement et promotion de la concurrence entre marchés boursiers par l'émergence de systèmes électroniques de cotation et de négociation de titres financiers, et organisationnelles (microstructure). Ce dernier point sera étudié en détail dans la section suivante puisqu'il constitue le principal enjeu du développement de NYSE-Euronext.

1.2. La microstructure : Principal enjeu de développement de NYSE-Euronext

Comme nous l'avons précisé dans le chapitre précédent, la recherche scientifique a toujours été au service de la pratique, elle la nourrit par des modèles, approches et méthodes qui lui ouvrent de nouvelles perspectives d'amélioration et de développement de ses performances et même de lui envisager des solutions aux problèmes qu'elle rencontre.

La recherche sur les marchés financiers a connu un essor depuis les années cinquante du siècle dernier. Depuis, elle a évolué où l'objet d'étude est passé de l'investisseur à

¹⁴⁵ Idem P31.

¹⁴⁶ Idem P22.

l'organisation ou plus communément la microstructure des marchés boursiers dans les années 2000. La question de microstructure des marchés financiers a été amorcée par les travaux pionniers des auteurs L.Neal et L.Davis qui ont effectué une étude comparative des bourses de New York, Paris et Londres dans la période d'avant 1914. Ils ont étudié les effets des différentes règles de fonctionnement des marchés boursiers sur le développement de ces trois bourses, les variables sur lesquelles ils se sont basées pour définir ces règles sont¹⁴⁷ :

- Le montant des droits de propriété ;
- Nombre de membres de bourse ;
- Taux des commissions ;
- Relations avec les autres bourses ;
- Fixation des cours.

Le terme microstructure est souvent utilisé de manière vague, mais il recouvre l'ensemble de règles, organisation et pratiques qui définissent : les méthodes de cotation, de négociation, de livraison des titres et enfin de fixation des cours¹⁴⁸.

A l'issue de leur étude, Neal & Davis ont conclu qu'en dépit de règles de fonctionnement « différentes » des trois bourses objet d'étude, celles-ci ont rempli leur rôle d'accompagnement de la croissance¹⁴⁹. Or, ces conclusions ont été tirées sur la base d'une étude menée sur la période d'avant 1914 qui a coïncidé avec les deux premières révolutions industrielles, où la croissance économique était favorable au développement des marchés boursiers, ce qui représente sans doute une caractérisation un peu trompeuse pour évaluer le poids ainsi que l'influence des microstructures sur le fonctionnement des marchés boursiers.

A l'ère de la globalisation financière, où la concurrence entre marchés boursiers s'accroît, la spéculation s'accélère et les scandales boursiers se multiplient, la structure des marchés boursiers peut être mise en danger. De ce fait, la question liée à la définition de la meilleure organisation des marchés boursiers devient de plus en plus cruciale.

¹⁴⁷ LAURE Quennouille-Corre (2012), « *Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920* », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054, P54.

¹⁴⁸ Idem.

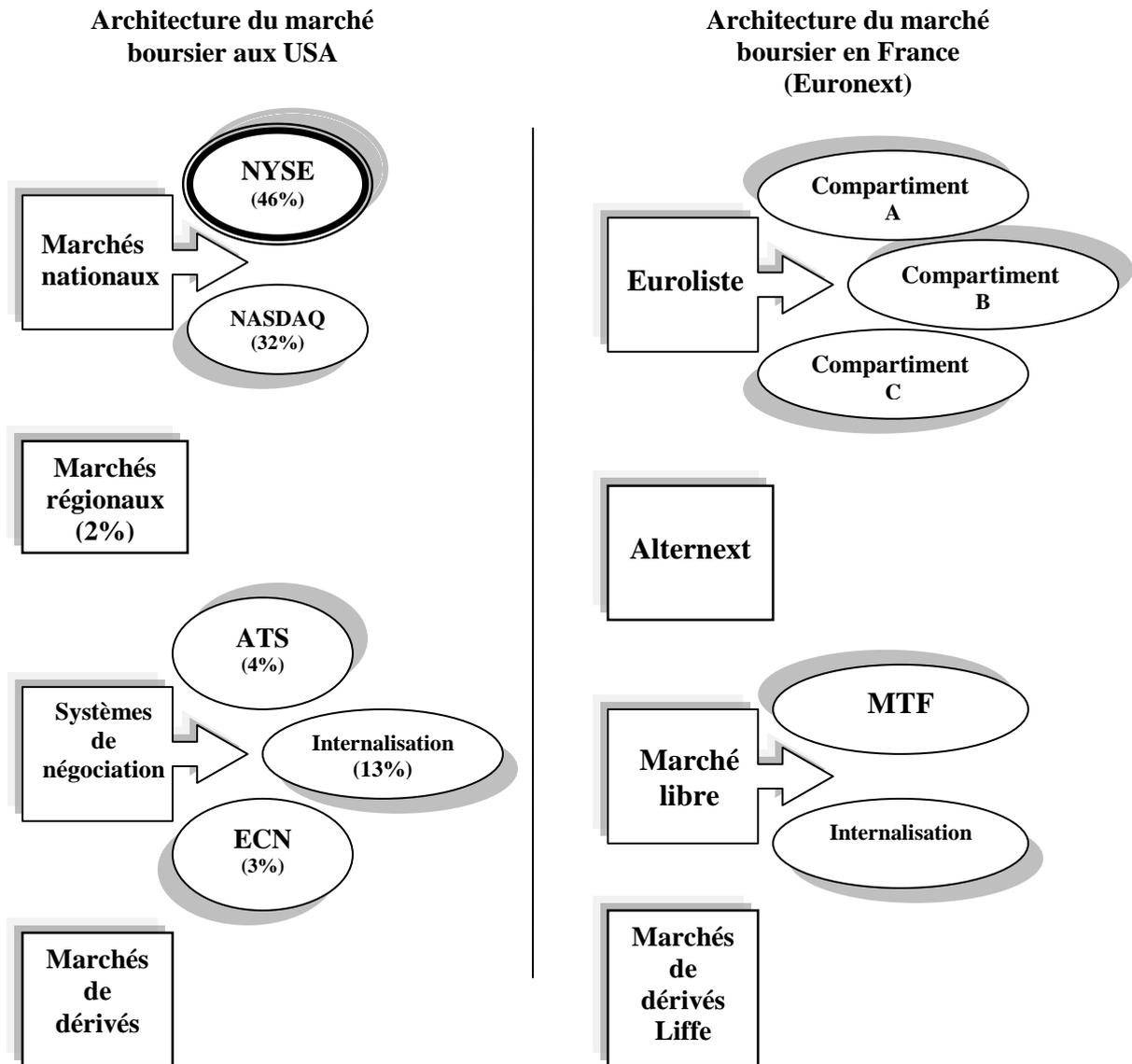
¹⁴⁹ Idem P55.

Cette partie a pour but de faire preuve de l'importance de la microstructure dans l'amélioration de la performance des marchés boursiers new-yorkais et parisien, ce qui a fait du groupe NYSE-Euronext un leader mondial. De ce fait, nous présenterons en premier lieu une schématisation générale de l'architecture des marchés financiers aux Etats-Unis ainsi qu'en France avant la fusion de NYSE et Euronext, ensuite nous synthétisons les principales incitations à cette opération et enfin nous mettrons l'accent sur l'atout fondamental du développement du groupe NYSE-Euronext.

1.2.1. La situation de NYSE-Euronext avant fusion

La principale différence entre les marchés financiers américains et français concerne les lieux de listage et de négociation des actifs financiers. En France ces lieux sont unifiés par contre aux Etats-Unis ils sont répartis comme le synthétise le schéma ci-après :

Figure N°20 : Architecture des marchés boursiers américains et français, 2^{ème} trimestre 2005



Source : Elaboré par nous-mêmes en s'inspirant de la synthèse présentée précédemment.

1.2.1.1. La structuration du marché financier français

En France la cotation et l'échange de titres financiers sont concentrés en une seule entreprise de marché paneuropéenne, Euronext, qui est un groupe mondial de gestion des places boursières, créée en 2000 dans le but de réduire les coûts liés à la négociation des

titres financiers¹⁵⁰. La migration de ses quatre marchés d'actions ainsi que ses cinq marchés de dérivés lui a permis de réaliser des économies d'échelle considérables. Avant sa fusion avec le NYSE elle avait un modèle de marché ouvert et fédéral fondé sur¹⁵¹ :

- Une plateforme de négociation centrale ;
- Décentralisation des centres de décision ;
- Séparation des activités de négociation, de compensation et de règlement-livraison (modèle d'intégration horizontale) ;
- Une technologie externalisée ;
- Un cadre réglementaire local.

L'autorité de régulation du marché, l'AMF, a compartimenté le marché financier français en 2005 en les marchés suivants :

- a). **Euroliste**¹⁵² : est le marché réglementé d'Euronext où sont cotées les plus grosses entreprises. Les valeurs qui y sont admises sont classées en fonction de leur capitalisation boursière ce qui donne trois groupes :
- Le compartiment A : contient les valeurs blue chips dont la capitalisation boursière est supérieure à un milliard d'euros ;
 - Le compartiment B : pour les valeurs moyennes où la capitalisation boursière est comprise entre 150 millions d'euros et un milliard d'euros ;
 - Le compartiment C : comporte les plus petites valeurs ayant une capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros.
- b). **Alternext**¹⁵³ : lancé par Euronext en mai 2005 pour accueillir les PME souhaitant lever des capitaux sur la zone euro, avec une capitalisation boursière comprise entre 10 et 90 millions d'euros, tout en bénéficiant d'une procédure de cotation simplifiée. Alternext vise à abriter les PME désirant faire appel public à l'épargne mais qui

¹⁵⁰ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P8

¹⁵¹ Idem P56.

¹⁵² FORNUNEO Banque, « *La structure des marchés français* », consulté le 12/04/2014 à 18h37 URL <http://www.fortuneo.fr/fr/aide/structure-marches.jsp>

¹⁵³ Banque de France (2012), « *Le marché Alternext* », direction des entreprises –référentiel des financements des entreprises-, Fiche N°231 version 31/05/2012, consulté le 29/04/2014 à 10h57 URL : http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/fiche_231-BDF-Marche-Alternext.pdf

estiment ne pas remplir les conditions nécessaires à une inscription sur le marché réglementé (Eurolist) ou celles ayant fait un placement privé préalable (admission au marché sans offre au public ou admission directe). Ce marché est régulé par un corps de règles définies par Euronext, mais non réglementé au sens de contrôle de l'ensemble des intervenants sur ce marché par l'autorité de régulation, mais celle-ci intervient lors de l'octroi du visa aux PME souhaitant se faire coter sur Alternext en cas d'appel public à l'épargne mais dans les opérations d'admission directe c'est au listing sponsor¹⁵⁴ de les accompagner.

c). Le marché libre : créé en 1996, s'adresse principalement aux entreprises françaises et étrangères jeunes ou de très petite taille dont la capitalisation boursière est inférieure à 25 millions d'euros¹⁵⁵. Il s'y trouve des systèmes de négociation de titres appelés MTF (Multilateral Trading Facilities) tel que CHI-X ou Tradegate, ainsi que des plateformes d'internalisation des ordres gérés par les banques¹⁵⁶. Ce marché est non réglementé et peu contrôlé par les régulateurs, ses règles de fonctionnement sont fixées par Euronext. Ce marché bénéficie de la même plateforme de négociation utilisée sur Euroliste mais les opérations de règlement-livraison n'ont pas la garantie de la chambre de compensation centralisée du marché réglementé. L'admission à la cote de ce marché est effectuée sous la responsabilité d'un intermédiaire. En outre, l'accès à ce marché est sans aucune obligation, par exemple le pourcentage de titres à émettre. Les informations rendues publiques par les entreprises qui y sont cotées sont succinctes¹⁵⁷.

d). Le marché de produits dérivés (le Liffe) : London International Financial Futures & operation Exchange est le marché britannique à terme, il a fusionné avec Euronext en 2002 et devient son principal actionnaire.

¹⁵⁴ Le listing sponsor est un spécialiste financier chargé d'accompagner les PME tout au long de leur processus d'introduction en bourse. Il les aide et conseille lors des premières démarches d'accès au marché, ensuite il suit leur évolution.

¹⁵⁵ Banque de France (2012), « *Le marché libre* », direction des entreprises –référentiel des financements des entreprises-, Fiche N°232 version 01/03/2012, consulté le 05/05/2014 à 19h13 URL : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/fiche_232-BDF-Marche-libre.pdf

¹⁵⁶ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P38.

¹⁵⁷ Banque de France (2012), « *Le marché libre* », direction des entreprises –référentiel des financements des entreprises-, Fiche N°232 version 01/03/2012, consulté le 05/05/2014 à 19h13 URL : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/fiche_232-BDF-Marche-libre.pdf

1.2.1.2. La structuration du marché financier américain

Les Etats-Unis comptent plusieurs bourses activant dans les marchés des actions/obligations et de produits dérivés comme suit :

a). Les marchés nationaux : comportent deux principaux marchés :

- Le NYSE : (New York Stock Exchange) appelé communément Wall Street, est la première bourse mondiale sur le marché des actions. Il dispose d'une attractivité et d'un rayonnement international incomparable et accueille les plus grandes entreprises américaines et internationales les plus prestigieuses¹⁵⁸.
- Le NASDAQ : (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) créé en 1791, il est le deuxième marché d'actions des Etats-Unis derrière le NYSE. Le NASDAQ accueille les entreprises technologiques et de croissance, composé principalement de PME. Il appartient depuis 2008 au groupe boursier OMX-Nasdaq¹⁵⁹.
- AMEX : l'American Stock Exchange est le marché où sont négociées les petites valeurs, les entreprises qui y sont cotées bénéficient de règles plus souples que les grandes capitalisations sur les autres marchés et sont majoritairement canadiennes¹⁶⁰.

b). Les marchés régionaux : ils sont répartis comme suit¹⁶¹ :

- Boston Stock Exchange ;
- Chicago Stock Exchange ;
- National Stock Exchange ;
- Pacific Stock Exchange ;
- Philadelphia Stock Exchange.

¹⁵⁸ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P57.

¹⁵⁹ BINCKER.fr (2013), « *Les principales bourses mondiales* », consulté le 13/05/2014 à 23h17 URL <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/les-principales-bourses-mondiales>

¹⁶⁰ Idem.

¹⁶¹ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P33.

- c). Les marchés de gré à gré (les systèmes de négociation) :** appelés aussi OTC (Over The Counter) ou the third market, ces marchés sont développés pour des questions de confidentialité, de rapidité d'exécution des ordres et de coûts. Sur ce marché il y'a deux principaux systèmes de négociation, ATS (Alternative Trading System) et ECN (Electronic Communication Network) gérés par des dealers (qui ne sont membres d'aucun marché) et brokers (qui est un marché de crossing). A coté des dealers et brokers il existe deux autres types de marchés qui utilisent les mêmes plateformes de crossing, sur le premier se font les transactions d'internalisation (in house matching) et le second qualifié de « the fourth market » concerne les transactions de blocs¹⁶².
- d). Les marchés des dérivés :** le CME (Chicago Mercantile Exchange) et le CBoT (Chicago Board of Trade) sur lesquels s'échangent les contrats à terme, les options et futures. Ces deux marchés se sont fusionnés en 2006¹⁶³.

1.2.2. Les principales incitation à l'alliance de NYSE-Euronext

Deux problèmes majeurs ont poussé Euronext à trouver un allié. Le premier concerne la structure de la cote française, où son examen en 2005 a montré du coté de l'offre un déficit du nombre de PME cotées ainsi qu'une part non négligeable du secteur public peu cotée. Du coté de la demande, faiblesse de l'actionnariat direct, et ce parce que d'une part l'épargne est principalement dirigée vers l'immobilier et l'assurance vie, d'autre part la structure du portefeuille des ménages montre une importance accordée aux placements monétaires¹⁶⁴.

Le second problème est lié à sa structure de gouvernance, qui d'un coté la domiciliation des capitaux communiquée par le groupe Euronext ne peut mesurer l'influence des gestionnaires d'actifs contrôlés depuis Paris¹⁶⁵ puisque une bonne part de ces derniers est soumise à une maison mère étrangère. D'un autre coté le conseil d'administration d'Euronext est peu représentatif, où les pays fondateurs (Belgique, Hollande et la France) sont représentés à égalité au conseil de surveillance et ont deux

¹⁶² Idem

¹⁶³ Idem P57.

¹⁶⁴ Idem P22.

¹⁶⁵ A peine 20% du capital des grands institutionnels français y compris les personnes privées sont domiciliés en France.

représentants chacun, alors que du strict point de vue de la constitution du capital ce conseil devrait compter un maximum de membres représentant les grands institutionnels français¹⁶⁶.

Puisqu'en 2006, Euronext et Deutsche Borse étaient incapables de s'entendre pour la création d'un groupe européen, le NYSE a proposé à Euronext de sortir de cette situation par une fusion entre égaux. Cependant, la direction d'Euronext a accueilli cette proposition favorablement en signant un accord de rapprochement le 1^{er} Juin 2006¹⁶⁷. De cet effet, la nouvelle combinaison permettra à ces deux parties de :

- a. **Développer le marché primaire**¹⁶⁸ : l'alliance NYSE-Euronext permettra d'attirer de nouveaux émetteurs et donc de susciter la cotation d'autres entreprises internationales.
 - Le rayonnement international peut être apprécié par le nombre d'émetteurs cotés issus des pays émergents (Les BRIC'S : Brésil, Russie, Inde, Afrique du sud et la Chine), où le NYSE prend la première place avec 64 entreprises cotées pour une capitalisation de 720 milliards de dollars en 2006, le LSE était en 2^{ème} place avec 35 entreprises et une capitalisation de 409 milliards de dollars, le Nasdaq listait 31 TPE avec 31 milliards de dollars ;
 - Euronext n'a pas pu attirer beaucoup d'émetteurs internationaux, et qui au contraire a enregistré depuis sa création un volume de radiation entre 15 à 20 par un. Mais son alliance avec NYSE offrira aux émetteurs des pays émergents un accès à la zone euro, le plus grand bassin d'épargne sans les contraintes de la réglementation américaine et en bénéficiant de la marque NYSE¹⁶⁹. De plus, cette possibilité de cotation de nouveaux émetteurs est d'autant plus avantageuse pour le développement d'Euronext dans l'alliance avec NYSE qu'avec la promotion de la concurrence imposée par la directive DMIF de 2007.

¹⁶⁶ GREMONT Eric (2006), « *Fusion NYSE-Euronext : Note sur le rapport Lachmann* », Les analyses de l'OpesC N°7, consulté 22/04/2014 à 16h13, URL : <http://www.opesc.org/analyses/doc/nyse-euronext.pdf>, P2

¹⁶⁷ Idem P1.

¹⁶⁸ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P57.

¹⁶⁹ Idem P58.

b. **Gagner des synergies de coûts**¹⁷⁰ : ces synergies proviendront à la fois de :

- L'unification des plateformes de négociation : qui touche :
 - Les plateformes de négociation des marchés cash : le NYSE avait avant fusion deux plateformes de négociation (NYSE Hybrid : système de cotation et de transaction électronique, et ARCA). Par contre Euronext avait une seule plateforme de négociation NSC (Nouveau Système de Cotation) ;
 - Pour les marchés de dérivés : Euronext avait la plateforme (Liffe connect) et aux Etats-Unis OX ARCA.
 - Par conséquence, le groupe NYSE-Euronext fonctionne avec deux principales plateformes : l'une pour les actions et obligations (Universal NSC) et l'autre pour les dérivés (Universal connect).

- Consolidation des réseaux des membres : en 2006 le NYSE avait 605 membres et Euronext 207 sur les marchés d'actions respectifs, avec seulement 40 membres en commun. L'unification des plateformes de négociation créera des transactions croisées impliquant près de 800 membres sur le marché des actions/obligations et 550 sur celui de dérivés. In fine, les membres du groupe NYSE-Euronext accéderont à une seule plateforme de négociation, ce qui leur permettra de réaliser des économies d'échelle puisque le volume d'ordres traités sera énorme, ceci va se répercuter favorablement sur les coûts de transaction et donc accroître la liquidité du groupe.

c. **Etendre le réseau de distribution**¹⁷¹ : ces réseaux, appelés aussi points d'accès, sous-entendent les membres chargés de collecter les ordres de bourse et les transmettre aux plateformes d'exécution. Les points d'accès d'Euronext, qui sont au nombre de 227 dont la moitié sont installés en France, 20% au Pays-Bas et 25% au Royaume-Uni, sont installés auprès des PSI (Prestataires de Services d'Investissements). Pour des raisons réglementaires, Euronext n'avait pas la possibilité d'installer ses écrans aux Etats-Unis auprès des investisseurs institutionnels américains, mais ceci est rendu possible grâce à son alliance avec le NYSE. De ce fait, les intermédiaires européens pourront accéder à la liquidité des

¹⁷⁰ Idem P59.

¹⁷¹ Idem P60.

marchés d'actions américains puisque les investisseurs institutionnels américains ont accès à la plateforme de transaction ainsi qu'au carnet d'ordres d'Euronext.

Donc, malgré les différences en terme de poids économique des Etats-Unis et de la France d'un côté ainsi que la gestion des opérations de cotation et de négociation des titres financiers dans chaque pays d'un autre côté, le holding NYSE-Euronext fut concrétisé en 2007 où le principal défi qui a été relevé est la microstructure du nouveau groupe puisque la question de réglementation est restée inchangée¹⁷². Cependant, la SEC ne régule que les sociétés cotées aux USA sur les marchés américains et les marchés financiers européens continueront d'être réglementés par les autorités de tutelles de chaque pays ce qui représente une indépendance réglementaire.

1.2.3. Analyse de la microstructure du groupe NYSE-Euronext

Le holding NYSE-Euronext est coté sur Euronext Paris en euro et sur le NYSE en dollar. Il est domicilié aux Etats-Unis pour des raisons fiscales, son siège international est situé à Paris et à Amsterdam quant au siège du groupe il se trouve à New York et enfin le centre de ses activités de dérivés est localisé à Londres¹⁷³.

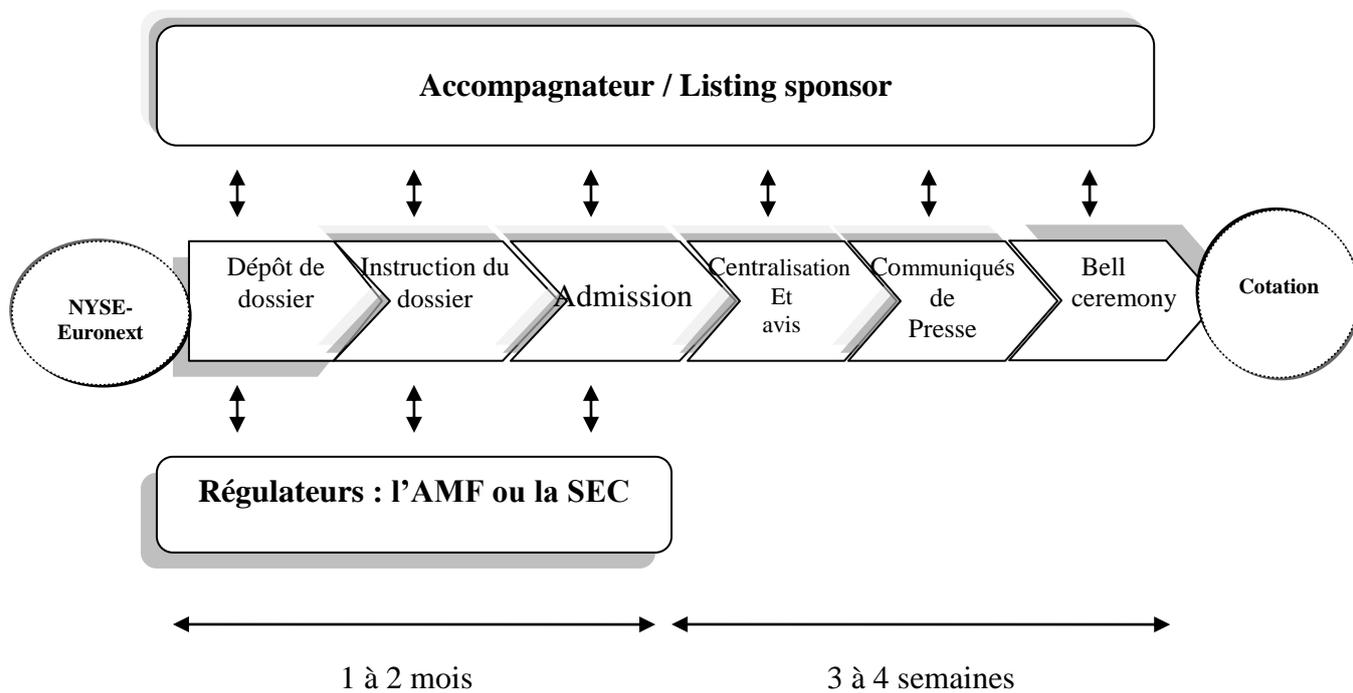
La performance, ou communément l'efficacité, d'un marché boursier est principalement liée à son niveau de liquidité au sens capitaliste du terme puisque les bourses sont devenues des entreprises à but lucratif. Cette liquidité dépend explicitement du nombre d'entreprises cotées ainsi que des investisseurs achetant et/ou vendant les titres de celles-ci, et implicitement de la protection de l'épargne des investisseurs ainsi que de l'allocation optimale des ressources. Le holding NYSE-Euronext s'est préoccupé de définir une organisation « microstructure » permettant d'un côté d'établir des relations de confiance et de proximité des entreprises cotées et non cotées et de promouvoir l'attractivité du marché auprès des investisseurs. De ce fait, il a conçu une microstructure qui prend en compte l'ensemble du processus d'admission d'une société à la cote, avant et pendant l'admission, mais aussi après l'admission, c'est-à-dire la négociation de ses titres.

¹⁷² Idem P62.

¹⁷³ Idem, P62

- a) **En ex-ante** : Accompagnement ajusté et encadré des émetteurs jusqu'à l'admission de la société à la cote officielle : le schéma¹⁷⁴ suivant donne une image sur l'interaction qui existe entre deux principaux acteurs fondamentaux dans le processus d'introduction d'une société à NYSE-Euronext, à savoir : les accompagnateurs¹⁷⁵ qui viennent en premier lieu et ils concernent les entreprises de grande taille, il y'a aussi les listings sponsors dédiés aux PME. En deuxième lieu nous trouvons les organismes de régulation qui veillent au bon déroulement de l'opération.

Figure N°21 : Accompagnement encadré des sociétés



Source : ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf

Nous remarquons que les accompagnateurs (listings sponsors) suivent les entreprises de la première étape jusqu'à la mise des titres financiers à la négociation, quant aux organismes de régulation, ceux-ci n'interviennent que lors des trois premières phases.

¹⁷⁴ ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf

¹⁷⁵ Les accompagnateurs : pour les grandes entreprises ce sont les banques qui prennent la charge de les accompagner, quant aux PME ce sont les brokers qui s'en occupent, ceci leur permet d'élargir leur gammes de services financiers.

En outre, à côté des accompagnateurs et organismes de régulation, au niveau de NYSE-Euronext un service intitulé listing execution se charge de lier ces deux acteurs comme suit¹⁷⁶ :

▪ **Etape 1 : Dépôt de dossier** : Lors de cette phase :

- L'accompagnateur (listing sponsor) aide l'entreprise à l'élaboration de son business plan, de définir le type de l'opération, préparation des documents nécessaires exigés par les autorités de marché ;
- Ensuite, l'entreprise dépose le dossier au niveau de l'équipe d'admission et d'exécution (listing execution) qui se trouve au niveau de NYSE-Euronext, qui se chargera elle-même de le présenter aux organismes de régulation pour l'obtention du visa (AMF ou la SEC selon le choix de l'entreprise si elle veut se faire coter en Europe ou aux Etats-Unis).

▪ **Etape 2 : Instruction du dossier** : dans cette étape :

- Le rôle de l'accompagnateur (listing sponsor) est d'aider l'entreprise à choisir le marché adapté à sa taille et à ses objectifs, ainsi que les partenaires de l'opération (intermédiaire et investisseurs institutionnels ...) adéquats, il la met aussi en contact avec les conseillers juridiques et commissaires aux comptes ;
- Le service d'admission et de négociation remplit les fonctions suivantes : échanges avec l'intermédiaire, analyse des rapports financiers ainsi que la faisabilité technique et réglementaire de la société ;
- Les régulateurs analysent les informations relatives à la situation comptable, juridique et managériale de l'entreprise, ils vérifient aussi la concordance de ces informations avec la réglementation.

- **Etape 3 : Admission** : si les organes de régulations accordent le visa d'admission de la société à la cote, ceci représente le début de sa vie boursière, où elle sera soumise à : des obligations de publication de ses résultats, annoncer ses stratégies futures, une pression pour pérenniser son activité et d'être performante. Or ce visa ne peut être octroyé qu'après la

¹⁷⁶Idem ,

validation de la demande d'admission de l'entreprise par le conseil d'administration de NYSE-Euronext, de ce fait :

- Le service d'admission et d'exécution envoie une recommandation concernant la demande d'admission des titres de l'entreprise au conseil d'administration de NYSE-Euronext, si le retour est positif l'autorité de régulation en question accorde le visa ;
- Ensuite, L'accompagnateur coordonne les différents intervenants du marché : banques, PSI (Prestataires de Services d'Investissement), agences de communication, avocats...etc., pour la détermination du prix des titres financiers et donne des conseils en marketing à l'entreprise nouvellement cotée.

- **Etape 4 : centralisation et avis :** lors de cette phase :

- L'accompagnateur suit la société tout au long de sa vie boursière, il veille au respect réglementaire des publications de la société ;
- Le service d'admission gère la centralisation des titres, produit les avis de marché, fixe le prix et enfin lance la première cotation des titres.

- **Etape 5 : communiqués de presse :** après la cotation des titres les accompagnateurs aident la société à la publication et la production des communiqués de presse qui seront diffusés par le service d'admission en français et en anglais.

- **Etape 6 : Bell ceremony :** une fois que l'entreprise est cotée c'est-à-dire que ses titres ont été achetés par les investisseurs institutionnels (marché primaire) :

- Elle sera liée à l'équipe ExpertLine : celle-ci est une plateforme d'information et de communication animée par un groupe multidisciplinaire d'experts et de spécialistes en techniques financière et boursière, elle est basée dans la salle de surveillance de NYSE-Euronext.¹⁷⁷

¹⁷⁷ Le site web d'Expertline est (connect.nyx.com)

Une fois que l'entreprise est cotée, la négociation ainsi que l'échange de ses titres se fera soit sur NYSE-Euronext soit sur Alternext, et ce par rapport à sa capitalisation boursière qui fluctue en fonction des cours. L'échange peut se faire aussi sur les plateformes de négociation et d'exécution électroniques.

b) En ex-post : Modèle de marché flexible :

Un modèle de marché financier définit les règles de confrontation de l'offre et de la demande ainsi que la détermination des prix. Cependant, NYSE-Euronext a adopté un modèle de marché mixte et flexible afin de satisfaire un maximum d'investisseurs. Son modèle est défini comme suit :

- Type d'intermédiation : ceci sous-entend la façon dont sont les ordres de bourse centralisés. Lorsqu'un intermédiaire ne fait que transmettre les ordres des investisseurs et que les opérations de contrepartie n'existent pas, le marché est dit dirigé par les ordres, mais quand les opérations pour compte propre (la contrepartie) existent le marché est dit dirigé par les prix et il est géré par un teneur de marché. Pour le cas de NYSE-Euronext¹⁷⁸, l'intermédiation se fait à la fois par ordres de bourse où il est construit un carnet d'ordres (feuille de marché) ainsi que par un teneur de marché, celui-ci intervient lorsque le marché manque de liquidité et ce en vendant les titres qui sont en son propre compte pour animer le marché ;
- Type de cotation : la cotation des titres implique l'exécution des ordres de bourse par un système dit de cotation. Celle-ci est effectuée au sein de NYSE-Euronext en continu pour les titres les plus traités et au fixing pour les moins traités, et ce pour éviter les grandes variations des prix¹⁷⁹ ;
- Modalités de détermination des prix : deux cas de figures peuvent apparaître :
 - Lorsque le marché est dirigé par les ordres : la cotation des titres, l'exécution des ordres de bourse, peut être réalisé soit au fixing ou bien en continu. Pour le premier cas, la cotation et l'exécution se font à un intervalle de temps dont les ordres sont

¹⁷⁸ JACQUILLAT Bertrand, PERIGNON Christophe et SOLNIK Burno (2009), « *Gestion de portefeuille et des risques* », Dunod, 5^{ème} édition, Paris, P42.

¹⁷⁹ Présentation d'Euronext (2007), http://www.fimarkets.com/pages/marches_organises_euronext.php, consulté le 13/04/2014 à 11h50

accumulés dans un carnet pendant un temps puis exécuté à un prix qui maximise la quantité des ordres échangés, donc le cours officiel du titre est celui auquel le dernier échange a été effectué. Pour le deuxième cas, cotation en continue, les ordres sont cotés (exécutés) dès que deux investisseurs s'entendent sur un prix qui fluctue au cours de la séance ;

- Quand le marché est dirigé par les prix, la cotation des titres ne peut être effectuée qu'en continue, puisque le teneur de marché négocie avec les investisseurs pour s'entendre sur un prix, et donc les ordres sont exécutés dès l'enregistrement d'un autre dans le sens inverse¹⁸⁰.
 - Règles d'interruption des titres : l'interruption de la cotation d'un titre peut avoir lieu dans deux principaux cas : le premier concerne la suspension du titre, et ce soit à la demande de l'émetteur ou bien par l'autorité de régulation dans les situations où l'émetteur ne diffuse pas les informations qui lui sont obligatoires. Le deuxième cas concerne l'arrêt de cotation (réservation) qui peut être déclenché automatiquement par les systèmes de cotation en cas de franchissement d'un seuil de prix à la hausse ou à la baisse¹⁸¹ ;
 - Le niveau de transparence : la caractère public de la négociation, c'est-à-dire la diffusion du carnet d'ordres et des cours en temps réel à l'ensemble des participants garantit l'égalité de traitement de tous les ordres de bourse. La meilleure offre, prix demandé par le vendeur le moins exigeant, ainsi que la meilleure demande, le prix proposé par l'acheteur le plus généreux, sont affichées quelque soit le modèle de marché. Cependant, avec la cotation assistée par ordinateur la visibilité des cinq meilleures limites par tous les investisseurs et en temps réel est rendue possible¹⁸².

Tel qu'il a été prouvé par les récentes recherches sur la finance des marchés, la performance d'un marché boursier dépend principalement de ses différentes règles de fonctionnement qui conditionnent ses relations avec d'un côté les émetteurs et les organismes de régulation et avec les investisseurs d'un autre côté. Mais il faut souligner

¹⁸⁰ Idem.

¹⁸¹ Idem,

¹⁸² Idem

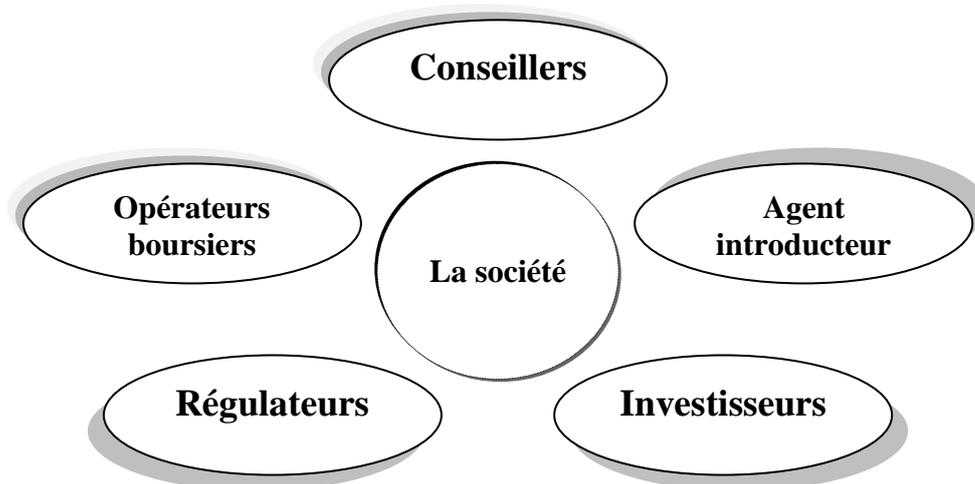
qu'il y'a d'autres facteurs primordiaux qui permettent de promouvoir les marchés boursiers en générale et le groupe NYSE-Euronext en particulier.

1.3. Synthèse des principaux facteurs clés de succès

Les échanges mondiaux d'actions se font principalement sur les marchés du holding NYSE-Euronext avec un pourcentage de 27%, en deuxième position vient le groupe Nasdaq-MOX avec 17%, ensuite le groupe Tokyo 11%, les marchés financiers chinois occupent la quatrième place où les échanges se répartissent ainsi 8% pour la bourse de Shanghai et 7% pour celle de Shenzhen et enfin le groupe LES prend la cinquième avec 4%¹⁸³. La position concurrentielle mondiale du groupe NYSE-Euronext a été principalement acquise grâce à deux principaux facteurs à savoir :

- ❖ **Ecosystème multipolaire** : comme le schématise la figure ci-après, un ensemble d'acteurs qui sont en interaction permanente entre eux entoure l'entreprise cotée sur NYSE-Euronext pour que sa valeur boursière soit élevée et son coût du capital soit réduit, ce qui lui permet de financer de nouveaux projets et donc de pérenniser son activité.

Figure N° 22 : Ecosystème au service des sociétés cotées sur NYSE-Euronext »



Source : ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf

¹⁸³ Idem.

Le holding NYSE-Euronext a mis les entreprises cotées en son sein au centre de ses préoccupations, car les titres émis par celles-ci constituent la matière première de son activité. De ce fait, ce holding leur assure un écosystème multidisciplinaire dont chaque acteur agit tout au long de la vie boursière de l'entreprise. En outre, chaque acteur est en relation directe et permanente avec les autres acteurs¹⁸⁴ :

- Les conseillers : parmi les principaux conseillers nous citons : les avocats, mes associations financières et les agences de communication financière (comme ACTUS- Finance&communication¹⁸⁵ créée en 1992 : cette agence intervient à différents stades de la vie de l'entreprise : communication financière des sociétés cotées dans le but d'améliorer leur visibilité, liquidité et valorisation boursière, elle intervient aussi lors de l'introduction en bourse d'une société afin de l'aider à réussir sa levée de fonds¹⁸⁶. Il y'a aussi l'agence KEIMA¹⁸⁷ spécialisée dans la communication financière et corporate ... etc.) ;
- L'agent introducteur : ce sont les accompagnateurs (banques en général) pour les entreprises de grande taille et les listing sponsors pour les PME. Ils interviennent dès la décision d'introduction en bourse d'une société et tout au long de sa vie boursière en lui offrant un conseil personnalisé ainsi qu'en la mettant en contact avec les autres acteurs de l'écosystème, selon le besoin, afin de l'aider à réussir son opération ;
- Les investisseurs : la promotion du marché boursier ne peut être atteinte sans l'intervention massive des investisseurs (particuliers et institutionnels) en achetant et vendant les titres qui y sont cotés. Pour cela, deux moyens ont été déployés, le premier concerne la mise à disposition des investisseurs d'une plateforme d'information et de communication financière par la création de ExpertLine attachée à la salle de surveillance de NYSE-Euronext, le second moyen est lié au rôle des régulateurs du marché présenté dans le point suivant ;

¹⁸⁴ ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf

¹⁸⁵ Son site web : <http://www.actus.fr/>, 21/04/2014

¹⁸⁶ ACTUS- finance&communication, consulté le 20/05/2014 à 18h47, URL <http://www.actus.fr/a-propos/positionnement.html#>

¹⁸⁷ <http://www.keima.fr/> consulté le 21/04/2014.

- Régulateurs : le principal rôle de ceux-ci est l'amélioration de la performance des marchés boursiers¹⁸⁸ dans deux sens. En premier lieu par la protection de l'épargne des investisseurs : et ce en leur assurant une meilleure exécution de leurs ordres de bourses dans un environnement transparent où toutes les informations qui leur sont utiles soient publiées de façon régulière. En deuxième lieu, l'allocation optimale des ressources financières : en incitant les entreprises de marché à réduire les coûts de transaction, les émetteurs voient d'un côté leurs coûts du capital réduits et d'un autre côté les cours de leurs titres s'accroître du fait de la liquidité du marché qui résulte de l'absorption des ordres de vente
- Opérateurs boursiers : le groupe NYSE-Euronext a mis en place au sein de chaque entreprise de marché (NYSE, Euronext en Europe) un service (listing execution ou d'admission et de négociation) qui se charge de pilotage de l'admission et la gestion de la cotation des titres¹⁸⁹.

Adaptation réglementaire : le deuxième principal facteur clé de succès de NYSE-Euronext réside en l'adaptation des organismes de régulation des marchés boursiers (SEC et AMF) aux contraintes et changements de l'environnement. Les scandales liés aux manipulations comptables, l'avènement des nouvelles technologies ainsi que la crise des subprimes sont les principaux événements qui ont poussé ces autorités à revoir quelques principes et règles de fonctionnement des marchés boursiers. L'adaptation est faite par rapport à deux principaux facteurs :

- Facteurs externes :
 - Aux Etats-Unis : Les scandales boursiers ainsi que les manipulations comptables ont poussé l'autorité de régulation des marchés financiers américains à redéfinir les dispositifs de suivi, contrôle et sanction des entreprises cotées en Amérique afin de protéger l'épargne des investisseurs ;
 - En Europe : face à l'émergence de la concurrence entre les marchés boursiers dans le monde, notamment aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, Euronext s'est

¹⁸⁸ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf, P29.

¹⁸⁹ ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf

retrouvé devant l'obligation de réduire les coûts de transaction de ses entreprises de marché de chaque pays. Dans ce sens, les autorités de régulation de ces marchés ont mis en place la directive DMIF en 2007 qui a permis la promotion des situations de concurrence, et ce par la fragmentation du flux d'ordres qui se résulte en la dissociation entre cotation (listage) et négociation des titres financiers. Dans ce cas, les titres financiers cotés (admis) sur un marché national peuvent être négociés sur de nombreuses plateformes sans y être officiellement admis¹⁹⁰. Par conséquent, les coûts de transaction ont été réduits avec l'avènement de nouveaux émetteurs et donc un flux d'ordres croissant. Il faut rappeler aussi que cette directive s'est intéressée aux marchés parallèles (plateformes de négociation) pour qu'ils soient sous le contrôle des autorités de régulation.

- Facteurs internes (organisationnels) : pour mieux répondre aux attentes de ses différents clients (entreprises cotées et investisseurs), NYSE-Euronext adapte toujours son organisation en fonction de celles-ci. Parmi les récentes réorganisations :
 - Mise en place d'une plateforme d'information et de communication : NYSE-Euronext a toujours recherché l'égalité des investisseurs face aux informations disponibles. A côté des informations rendues disponibles et qui sont liées aux intentions de négociation (fourchettes et les données des carnets d'ordres) ainsi que les caractéristiques des transactions conclues (cours et quantités échangées)¹⁹¹, ExpertLine a été créée. Celle-ci a pour mission de fournir une source unique d'informations, assurer un lien permanent avec le marché grâce à la salle de surveillance à laquelle elle est affectée, améliorer les services financiers existants (ateliers de formation, analyse en trading...) et d'en lancer de nouveaux, fournir un résumé de fin de séance chaque jour à ses utilisateurs sur son site web¹⁹² ;
 - Création de la place financière Enternext : les émetteurs, acteurs et associations clés du marché des PME ont exprimé leur mécontentement vis-à-vis des efforts fournis en terme de prospection et de suivi des PME sur Alternext. C'est pourquoi le groupe NYSE-Euronext a décidé de mettre l'accompagnement des PME et la

¹⁹⁰ Idem P32.

¹⁹¹ Idem P37.

¹⁹² Son site web est : connect.nyx.com

coordination avec l'ensemble des acteurs de l'écosystème sous un pilotage autonome en créant la filiale Enternext le 23 mai 2013¹⁹³. Enternext est une place de marché, société anonyme, qui gère les sociétés cotées sur les compartiments B et C du groupe NYSE-Euronext ainsi que celles du marché des PME Alternext, ce qui correspond aux émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros. Il n'existe pas d'adhésion formelle à Enternext car cette dernière n'est pas une bourse, de ce fait toute entreprise souhaitant s'introduire en bourse elle peut être cotée sur NYSE, Euronext ou Alternext et les critères d'admission restent inchangés. Cependant, si la capitalisation boursière d'une société cotées est inférieure à un milliard d'euro elle bénéficie automatiquement des services d'accompagnement d'Enternext. A la fin de 2013, Enternext a enregistré une capitalisation boursière de 138 milliards d'euros et gérait 754 entreprises dont 201 cotées sur le compartiment B, 380 sur le compartiment C et 173 sur Alternext¹⁹⁴

- La fixation et le contrôle de règles strictes liées aux comportements des intermédiaires et professionnels qui seraient en position d'exercer un pouvoir sur le marché¹⁹⁵.

2. Les marchés financiers dans les pays émergents

Le poids économique des pays émergents, BRIC'S (Brésil, Russie, Inde, Chine et L'Afrique du sud), dans le monde s'est accru considérablement depuis le début du millénaire. Leur PIB est passé de 30% en 2000 à 45% en 2010 du PIB mondial¹⁹⁶. Leur développement est associé principalement à¹⁹⁷ :

- Une forte expansion commerciale : leurs exportations de biens et services représentaient en 2012 près de 48% des exportations mondiales ;
- Leur intégration financière qui s'explique par le volume de capitaux des non-résidents qu'ils ont reçus, évalué à près de 25% des capitaux mondiaux.

¹⁹³ Présentation d'Enternext (2013), <https://europeanequities.nyx.com/fr/enternext/a-propos-d-enternext/faq>, consulté le 20/04/2014 à 13h18

¹⁹⁴ Idem 37

¹⁹⁵ Idem P29.

¹⁹⁶ LONGUEVILLE Guy & MELKA Johanna (2012), « *Dynamique de l'intégration financière des pays émergents* », consulté le 17/02/2014 à 18h05 URL <http://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Dynamique-integration-financiere-pays-emergents,19106>, P3.

¹⁹⁷ Idem, P3

Avant de présenter les principales stratégies de développement des marchés financiers dans les pays émergents, il est bel et bien important d'évoquer les circonstances d'expansion de ces pays, ensuite nous exposons un bref état des lieux de leurs marchés financiers et enfin nous mettrons l'accent sur la réussite de la Russie ainsi que de l'Afrique du sud en termes de marchés financiers.

2.1. Les circonstances de développement des pays émergents

L'amélioration du climat des affaires, restauration de la stabilité macro-économique, assurer une plus grande fiabilité des politiques et cadres réglementaires, réduction de la corruption, protection et promotion des investissements, instaurer la transparence dans le milieu des affaires...etc. constituaient les principales préoccupations des pays émergents vers les années 1990. Cependant, pour ce faire, ces pays ont adopté trois plans¹⁹⁸ :

- L'amélioration de la structure de la dette publique : vers le milieu des années 1990, l'objectif des pays émergents était de se conformer aux pratiques des pays de l'OCDE qui préconisent un financement sous forme de dettes domestiques, à taux fixe, à long terme et en monnaie nationale. De ce fait, ils ont conduit une politique budgétaire plus restrictive sous la pression du FMI et ont affecté les recettes des privatisations et des exportations de matières premières au remboursement de leurs dettes. Selon les estimations du FMI à la fin de 2004, la dette publique en devise des pays émergents ne représentait que 16% en moyenne du montant initial. Cet effort d'assainissement des finances publiques s'est traduit par une amélioration des notations des obligations souveraines de ces pays, cette évolution s'est poursuivie par la constitution de réserves de changes.
- Elargissement de la gamme des marchés financiers : les pays émergents visaient à rapprocher leurs structures financières à celles des pays développés en mettant en place de nouveaux instruments financiers vers le début des années 2000, parmi lesquels nous citons : l'émission d'obligations souveraines en monnaie nationale ainsi que l'émission d'obligations privées surtout de la part des institutions financières.

¹⁹⁸ ODONNAT Ivan & RAHMOUNI Imène (2006), « *Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène* », Revue de la stabilité financière N°9, P [41-50], Décembre 2006, P[42-45].

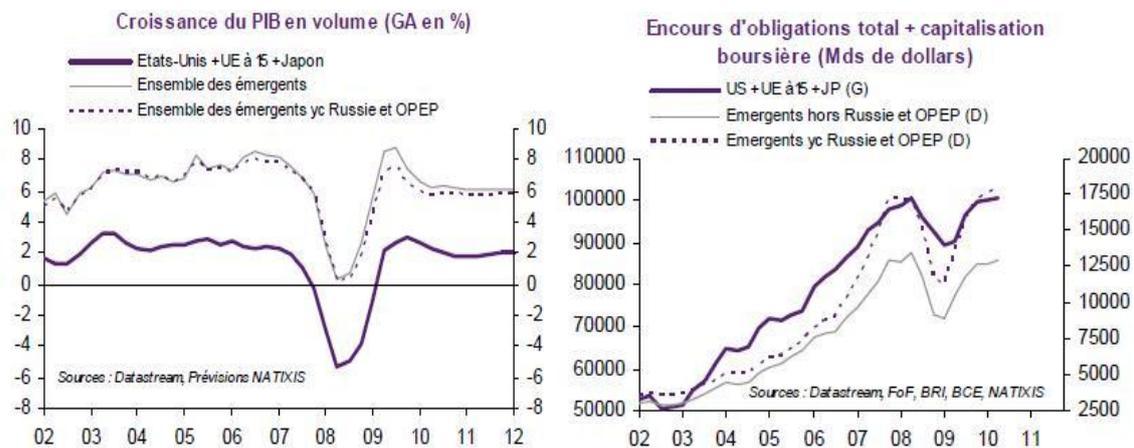
- Diversification des investisseurs : après avoir délaissé les actifs des pays émergents suite à la crise de 1997, les investisseurs étrangers y sont de nouveau revenus depuis 2002. En outre, la présence des hedge funds a augmenté en nombre et en niveau d'engagement, à l'instar de Calpers, le plus important fonds de pension public américain, a porté son allocation en actifs émergents de 0,6% à 2,3%¹⁹⁹ de son encours sous gestion entre 2002 et 2005.

Les efforts fournis par les pays émergents et qui visent à améliorer leur position économique, se sont favorablement répercutés sur leur poids économique ces dix dernières années où leur PIB est passé de 30% du PIB mondial en 2000, à 50% en 2010²⁰⁰. En revanche, leurs marchés financiers demeurent faibles.

2.2. Etat des lieux des marchés financiers des pays émergents

Il est bien évident que la croissance économique précède l'expansion des marchés financiers. Or, les marchés financiers des pays émergents sont caractérisés par leur faible taille malgré leur poids économique dans le monde, où leur production globale représentait plus de 50%²⁰¹ du PIB mondial en 2010. Afin de mieux apercevoir cette disproportion nous allons comparer ces pays par rapport aux pays de l'OCDE comme suit :

Figure N° 23 : Le poids financier et économique des pays émergents par rapport à l'OCDE



Source : ARTUS Patrick (2011), « Le problème : la taille trop faible des marchés financiers des pays émergents par rapport à celle des flux de capitaux », rapport de la banque de financement et d'investissement (Natixis), recherche économique du 4 Mars 2011,

¹⁹⁹ Idem

²⁰⁰ LONGUEVILLE Guy & MELKA Johanna (2012), « Dynamique de l'intégration financière des pays émergents », consulté le 17/02/2014 à 18h05 URL <http://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Dynamique-integration-financiere-pays-emergents,19106>, P3

²⁰¹ Idem.

Les graphiques montrent clairement l'écart entre les pays émergents et les pays de l'OCDE en terme du PIB en volume, dont la dominance est pour les premiers, mais cet écart s'inverse lorsqu'il s'agit des marchés financiers de chacun d'eux, où ces marchés sont de taille considérable dans les pays de l'OCDE. Le poids économique des pays émergents (croissance en volume) a été évalué à 50% en 2010 et la taille de leurs marchés financiers était enregistrée à seulement 30% par rapport au PIB mondial²⁰². Cette différence provient de l'écart du niveau des prix entre les pays émergents et ceux de l'OCDE, c'est-à-dire des déviations par rapport à la parité des pouvoirs d'achat ainsi que de la sous-évaluation de la monnaie des pays émergents.

Cependant, la taille des marchés financiers est liée au poids en valeur des économies, celle-ci est dépendante de la taille des entreprises, de leurs profits, taille des budgets de l'Etat, au revenu des détenteurs de portefeuilles d'actifs financiers...etc. Donc ceci explique en partie la faible taille des marchés financiers des pays émergents comparativement à ceux des pays de l'OCDE, puisque c'est la proportion des PIB en valeur et non pas en volume qui importe pour déterminer cette taille relative²⁰³. Ceci dit que les pays émergents sont sous-représentés financièrement par rapport à leur poids réel, mais d'importants efforts de développement des marchés financiers ont été déployés par ces pays, à l'instar de l'Afrique du sud et de la Russie.

2.3. Les stratégies de développement des marchés financiers de la Russie et de l'Afrique du Sud

Notre choix pour ces deux pays, la Russie et l'Afrique du sud, se justifie par l'essor rapide et important de la bourse de Johannesburg sur le plan international ainsi que du principal objectif ambitieux de la Russie qui stipule la création d'un centre financier international à Moscou.

²⁰² ARTUS Patrick (2009), « *Le poids financier et le poids économique des pays émergents* », rapport de la banque de financement et d'investissement (Natixis), recherche économique du 11 Mars 2009, France, N° 113,

²⁰³ Idem

2.3.1. Le centre financier international de la Russie

La Russie a subi des changements radicaux depuis vingt ans, dont les principaux évènements²⁰⁴ :

- 1991 : constituait l'année de transition du pays vers l'économie de marché ;
- 1992 : ouverture de la première bourse des valeurs à Moscou ;
- 1997 : première émission d'euro obligation à Moscou ;
- 1998 : défaut de paiement des obligations souveraines ;
- 2006 : remboursement de l'intégralité des dettes du pays ;
- 2008 : resserrement du crédit avec la crise des subprimes ;
- 2011 : fusion des deux principales bourses des valeurs de la Russie créant ainsi la bourse de Moscou qui a réalisé avec succès son propre IPO (Initial Public Offering) ;
- 2012 : adhésion de la Russie à l'Organisation Mondiale du commerce (OMC).

Ces progrès ont permis à la Russie d'obtenir des résultats importants :

- En 2013, près de 70% des sociétés installées en Russie figuraient parmi la liste « Fortune Global 500 » ;
- En 2011, le pays a cumulé 18,4 milliards de dollars de flux financiers provenant des IDE ;
- Plusieurs sociétés basées à Moscou ont effectué avec succès une introduction en bourses étrangères, à l'instar de : Yandex, Qiwi, SberBank, VTB...etc. ;

Par ailleurs, la Russie s'est donnée, en 2013, un objectif ambitieux qui stipule la transformation de la ville de Moscou en un centre financier international (CFI), et ce en raison de l'importance de la ville. La capitale russe a été classée²⁰⁵ en 2013 la cinquième en termes de capital-investissement, et la huitième par rapport à la stabilité et au développement d'infrastructures, de systèmes de gestion et de sécurité. De plus, Moscou est la région qui²⁰⁶ :

²⁰⁴ Moscow.ur (2013), « *Histoire du développement de Moscou en tant que Centre financier International (CFI)* », consulté le 26/05/2014 à 1h37 URL http://moscow.ru/fr/infrastructure/business_finance/fincenter_in_Moscow/growth_story/

²⁰⁵ Classement des villes les plus attractives réalisé par le cabinet PricewaterhouseCooper.

²⁰⁶ Moscow.ur (2013), « *Moscou : Centre Financier International* », consulté le 26/05/2014 à 1h48 URL http://moscow.ru/fr/infrastructure/business_finance/fincenter_in_Moscow/

- Attire plus de la moitié des investissements étrangers entrant en Russie ;
- Concentre plus de 80% de flux financiers du pays ;
- Accueille plus de la moitié du capital bancaire russe et 90% de sièges des banques étrangères et d'institutions financières.

Pour concrétiser son objectif, création d'un Centre financier International (CFI) à Moscou, la Russie a procédé en 2013 à²⁰⁷ :

- L'adoption de nombreuses lois portant notamment sur le délit d'initié, la compensation et l'émission de titres ;
- La création du dépositaire central qui permet de comptabiliser les titres selon les conventions internationales ;
- Lancement de réformes de régulation financières où la banque centrale du pays se chargera de réguler la gestion du CFI ainsi que d'assurer sa stabilité ;
- Des négociation et échanges avec de grandes institutions internationales et cabinets de conseil : la banque mondiale, l'OCDE, BERD, les quatre plus grands groupes d'audit financier (KPMG, Ernst&Young, PwC, deloitte&Touche), avec des organismes de développement de CFI (Z/Yen, Paris Europlace ... etc.).

2.3.2. La conjoncture internationale : Principal atout de la place boursière de Johannesburg

Le progrès ainsi que l'expansion des marchés financiers de l'Afrique du sud tire leur origine des efforts fournis pour améliorer la position économique du pays : développement de l'industrie, réalisation d'infrastructures comparables à celles des pays avancés, initiatives en matières de privatisation, régulation des marchés de changes et fiabilité des normes d'audit...etc. En conséquence, en 2011, sur les quatorze pays émergents (Australie, Canada, Russie, Mexique, Chine, Pologne, Inde, Corée, Brésil, Afrique du sud, Colombie, Chili, Argentine et Espagne), L'Afrique du sud est²⁰⁸ :

- En deuxième position en termes de marchés financiers les plus sophistiqués, et par rapport à la faiblesse du taux d'imposition des sociétés ;
- La quatrième en termes d'accès aux capitaux et de coût du capital ;
- Le sixième rang en terme d'infrastructures ;

²⁰⁷ Idem.

²⁰⁸ ADAMS Mustapha (2011), « *Investir en Afrique du Sud* », consulté le 23/05/2014 à 16h19 URL <http://www.slideshare.net/latelier/investir-en-afrique-du-sud>

- Septième place en termes de parts des IDE dans le PIB ;
- Huitième position en termes de productivité et de qualification de la main d'œuvre.

Cet environnement économique favorable, stable et en croissance, où le PIB est passé de 60 milliards de dollars en 1994 à 171 milliards de dollars en 2004 et 309 milliards de dollars en 2010²⁰⁹, a permis une forte intégration financière du pays dans le monde, ceci s'explique principalement par²¹⁰ :

- Les arbitrages opérés par les investisseurs étrangers sur la bourse de Johannesburg ;
- La présence de grandes banques étrangères dans le pays ;
- L'introduction de l'Afrique du sud au sein du Citigroup World Government Bond Index (CWGBI). CWGBI est un indice pondéré aux obligations de l'Etat, il inclut les obligations à taux fixe avec une échéance résiduelle d'un an ou plus et dont les montants des impayés d'au moins l'équivalent de 25 millions de dollars ;
- La capitalisation boursière a augmenté de 20% en moyenne par an depuis 2004, passant de 315 milliards de dollars en 2007 à 907 milliards de dollars en 2012 ;
- L'indice boursier de Johannesburg a augmenté au cours des huit dernières années passant de 11 000 points en 2004 à près de 40 000 points en 2012.

Malgré la faible taille des marchés financiers des pays émergents, mais leur position mondiale constitue une réussite remarquable devant les pays en développement, qui souffrent jusqu'à l'heure actuelle à les redynamiser.

3. Les marchés financiers dans les pays en développement : Cas de L'AFRIQUE

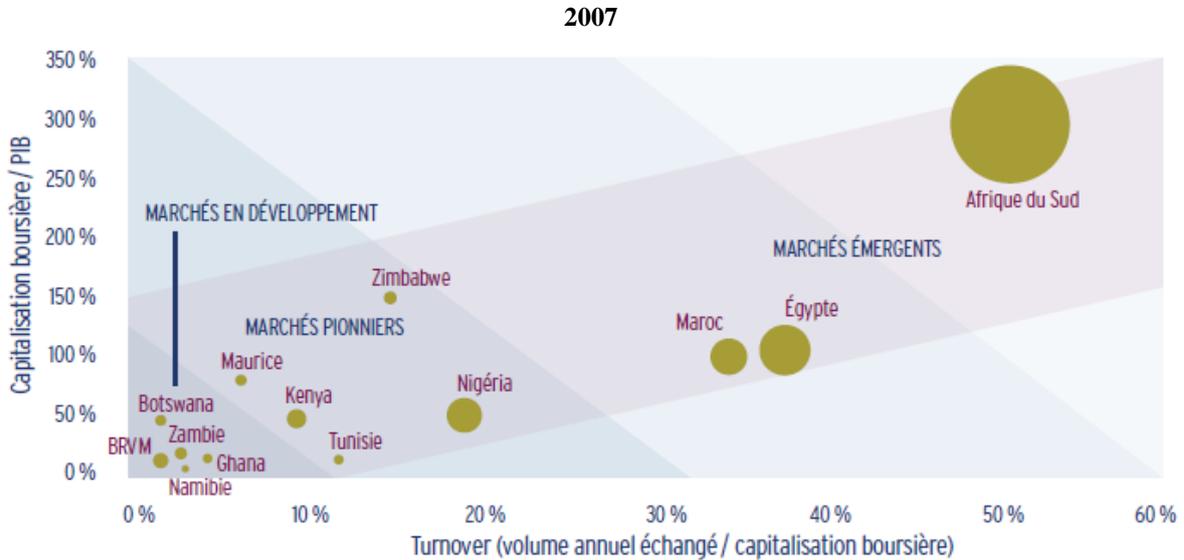
Les marchés financiers africains ont connu depuis 1990 une croissance remarquable, celle-ci a été favorisée principalement par l'amélioration macroéconomique de la région où des réformes économiques et financières ont été mises en place. En 2010, 23 marchés boursiers couvraient l'ensemble du continent où la capitalisation boursière a été multipliée par neuf avec plus de 2000 entreprises cotées, ce qui prouve que l'épargne

²⁰⁹ Idem.

²¹⁰ Direction du Trésor (2013), « *Afrique du sud : Etat des lieux des marchés financiers* », publié le 4/07/2013, consulté le 23/05/2014 à 15h06 URL https://www.tresor.economie.gouv.fr/7655_afrique-du-sud-etat-des-lieux-des-marches-financiers

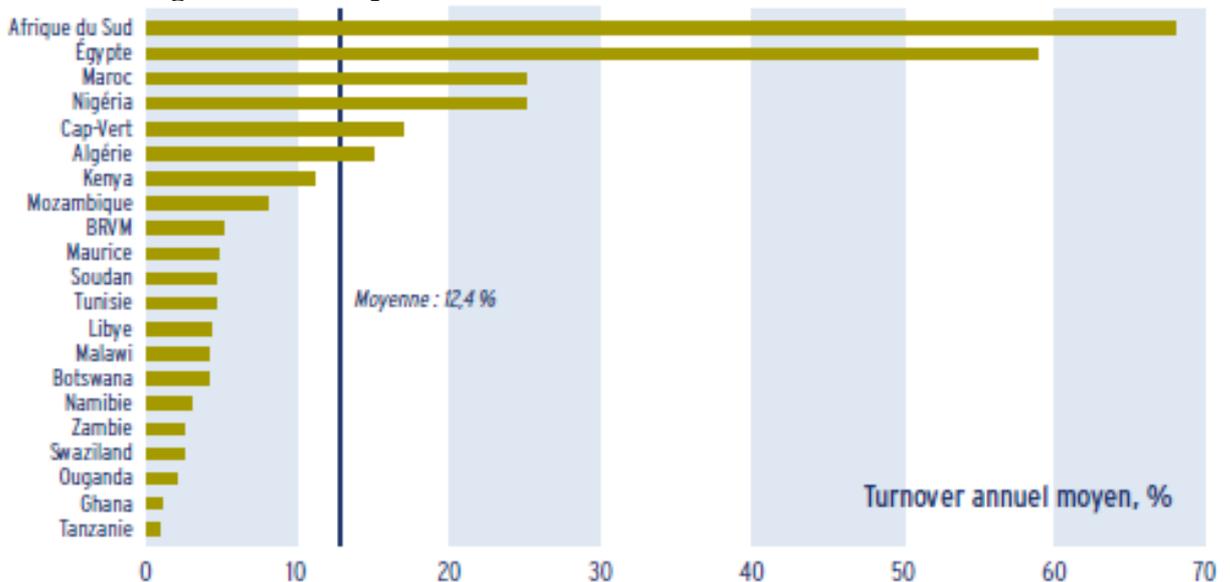
locale est profonde. En revanche, si le secteur financier africain n'a pas été affecté par la crise de 2008, ceci révèle ses faiblesses structurelles²¹¹. Les figures présentées ci-dessous donnent une image sur l'état des marchés financiers africains :

Figure N°24 : Corrélation entre PIB, capitalisation boursière et turnover des bourses africaines



Source : RIGOUZZO Luc (2010), « Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement)

Figure N° 25 : liquidité des marchés financiers africains 2008



Source : RIGOUZZO Luc (2010), « Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement),

²¹¹ RIGOUZZO Luc (2010), « Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement)

Il est indéniable que les marchés financiers africains ont connu une montée considérable au cours de la première décennie du XXI^{ème} siècle, où les flux de capitaux ont été multipliés par six avec l'introduction²¹² en bourse de plusieurs entreprises publiques et les programmes de privatisation. Nous présenterons en ce qui suit les stratégies qui ont été suivies par les pays nord-africains et ceux du centre (la zone de la CEMAC : Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale) pour développer leurs marchés financiers :

3.1. Les principaux atouts des marchés financiers Nord-Africains

Nous proposons dans cette partie une synthèse des principaux atouts de développement des marchés financiers : marocain, égyptien et tunisien, et ce en raison de leur montée en puissance depuis les années 2000, et ce en terme du nombre de sociétés cotées qui est relativement considérable comparativement aux autres pays africains d'un côté et des placements des investisseurs étrangers en leur sein d'un autre côté. De ce fait, nous avons décelé deux principaux atouts, à savoir :

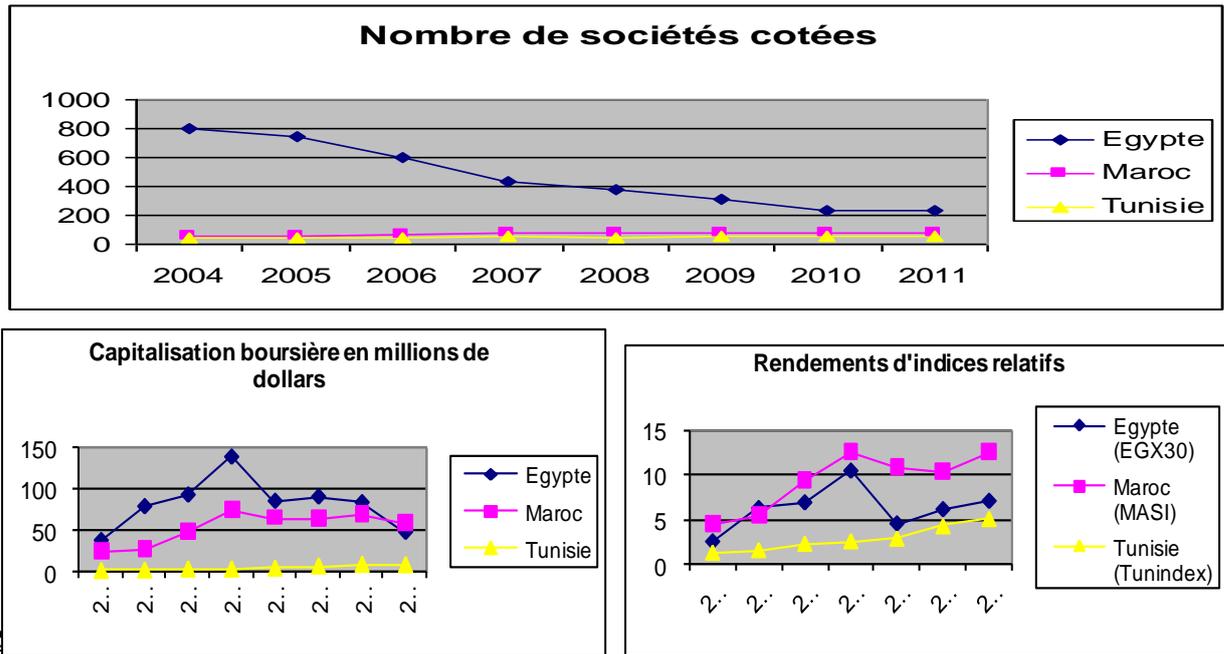
- Flexibilité réglementaire²¹³ : de par leur adhésion à la fédération internationale des bourses de valeurs, l'Egypte et le Maroc ont modifié les critères d'admission en bourse de sorte à ce qu'il y'ait plus d'émetteurs. Cependant l'Egypte a modifié ces critères en 2002, quant au Maroc ceux-ci ont été redéfinis en 2007 avec l'établissement d'un marché dédié aux PME. La bourse de la Tunisie a les mêmes conditions d'admission que celles de l'Egypte. Ces modifications se répercutent sur le nombre de sociétés cotées ainsi que sur la capitalisation boursière tel qu'il est présenté ci-après²¹⁴

²¹² Idem P3.

²¹³ WILSON Rodney (2013), « *Le développement des marchés financiers en Afrique du nord : Etat actuel et perspectives d'avenir* », www.afdb.org [P13-14]

²¹⁴ Idem P [4-7].

Figure N°26 : Envergure des marchés financiers marocain, égyptien et tunisien »



Source : Elaboré par nous-mêmes en se référant à RIGOUZZO Luc (2010), « Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement)

Nous remarquons que le nombre de sociétés cotées en la bourse de l’Egypte est en déclin contrairement à celles de la Tunisie et du Maroc où ce nombre est passé de (44 à 57) et de (53 à 75) respectivement. Cette variable, nombre de sociétés cotées, est en corrélation avec la capitalisation boursière de chaque pays. De plus, il est clair que les bourses d’Egypte et celle du Maroc sont les plus touchées par les contrecoups de la crise de 2007 où leur capitalisation a brusquement baissé. En 2010²¹⁵, la capitalisation boursière d’une société cotée sur la bourse d’Egypte s’élevait à 370 millions de dollars EU en moyenne contre 934 millions de dollars au Maroc et 189 en Tunisie. Cependant, malgré la diminution du nombre d’entreprises cotées sur la bourse du Caire, 200 sociétés ont été enregistrées à la fin de 2011, les investisseurs continuent à y investir et ce grâce principalement au rôle joué de façon remarquable par les organismes de placements collectifs.

²¹⁵ Idem P5.

Développement de l'actionnariat populaire : l'actionnariat populaire est voué à l'échec en Afrique, en 2010 les taux de pénétration des marchés boursiers dans la population étaient compris entre 10 à 20% pour les pays développés, entre 2 à 8% dans les pays émergents et entre 0 et 3% pour les pays en développement²¹⁶. Face au manque d'investissement institutionnel, dont les principales sources (les fonds de pension, caisse de retraite et compagnies d'assurance), les fonds communs de placement (fonds d'investissement, fonds à portefeuille d'obligations de sociétés ou souveraines) constituent un moyen de faire entrer les investisseurs particuliers dotés de fonds très modestes en bourse. Ces fonds communs de placement sont un peu plus développés en Egypte, Maroc et Tunisie par rapport aux autres pays africains, à l'exception de l'Afrique du sud²¹⁷ :

- En Egypte : le plus grand nombre de fonds communs de placement en Afrique du nord se trouve en Egypte avec (52) fonds dont (20) sont des fonds d'investissement, (23) caisses à revenu fixe qui font des placements en obligations et (9) fonds islamiques. Tous les fonds, mis à part deux, sont libellés en monnaie locale. En novembre 2011, les parts détenues du premier fonds égyptien, AL AHLY, créé en 1994 par la banque nationale d'Egypte, valaient plus de trois fois leur prix initial avec un rendement de 8,3% sur la période de janvier à mai 2012 ;
- Au Maroc : ce sont les banques qui se chargent de proposer à leurs clients, notamment les expatriés locaux qui ont des fonds importants à investir, des produits d'épargne à base de fonds mutuels. ATTIJARIWafa Bank, la première banque au Maroc et septième en Afrique offre un plan d'investissement sur 5 ans pour ses clients. La banque populaire, la deuxième plus grande banque du pays, dispose de quatre fonds fermés de marque ALIDDIKHAR CHAABIL avec des échéances de 3 à 7 ans²¹⁸;
- En Tunisie : il y'a peu de fonds locaux, sauf que AMEN Bank, la plus grande banque privée du pays, offre un fonds qui investit dans les actions et obligations. En Juillet 2010, le plus grand groupe de gestion de fonds dans le monde FIDELITY a ouvert un bureau en Tunisie.

²¹⁶ RIGOUZZO Luc (2010), « *Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement* », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement), P6.

²¹⁷ WILSON Rodney (2013), « *Le développement des marchés financiers en Afrique du nord : Etat actuel et perspectives d'avenir* », www.afdb.org, P11.

²¹⁸ Idem.

3.2. La stratégie de développement du marché financier Centre Africain

En 1999, les Etats membres de la CEMAC²¹⁹ (Communauté Economique et monétaire de l'Afrique Centrale) ont effectué une étude de faisabilité concernant la création d'un marché financier régional. Mais à l'issue de l'étude, il a été décidé de créer un marché financier centrafricain où coexistent deux marchés : un marché régional abrité au Gabon (BVMAC Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale) et un marché national DSX (Douala Stock Exchange), sous l'autorité de la COSUMAF (Commission de Surveillance du Marché Financier de l'Afrique Centrale) et la CMF (Commission du Marché financier du Cameroun) respectivement. La BVMAC a été créée en 2000 et inaugurée en 2008, quant à la DSX elle date de 2004²²⁰. Cependant, leurs stratégies consistaient principalement à :

1. Bâtir un marché financier régional harmonisé et intégré : et ce par²²¹ :
 - L'adoption d'un cadre réglementaire unique inspiré des standards internationaux édictés par l'OICV (l'Organisation Internationale des commissions de Valeurs) ;
 - Institution d'un cadre de coopération entre la COSUMAF et la CMF.
2. Créer des conditions favorables au développement du marché régional²²² :
 - Renforcer les compétences des différents acteurs du marché ;
 - Adaptation des conditions d'accès au marché pour les PME ;
 - Sensibilisation des entreprises éprouvant des besoins de financement des services et avantages offerts par le marché financier ;
 - Visibilité du marché et diffusion de la culture boursière auprès des investisseurs par l'organisation des conférences, des journées portes ouvertes, ateliers et séminaires ...etc.

²¹⁹ Elle comprend six Etats : Cameroun, République Centrafrique, République du Congo, Gabon, Guinée équatoriale et le Tchad ;

²²⁰ Rapport COSUMAF (2009), « *Comment développer le marché financier en Afrique centrale : feuille de route en vue de dynamiser le marché financier en zone CEMAC* », consulté le 23/02/2014 à 12h47, adresse URL ; [http://www.africanbondmarkets.org/fileadmin/Countries/Chad/COSUMAF/DEVELOP_FINANCIAL_MARKET%20\(2\).pdf](http://www.africanbondmarkets.org/fileadmin/Countries/Chad/COSUMAF/DEVELOP_FINANCIAL_MARKET%20(2).pdf)

²²¹ Idem.

²²² Rapport COSUMAF (2009), « *Le marché financier de la COSUMAF se développe* », consulté le 23/02/2014 à 13h09, URL <http://www.cosumaf.org/ressources/file/pdf/14740640614c0bc8feb1815.pdf>

Mais malgré les efforts fournis, la BVMAC et la DSX peinent à attirer de nouveaux émetteurs. En 2013, la DSX²²³ cotait seulement trois lignes d'actions, trois lignes d'obligations, et un marché hors cote constitué des obligations du trésor émises en faveur des créanciers de l'Etat camerounais, les obligations ordinaires du trésor et les bons du trésor émis au profit des agents économiques. Quant à la BVMAC²²⁴ elle ne cote qu'une seule ligne d'obligation de l'Etat gabonais et une entreprise gabonaise dans le compartiment d'actions (La SIAT Gabon société d'investissement pour l'agriculture tropicale).

Nous constatons que malgré le rôle important des marchés financiers dans une économie, leur poids diffère d'un pays à l'autre.

4. Les spécificités des marchés financiers contemporains

A l'ère de la mondialisation, les marchés financiers ne peuvent évoluer de façon cloisonnée. Ceci justifie leur expansion contemporaine qui ne correspond plus à celle du XIX^{ème} siècle. Cependant trois principaux traits caractérisent les marchés financiers du siècle en cours²²⁵ :

- Essor des investisseurs institutionnels : De nos jours, ce sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, sociétés d'investissement, banques et compagnies d'assurance ...etc.) les principaux détenteurs des actifs financiers. Aux USA en 1950, 90% des actions américaines étaient détenues par les ménages, mais cette part est réduite à moins de 30% en 2007. En France, le nombre d'actionnaires directes a reculé en 2011 au profit des institutions (OPCVM, assurance vie, épargne salariale...etc.) ;
- Transnationalisation des investisseurs : au début du XIX^{ème} siècle les flux internationaux de capitaux étaient organisés par des institutions bancaires

²²³ NYEMB Oscar & ULRICK Thierry (2012), « *DSX et BVMAC : Modalités de fusion et perspectives d'intégration* », consulté le 27/05/2014 à 19h17, URL <http://problemes-economiques-et-financiers.blogvie.com/2012/08/16/dsx-douala-stock-exchange-et-bvmac-bourse-des-valeurs-mobilieres-de-lafrrique-centrale-linevitale-fusion/>

²²⁴ ZOGO Willy.S (2013), « *BVMAC : Enfin la première cote* », consulté le 27/05/2014 à 19h11 URL http://www.journal-ledroit.net/index.php?option=com_content&view=article&id=956:bvmac-enfin-la-premiere-cote-&catid=102:droit-international-economique&Itemid=177

²²⁵ HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), « Finance et économie réelle : les marchés financiers français une perspective historique » Cahiers français N°361, consulté le 14/03/2014 à 21h47 ;

privées qui les dirigeaient vers leur destination par le biais d'un réseau de correspondants indépendants. De plus, les principales bourses cotaient des quantités considérables de titres étrangers en leur sein mais les opérateurs y étaient principalement nationaux. Mais aujourd'hui, les multinationales installent des filiales dans toutes les places financières, par le biais des réseaux informatiques à débit plus élevé, pour internaliser une part importante de leurs transactions qui se faisaient avant entre des entités distinctes ;

- Privatisation des échanges : au XIX^{ème} siècle les activités financières étaient organisées de façon duale et complémentaire entre marchés réglementés et ceux de gré à gré et garanties par les pouvoirs publics. Au XXI^{ème} siècle, les politiques de dérégulation ont rompu cet équilibre. Plutôt de réduire le coût du capital et de fournir de la liquidité nécessaire, la libéralisation des marchés financiers a créé une structure de marché d'autant plus opaque que la reconsolidation de l'information, qui au contraire dispersée entre un nombre croissant de systèmes d'échange.

Conclusion Chapitre (3)

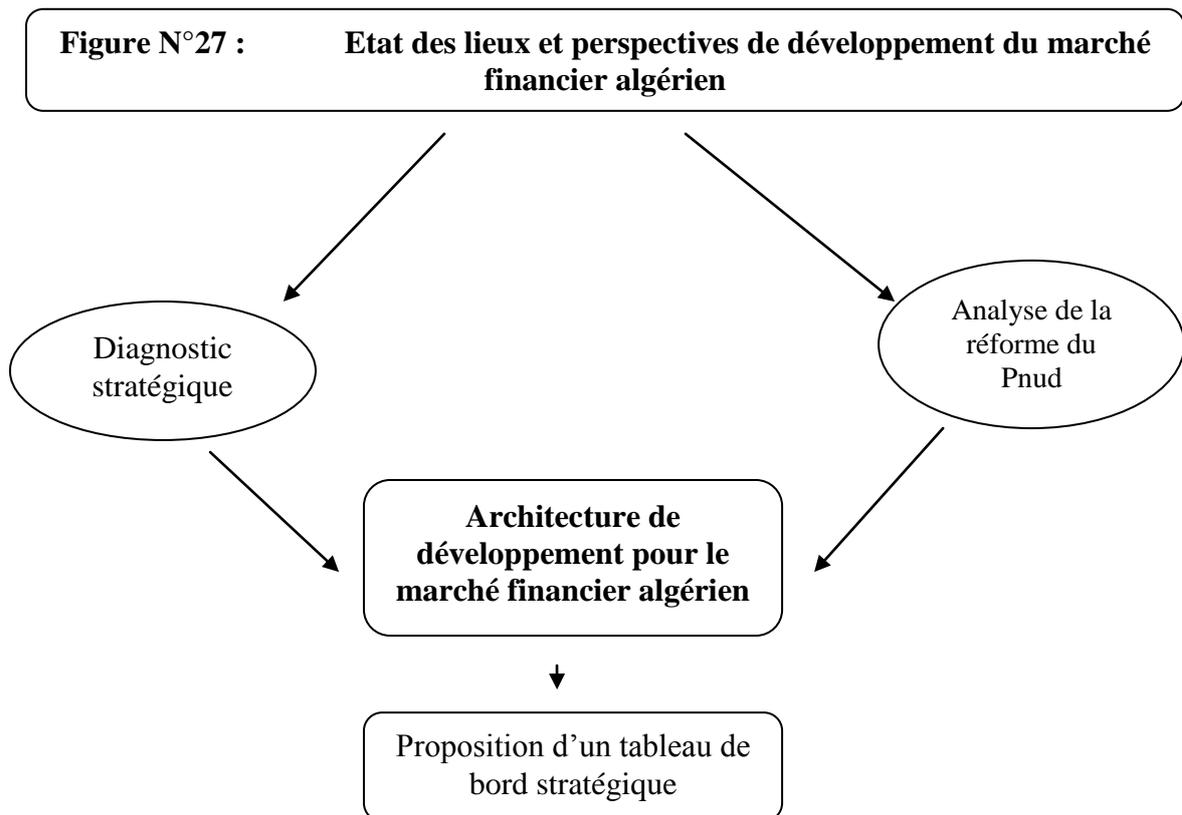
Le monde des affaires est en perpétuelle évolution, surtout avec l'avènement des nouvelles technologies qui l'ont révolutionné. Les marchés financiers ont été de même touché, et sont encore en métamorphose continue. La disproportion entre les pays en terme de marchés financiers s'explique par la fragilité de l'économie, c'est-à-dire lorsque celle-ci n'est pas soutenue par de véritables entreprises commercialisant leurs produits à l'échelle internationale, ainsi que par l'absence de volonté politique de développer ce type de marchés, est inexistante, ce qui constitue les deux principaux facteurs expliquant la disproportion entre les pays financiers dans le monde. De plus, les facteurs clés de succès à retenir des pays que nous avons présentés sont :

- La multipolarité de l'écosystème auquel appartient l'entreprise cotée, tel qu'il est le cas de NYSE-Euronext ;
- Stabilisation macroéconomique et amélioration du climat des affaires comme pour les pays émergents;
- Développement et instauration de véritables investisseurs institutionnels, tout comme le Maroc et l'Egypte.

CHAPITRE (4)
ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES
DE DEVELOPPEMENT POUR LE
MARCHE FINANCIER ALGERIEN

Introduction chapitre 4

Le marché financier algérien est en fonction depuis 1997 mais jusqu'à l'heure actuelle sa taille est loin d'être en cohérence avec l'ampleur de l'économie nationale. Un pays comme l'Algérie, où la rente constitue son principal revenu qui finance en grande majorité ses projets d'investissement et dont le secteur privé n'opère pas dans de véritables secteurs créateurs de richesse à long terme, la bourse ne lui constitue pas une alternative de financement. Cependant, pour mieux comprendre pourquoi ce marché, après plus de 17 ans d'existence, n'a pas pu attirer l'intérêt des émetteurs et des investisseurs, nous proposons dans ce chapitre un diagnostic de l'ensemble de l'environnement affectant le développement du marché. Ensuite nous présenterons le projet de réforme initié par le PNUD en 2009 afin de valoriser ses apports. Et enfin nous finirons par une proposition d'une architecture de développement du marché financier algérien, piloté par un tableau de bord stratégique, tel qu'il est synthétisé dans le schéma ci-après :



Source : Elaboré par nous-mêmes

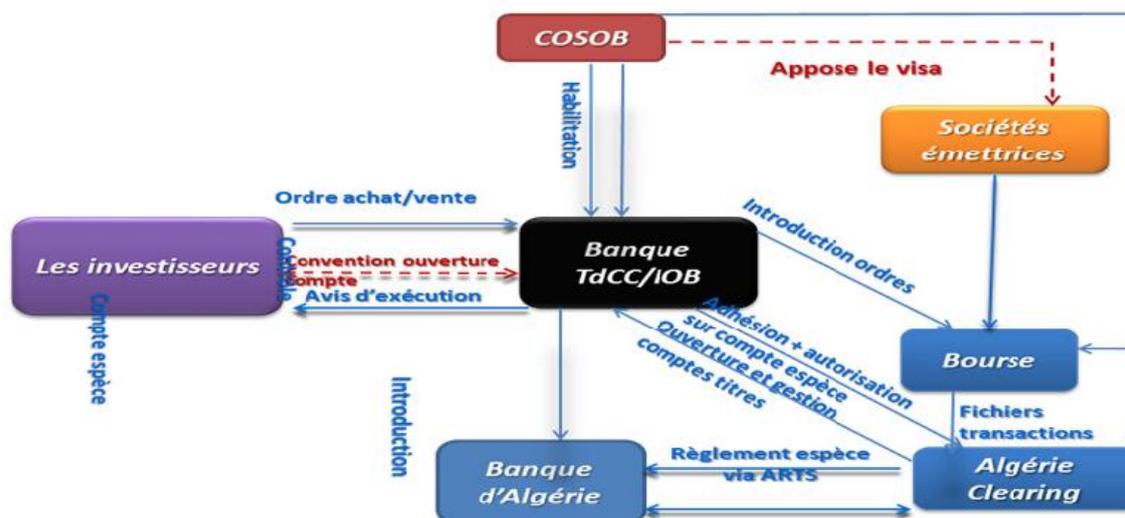
1. Diagnostic stratégique de l'environnement global du marché financier algérien

La détermination des principaux facteurs freinant le développement du marché financier algérien nécessite un diagnostic de l'ensemble des variables pouvant affecter ce marché. De ce fait, nous avons jugé important de présenter les différents intervenants de ce marché avant de procéder à l'analyse des différentes variables de son environnement.

1.1. Présentation des différents intervenants du marché financier algérien

Le marché des valeurs mobilières algérien est défini selon le décret législatif N°93-10 du 23/05/1993, modifié et complété par la loi 03-04 du 17/02/2003, comme étant le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières²²⁶. Le schéma ci-après met en exergue les interactions qui existent entre les différents intervenants qui le composent comme suit :

Figure N°28 : Les intervenants du marché financier algérien



Source : COSOB (2013), « Les intervenants du marché financier algérien » ;

Le marché des valeurs mobilières algérien est réglementé et surveillé par la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), géré par la SGBV (Société de Gestion des Valeurs Mobilières), animé par les IOB (Intermédiaires en Opérations de Bourse), sécurisé par le dépositaire central des titres (Algérie Clearing) ainsi

²²⁶ COSOB (2013), « Les intervenants du marché financier algérien », Alger, P3.

que par les TCC (Teneurs de Comptes-Conservateurs) qui assurent le règlement-livraison et la garde des titres respectivement et enfin alimenté par des SPA (Sociétés Par Actions) ainsi que par les investisseurs²²⁷. Nous exposons en ce qui suit une brève présentation de l'ensemble des intervenants du marché financier algérien ainsi que les missions qui leurs sont confiées :

1.1.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse est instituée par décret législatif N° 93-10 du 23/05/1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières. Elle est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Elle est composée d'un président et de six membres²²⁸ :

- a. Le président est nommé par décret présidentiel pour un mandat de quatre ans ;
- b. Les membres sont nommés en fonction de leurs compétences financières et boursières pour une durée de quatre ans :
 - Un magistrat proposé par le ministre de la justice ;
 - Un membre proposé par le ministre chargé des finances ;
 - Un professeur d'université proposé par le ministre de l'enseignement supérieur ;
 - Un membre proposé par le gouverneur de la banque d'Algérie ;
 - Un membre choisi parmi les dirigeants des personnes morales émettrices de valeurs mobilières ;
 - Un membre proposé par l'ordre national des experts comptables, commissaires aux comptes et comptables agréés.

La COSOB a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment à la protection de l'épargne investie en ces valeurs ainsi qu'au bon fonctionnement du marché par l'instauration de la transparence, et ce grâce aux pouvoirs qui lui ont été accordés²²⁹, à savoir :

²²⁷ Idem.

²²⁸ Idem P4.

²²⁹ Idem P5.

- Pouvoir réglementaire : la COSOB édicte les règlements ainsi que les instructions nécessaires au bon fonctionnement du marché, à titre d'exemple : définition des règles que doivent appliquer les IOB, type et mécanisme de cotation des titres, les instruments pouvant être émis et échangés etc. ;
- Pouvoir de surveillance et de contrôle : ce pouvoir permet à la COSOB de s'assurer du respect des dispositions législatives et réglementaires pour chaque intervenant ainsi que de vérifier que les sociétés faisant appel public à l'épargne se conforment aux obligations d'informations auxquelles elles sont soumises. Parmi les moyens de contrôle qu'utilise la commission nous avons : les missions d'inspection de tous les acteurs du marché, engager des enquêtes qui peuvent être menées par la justice, les agréments qu'elle accorde que ce soit pour les IOB, TCC ou autre etc. ;
- Pouvoir disciplinaire et arbitral : pour exercer ce pouvoir il a été institué une chambre disciplinaire au sein de la COSOB, mais elle n'est toujours pas opérationnelle à cause de la faible taille du marché boursier national. Or, la commission avait déjà recouru à ce pouvoir dans les cas de suspension d'agréments ou limitation d'activités de quelques IOB et TCC, et ce à cause d'infractions déontologiques professionnels ainsi qu'aux violations des dispositions législatives et réglementaire par ces intervenants.

1.1.2. La Société de Gestion de Bourse de Valeurs (SGBV)

La société de gestion de bourse de valeurs (SGBV) est une société par actions au capital social de 477,2 millions DA, ce dernier est détenu par les IOB agréés par la COSOB. Les statuts ainsi que la nomination des principaux dirigeants de la SGBV sont approuvés par le ministre des finances après avis de la COSOB²³⁰. Deux compartiments coexistent au sein de la SGBV, un marché des titres de capital destiné aux grandes entreprises et un autre aux PME, un marché de titres de créance émis par les SPA privés, les organismes publics ainsi que par l'Etat et un marché bloc OAT (Obligations Assimilables émises par le Trésor public).

Les principales missions confiées à la SGBV sont²³¹ :

- L'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilières ;

²³⁰ Idem P6.

²³¹ Idem.

- L'organisation matérielle des transactions et des séances de bourse ;
- L'enregistrement des négociations des IOB, car la SGBV n'est pas dotée d'un système de transmission des ordres de bourse des IOB pour les coter en son sein ;
- Gestion du système de cotation des titres ;
- Publication des informations relatives aux transactions en bourse ;
- L'édition d'un bulletin officiel de la cote sous le contrôle de la COSOB.

1.1.3. Algérie CLEARING

Le dépositaire central des titres, Algérie clearing, est un organisme qui se charge du règlement espèce contre livraison des titres. Il est une SPA dont les statuts ainsi que la nomination de ses dirigeants sont approuvés par le ministre des finances après avis de la COSOB. Son capital, évalué à 240 milliards DA, est détenu par la BNA, BADR, BEA, CNEP à 18% chacun, BDL (14%), AURASSI (8%), CPA (4%) et enfin SAIDAL (2%)²³².

Algérie clearing a pour mission²³³ :

- La codification des titres émis sur le marché selon les normes internationales (ISIN : International Securities Identification Number, ainsi que la norme CFI : Classification of Financial Instruments) ;
- Dématérialisation des titres en inscrivant les titres matériels en compte titres auprès les TCC ;
- La conservation des titres dans des comptes ouverts au nom de ses adhérents²³⁴ de manière sécurisée ;
- Dénouement des transactions réalisées au niveau de la SGBV et même en dehors de celle-ci, c'est-à-dire répartition des comptes titres/comptes espèces par IOB car le dépositaire reçoit le sold des comptes de tous les IOB ;
- L'administration des titres : paiement des dividendes, d'intérêts etc. ;
- Identification des actionnaires en cas de demande des émetteurs.

²³² Idem P7.

²³³ Idem, P7

²³⁴ Peuvent être adhérents (actionnaires) au dépositaire central des titres : les TCC habilités par la COSOB, les IOB agréés par la COSOB, les SVT (Spécialistes en Valeur de Trésor), personnes morales émettrices des titres admis en bourse, les dépositaires centraux étrangers, ainsi que toute autre entité opérant dans le domaine de titres après l'approbation du conseil d'administration de Algérie Clearing.

1.1.4. Les Intermédiaires en Opération de Bourse (IOB)

Les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) sont des personnes morales agréées par la COSOB pour exercer principalement la négociation des valeurs mobilières admises en bourse. Les banques, établissements financiers ou tout autre société commerciale constituée pour cette mission peuvent être agréés pour exercer cette activité²³⁵.

Mis à part la négociation des titres, les IOB peuvent exercer²³⁶ :

- La négociation pour compte de tiers ou compte propre ;
- Conseils en placement de valeurs mobilières ;
- Gestion individuelle de portefeuilles en vertu d'un contrat écrit ;
- Gestion de portefeuilles d'OPCVM ;
- Conservation et administration de valeurs mobilières ;
- Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégies de fusion-acquisition.

Il est important de préciser que les IOB assistent les entreprises de grande taille désirant se faire coter en la bourse d'Alger. Quant aux PME, leur accompagnement lors de l'introduction en bourse est assuré par un promoteur en bourse. Cette nouvelle profession peut être exercée soit par un IOB-conseiller ou bien par une société de conseil financier inscrite auprès de la COSOB²³⁷.

1.1.5. Les teneurs de comptes conservateurs

Les Teneurs de Comptes-Conservateurs (TCC) de titres sont des organismes habilités par la COSOB pour exercer l'activité qui consiste à inscrire en compte « titres » aux noms de leurs titulaires ainsi qu'à concevoir les avoirs correspondants en comptes « espèces » selon les modalités propres à chaque émission de titres²³⁸. Les organismes pouvant exercer ce métier sont les IOB, les banques, établissements financiers, société émettrice en gérant ses propres titres ainsi que toute autre institution autorisée à effectuer

²³⁵ Idem P8.

²³⁶ Idem.

²³⁷ Idem P10.

²³⁸ Idem P9.

des opérations de bourse prévues par les dispositions législatives et réglementaires qui les régissent²³⁹.

Les TCC sont chargés de :

- Assurer la garde ainsi que l'administration des titres qui leurs sont confiés au nom de leurs titulaires ;
- Exécuter les instructions comme : nantissement, mutations et transferts...etc. ;
- Effectuer des opérations sur les titres : paiement de dividendes, des intérêts, virement de droits...etc. ;
- Informer les titulaires sur les opérations affectant leurs comptes.

1.2. Diagnostic et analyse de l'environnement du marché financier algérien

Pour toucher à une part importante des composantes de l'environnement, nous avons subdivisé ce dernier en terme de sa relation avec le marché financier algérien. L'environnement qui comprend toutes les variables marco est dit environnement global, celui-ci touche le politique, l'économique, le social, technologique et légal ce qui donne l'acronyme PESTEL. L'environnement qui comprend les acteurs pouvant concurrencer le marché financier est dit sectoriel. Le diagnostic que nous proposons nous a poussé à recourir aux outils suivants :

1.2.1. L'analyse PESTL

L'analyse PESTEL constitue un outil permettant d'étudier le degré d'influence des environnements : politique, économique, social, technologique et légal sur l'activité du marché financier algérien.

Tableau N°2 : L'analyse PESTEL du marché financier algérien

Environnement	Atouts	Inconvénients
Politique	- Initiation de la réforme de redynamisation du marché financier algérien par le ministère des finances avec la collaboration du Pnud où le projet a débuté en Mai	- Climat d'affaires munis d'entraves bureaucratiques : la législation des cinq dernières années semble avoir été faite dans le but de maintenir le système économique en « import/import » où la facture des importations a franchi la barre de 46 milliards

²³⁹ Idem.

	2011 et la date prévue pour la clôture Octobre 2013 ²⁴⁰ .	de dollars chaque année ²⁴¹ . De plus, selon le rapport du doing business 2014 l'Algérie est classée à la 153 ^{ème} position sur 189 pays économiques en terme de facilitation de faire des affaires. - Monopolisation publique de quelques secteurs d'activités tels que les banques et les compagnies aériennes depuis le scandale du groupe Khalipha ²⁴² . Ces deux éléments expliquent en partie le sous développement du marché boursier algérien, où les entreprises constituent sa matière première. Cependant, l'absence de l'entrepreneuriat en Algérie, qui résulte des pouvoirs publics, représente le frein majeur empêchant la bourse d'Alger de se développer.
Economique	- Taux d'inflation enregistré en 2013 est de 6,9% ²⁴³ .	- Tissu économique concentré autour des TPE avec un pourcentage de 97,84% ensuite viennent les PME avec 2,06% ²⁴⁴ . - Taux de chômage 30% en 2013 ²⁴⁵ .
Social	- La population âgée de 15 à 59 ans est de 64,4% en 2013 ²⁴⁶ . - Près de 7,1% des adultes (25 ans et plus) sont en chômage ²⁴⁷ ;	- Population active (force de travail, population âgée de 15 ans et plus) a été estimée à près de 41,7% en 2013 ²⁴⁸ ; - Taux d'emploi (ou ratio de la population employée, il est défini comme étant le rapport de la population active occupée à celle âgée de 15 ans et plus) est évalué à 37,6% ²⁴⁹ . - Près de 21,5% des jeunes entre 16 et 24 ans sont en chômage ²⁵⁰ ;

²⁴⁰ Pnud (2011), « Appui à la réforme du marché financiers algérien », consulté le 23/02/2014 à 00h32, adresse URL

http://www.dz.undp.org/content/algéria/fr/home/operations/projects/democratic_governance/appui-a-la-reforme-du-marche-financier/

²⁴¹ BENYOUB Rachid (2013), « Etat des lieux », annuaire économique et social 2013, édition Kalma consulting, 8ème édition, Alger. P59.

²⁴² BENYOUB Rachid (2013), Op.Cit P59.

²⁴³ BENYOUB Rachid (2013), Op.Cit P49.

²⁴⁴ ONS (2012), « Premier recensement économique 2011 : Résultats définitifs de la première phase », Collection statistique N°172/2012, série E : Statistiques économiques N°69

²⁴⁵ BENYOUB Rachid (2013), Op.Cit P3.

²⁴⁶ Idem, P6

²⁴⁷ Idem P44

²⁴⁸ Idem P43

²⁴⁹ Idem P44

²⁵⁰ Idem P44

		- Le taux de chômage des diplômés de l'enseignement supérieur a atteint 21,4% ²⁵¹
Technologique	- Création du cyberparc technologique de Sidi abdallah en 2010 ²⁵²	- l'Algérie éprouve un retard en terme des technologies de l'information et de communication. Selon le dernier rapport de Global Index 2013, qui constitue un classement mondial réalisé par l'OMPI (Organisation Mondiale de la Propriété Intellectuelle), l'Algérie est classée à la 138 ^{ème} position sur 149 pays ²⁵³ .
Juridique	- La loi de finance 2014 a introduit une incitation aux entreprises algériennes pour qu'elles recourent au marché boursier et financer leurs projets d'investissement, et ce en exonérant la part du capital introduite ²⁵⁴ en bourse de l'IBS ²⁵⁵	- Vide réglementaire en terme d'obligation des entreprises atteignant une certaine taille (que ce soit en terme de chiffre d'affaire ou effectifs) à se faire coter en la bourse d'Alger, tel qu'il est le cas de la Turquie ²⁵⁶ .

Source : Elaboré par nous-mêmes ;

▪ **L'environnement politique**

- Le projet de réforme initié par le Pnud constitue une des stratégies que devrait adopter l'Algérie pour moderniser son marché boursier. Toutefois, malgré le retard enregistré en terme de respect des délais, le projet a démarré sa deuxième phase qui est « la mise en place » du plan d'actions proposé en « la phase (01) : évaluation » où il a été dernièrement signé un protocole d'échange entre la SGBV et Europlace en Novembre 2013 ;
- Le faible taux d'entrepreneuriat en Algérie, estimé à 29,5% en 2013, réside en le climat d'affaire du pays caractérisé par la multiplication de la bureaucratie ainsi que le désintéressement des pouvoirs publics ce qui affaiblie le nombre d'émetteurs de titres financiers sur la SGBV.

²⁵¹ Idem P44

²⁵² HEDJEM Nawel (2013), « Profil entrepreneurial : modélisation et rôles des incubateurs –cas de sidi abdallah », master 2 en management des organisations, établissement Ecole Nationale Supérieure de Management, encadré par LAGGOUNE Nadhir

²⁵³ BENYOUB Rachid (2013), Op.Cit P70

²⁵⁴ (20% minimum pour les grandes entreprises et 10% PME)

²⁵⁵ Information recueillie lors des entretiens au niveau de la COSOB ;

²⁵⁶ KOUDRI Ahmed (2012), « Le marché financier algérien : situation et perspectives », Cahier du CREAD N°101, pages [5-20]

▪ **L'environnement économique**

- Le taux relativement élevé de l'inflation pousse et les ménages et les entreprises à placer leurs épargnes pour récompenser cette perte due à cet agrégat économique, et ce en achetant des titres financiers cotés sur la SGBV, par conséquent la liquidité de celle-ci sera améliorée ;
- La composition du tissu économique algérien peut permettre l'amélioration de la taille de son marché financier à court terme voire même à moyen terme, mais elle ne peut pas rendre ce marché plus dynamique à long terme, puisque ce dernier ne finance que les grandes entreprises et récemment les PME, alors que les TPE sont en dominance avec plus de 97% ;

▪ **L'environnement social**

- La demande d'actifs financiers cotés sur la SGBV peut être améliorée avec la mise en place d'une politique de communication permanente puisque près de 64,4% de la population est pagée entre 15 à 59 ans où le chômage en cette tranche d'âge ne dépasse pas 8%²⁵⁷ ;

▪ **L'environnement technologique**

- La création du cyberparc technologique qui rentre dans le cadre de la stratégie e-Algérie permet au marché financier algérien de se nourrir de plateformes de communication, système de gestion des transactions boursières etc. Ce cyberparc assiste, accompagne et finance des porteurs de projets désirant créer des strat-up dans le domaine des TIC.

1.2.2. Le diagramme de Porter

Le deuxième outil auquel nous avons recouru est la définition des cinq forces de PORTER. Cet outil examine l'environnement concurrentiel du marché financier algérien afin de déterminer sa position concurrentielle par rapport aux autres concurrents. Mais avant de dresser l'hexagone de PORTER, nous présenterons en premier lieu la méthode de calcul de chaque force comme suit :

Tableau N°3 : Méthodologie d'élaboration du diagramme de PORTER

Les cinq forces de POTER	Indication de la variable	Valeurs (%)
Les concurrents directs	Les concurrents directs de la SGBV sont les marchés de gré à gré, mais ce type de marché n'existe pas en raison de la faible taille de ce dernier.	0%
Les clients (investisseurs)	- L'indicateur est calculé selon la formule = l'épargne détenue par les banques/l'épargne détenue par les banques ainsi que celle investie en bourse - L'épargne investie en bourse = valeur des transactions sur actions = 0,67314 milliards DA ²⁵⁸ - L'épargne détenue par les banques = dépôts à vue + dépôts à terme = 3 356,8+3 331,5 = 6 688,3 milliard DA ²⁵⁹	99,98%
Les fournisseurs (émetteurs)	- L'indicateur est égal aux Crédits à court, moyen, et long terme sollicités par les entreprises aux banques/ (Crédits à court, moyen, et long terme sollicités par les entreprises aux banques) + capitalisation boursière flottante+encours des obligations - Crédits octroyés par les banques aux entreprises = 1 361,4+ 2 935 = 4 296,4 milliards DA ²⁶⁰ - capitalisation boursière flottante en 2012 = 2 605,74 milliards DA ²⁶¹ - encours des obligations en 2012 = 8920 milliards DA ²⁶²	10,56%
Produits de substitutions (les banques)	selon une étude menée sur le système bancaire pendant l'année en cours, il s'est avéré que le marché financier algérien ne contribue qu'à hauteur de 1% au financement de l'économie ce qui veut dire que la majorité des entreprises se finance via les banques ²⁶³ .	99%
Les entrants potentiels (société de capital-investissement)	Ils constituent les sociétés de capital investissement, malgré l'existence de quelques-uns tels que : le FNI (fonds National d'Investissement), El djazair Istithmar, 48 fonds de wilaya (fonds d'investissements publics), les fonds mixtes (Finalep, Asicom), fonds non résidents (Africinvest), mais leurs parts de marchés est quasiment nulle ;	0%

Source : Réalisation par nos soins

²⁵⁸ Rapport COSOB (2012)

²⁵⁹ Rapport Banque d'Algérie (2012)

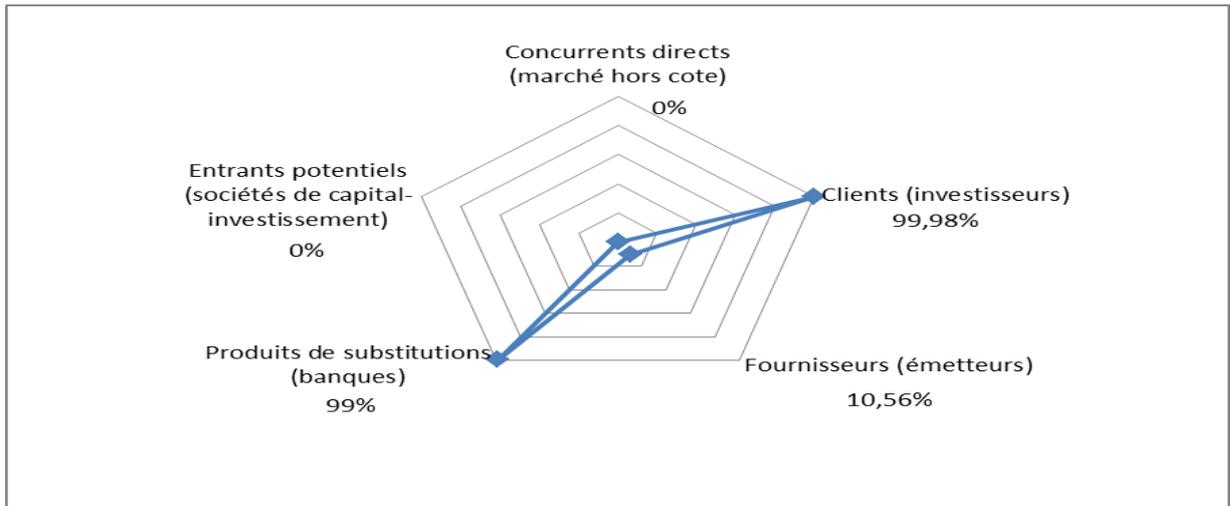
²⁶⁰ Idem.

²⁶¹ Op.Cit,

²⁶² Idem.

²⁶³ LESLOUS Samir (2014), « Pourquoi le système bancaire algérien demeure fragile et non performant ? », Journal quotidien LIBERTE, N°6558, ISSN 1111-4290 P7.

Figure N°29 : Le diagramme de PORTER



Source : Elaboré par nous-mêmes

Le diagramme le PORTER nous fait comprendre que la structure concurrentielle du marché financier algérien est faible. Tout d'abord ceci s'explique par l'inexistence de concurrents directs (les marchés en hors cote) ainsi que les entrants potentiels qui peuvent entrer sur le marché de financement des entreprises tels que les sociétés de capital investissement qui ne sont pas vraiment développées en Algérie. En outre, les principaux acteurs qui ont une forte pression concurrentielle sur le marché financier algérien sont les banques, qui d'un coté financent près de 99% et d'un autre coté détiennent la majorité de l'épargne où près de 98% de leurs clients y placent leurs épargnes. Quant au taux de 10,56% qui représentent le montant des crédits accordés par les banques aux entreprises, à moyen et long terme, peut paraître faible par rapport au taux de 99% qui représente le poids des banques dans le financement des entreprises. La faiblesse de ce taux s'explique par les règles prudentielles à la quelles sont soumises les banques, de ce fait ces dernières ne peuvent accorder des montants colossaux de crédits contrairement au marché boursier.

1.2.3. La matrice SWOT

Pour analyser la capacité ainsi que les ressources dont dispose et que devrait améliorer le marché financier algérien, nous avons recouru à la matrice SWOT. Le tableau suivant synthétise les principales forces, faiblesses du marché financier national ainsi que les opportunités et menaces de son environnement comme suit :

Tableau N° 4 : La matrice SWOT du marché financier algérien

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Elargissement de la gamme d'émetteurs au sein de la SGBV par la création, fin 2013, du compartiment PME pour permettre à celles-ci de se financer via la bourse et donc de multiplier le nombre d'entreprises cotées puisque l'Algérie compte près de 687 400 PME fin 2013²⁶⁴ ; - Développement d'un nouveau métier « promoteur en opérations de bourse » qui se charge d'assister et d'accompagner les PME tout au long de leur vie en la SGBV²⁶⁵ ; - Dotation de moyens techniques, financiers et humains permettant l'amélioration de la taille du marché boursier. 	<ul style="list-style-type: none"> - Délais de préparation des dossiers d'entrée en bourse est compris entre (8 à 10 mois)²⁶⁶ ; - Manque de professionnalisme des acteurs du marché, tels que les IOB, la plupart sont des banques, qui ne font que la négociation, or les autres activités qui leurs sont accordées n'ont pas été exercées à l'exemple de l'accompagnement des entreprises désirant s'introduire en bourse, celles-ci recourent dans la majorité des cas aux cabinet de conseils ; - Inexistence de teneurs de marchés dont la mission principale est l'animation du marché en y injectant de la liquidité ; - Manque de moyens de communication entre la bourse, les émetteurs ainsi que les investisseurs, de ce fait ces derniers, par ignorance aux avantages du marché boursier algérien, n'y recourent pas.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Décision d'introduction de huit entreprises en la SGBV par le CPE (Conseil des Participations de l'Etat), à savoir : Mobilis, Cosider, trois cimenteries relevant du groupe Gica, CPA (Crédit Populaire d'Algérie), la Caar et Avenir Décoration (entreprise privée)²⁶⁷ ; - Echanges et coopération avec des organes internationaux à l'instar de : l'adhésion de la COSOB à l'OICVM (Organisation Internationale de Commissions de Valeurs Mobilière)²⁶⁸, 	<ul style="list-style-type: none"> - Inexistence d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, ainsi que le faible rôle joué par les investisseurs institutionnels, ce qui affaiblie de plus en plus la demande de titres et donc la liquidité du marché boursier : la seule SICAV qui existe, CELIM, n'as pas émis ses propres titres sur le marché²⁶⁹ ; - La composition ainsi que la nature du tissu économique algérien, d'un coté près de 97% sont des TPE qui ne peuvent être financées par la SGBV, d'un autre coté la majorité des PME sont des entreprises familiales qui ont une réticence vis-à-vis de la bourse en raison du contrôle qui diminue en cas d'introduction en bourse²⁷⁰ ; - la sous-déclaration des résultats, incontrôlée et non sanctionnée par l'Etat algérien, réalisés par les entreprises algériennes écarte la bourse d'Alger d'être une alternative de financement de leurs projets d'investissement²⁷¹.

Source : Elaboré par nous-mêmes,

²⁶⁴ H.A (2013), « Bourse d'Alger : Une dizaine d'entreprises publiques y feront leur entrée », journal LIBERTE du 22/12/2013, ISSN 1111-4290 P7.

²⁶⁵ Idem P7

²⁶⁶ HADDOUCHE Hassan (2013), « La bourse d'Alger veut grandir vite », Le journal quotidien LIBERTE du 4/12/2013, ISSN 1111-4290, P15.

²⁶⁷ Information recueillie lors des entretiens à la COSOB.

²⁶⁸ Idem

²⁶⁹ Information recueillie lors des entretiens à la COSOB,

²⁷⁰ Entretien avec un des membres du conseil d'administration du think-tank « Nabni » LAGGOUNE Nadhir

²⁷¹ Entretien avec un des membres du conseil d'administration du think-tank « Défendre l'entreprise » LAMIRI Abdelhak

2. Analyse de la réforme initiée par le PNUD pour redynamiser le marché financier algérien

Le projet de réforme et de redynamisation du marché financier algérien a été initié par le PNUD en Mai 2009 en collaboration avec le ministère des finances. Ce projet avait pour but²⁷² :

- La conception d'un schéma d'organisation ;
- La définition d'une grille de métiers à mettre en place.

Le projet comprend deux phases :

2.1. Phase (01) : Evaluation et définition du schéma cible de développement

Cette phase a nécessité la détermination du potentiel du marché financier algérien afin de fixer les objectifs à atteindre sur le moyen terme. A l'issue de cette étape une organisation cible a été proposée par les experts et professionnels de l'équipe chargée de mission du PNUD ainsi qu'une liste de métiers et services à développer.

2.1.1. Potentiel du marché financier algérien

Le potentiel d'un quelconque marché financier est lié aux fondamentaux économiques du pays. Ce potentiel est fonction des besoins ainsi que de la capacité de financement, mais il dépend aussi de²⁷³ :

- L'accès aux autres modes de financement ;
- La part de l'Etat dans l'économie ;
- Secteurs économiques ;
- Niveau de développement des acteurs du marché ;
- Niveau d'éducation de la population...etc.

Les experts, professionnels et spécialistes du groupe d'études du Pnud ont défini en premier lieu un seuil à partir duquel les activités liées au marché financier algérien

²⁷²Pnud (2011), « Appui à la réforme du marché financiers algérien », consulté le 23/02/2014 à 00h32, adresse http://www.dz.undp.org/content/algeria/fr/home/operations/projects/democratic_governance/appui-a-la-reforme-du-marche-financier-/ URL

²⁷³ LEROY Xavier (2012), « Potentiel du marché financier algérien et perspectives : spécification des besoins et des capacités à développer le marché financier algérien », Prospective Pnud, Award N°61824

connaissent un niveau de rentabilité, et ce afin de fixer les objectifs, à moyen terme, que devrait atteindre ce marché, et ce sur les données de l'année 2011. Pour mesurer ce seuil critique, il a été utilisé une approche empirique qui consiste à prendre comme référence les niveaux d'activités d'un marché financier émergent pour l'appliquer au marché financier algérien. De plus, pour mesurer la taille du marché financier algérien, il a été utilisé le ratio (capitalisation boursière/PIB), le PIB est une donnée qui mesure la production de la richesse quant à la capitalisation boursière elle mesure la valeur au prix du marché des entreprises cotées²⁷⁴. Les pays qui ont été utilisés comme référence et dont les marchés financiers respectifs sont émergents par rapport à l'Algérie sont présentés dans le tableau suivant :

Tableau N°5 : Position du marché financier algérien par rapport aux marchés émergents-2011- »

	Algérie	Tunisie	Maroc	Jordanie	Turquie	Kazakhstan	MENA	Monde Arabe	Zone euro
PIB (Milliards USD)	188,68	45,86	100,22	28,84	773,09	186,20	3 051,46	2 401,70	13 075,79
Capitalisation boursière (Milliards USD)	0,20	9,66	60,09	27,18	201,82	43,30	1 109,75	854,11	5 482,97
Capitalisation boursière (% PIB)	0,10	21,07	59,96	94,25	26,11	23,26	47,78	46,23	41,93
Nombre de sociétés cotées	3	57	75	247	362	63	2 290	1 347	6 250
Valeur négociée (Milliards USD)	0,00	1,12	6,32	4,02	413,70	1,09	752,59	518,76	6 492,08
Valeur négociée (% PIB)	0,00	2,44	6,31	13,95	53,51	0,58	24,66	21,60	49,65
Taux de rotation (Capitaux traités / Cap. Bours. moy.)	1,24	10,98	9,78	13,86	162,72	2,09	44,61	43,29	110,41

Source : LEROY Xavier (2012), « Potentiel du marché financier algérien et perspectives : spécification des besoins et des capacités à développer le marché financier algérien », Prospective Pnud, Award N°61824, P5

Ensuite, l'ensemble des données du marché financier algérien ont été indexées sur les autres marchés, et ce afin de déterminer le pays de base « de référence », tel qu'il est présenté dans le tableau suivant :

²⁷⁴ Idem.

Tableau N° 6 : Simulation de la taille du marché financier algérien »

	Algérie	Algérie (/Tunisie)	Algérie (/Kazakhstan)	Algérie (/M. Arabe)	Algérie Objectif Cible	Algérie Objectif MT
PIB (Milliards USD)	188,68	188,68	188,68	188,68	188,68	188,68
Capitalisation boursière (Mds USD)	0,20	39,76	43,89	87,22	40,00	10,00
Capitalisation boursière (% PIB)	0,10	21,07	23,26	46,23	21,20	5,30
Nombre de sociétés cotées	3	235	64	138	150	38
Valeur négociée (Mds USD)	0,00	4,60	1,09	40,75	4,00	1,00
Valeur négociée (% PIB)	0,00	2,44	0,58	21,60	2,12	0,53
Taux de rotation (Capitaux traités / Cap. Bours. moy.)	1,24	10,98	2,09	43,29	10,00	10,00

Source : LEROY Xavier (2012), « Potentiel du marché financier algérien et perspectives : spécification des besoins et des capacités à développer le marché financier algérien », Prospective Pnud, Award N°61824, P6.

Nous remarquons que la taille du marché financier algérien est la plus faible par rapport à celle du marché financier tunisien, les experts de l'étude ont donc pris comme référence le minimum entre les valeurs du ratio (Capitalisation boursière/PIB) indexé aux trois pays présentés sur le tableau, qui est égal à 21,07%. De ce fait, la Tunisie a été prise comme étant marché de référence. A la fin les experts ont comme objectif à moyen terme (dans cinq ans) :

- Réalisation d'une capitalisation boursière de 40 milliards de dollars ;
- Enregistrement de 150 entreprises cotées sur la SGBV ;
- Et enfin 4 milliards de dollars de valeurs négociés.

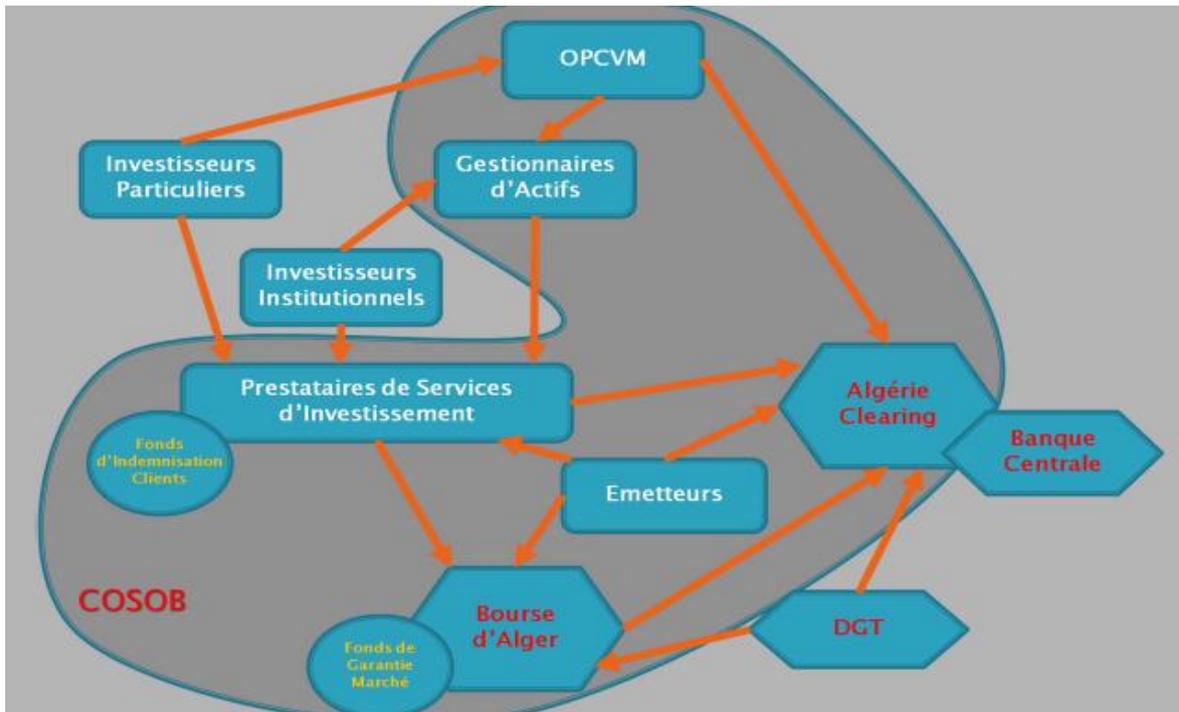
En revanche, nous avancerons, par rapport à la méthodologie utilisée par le groupe d'étude du Pnud pour la détermination de la taille cible du marché financier algérien, deux principales critiques :

- La méthodologie n'a pas pris en considération les spécificités économiques et sociales de chaque pays objet d'étude, car il n'est pas faisable de prendre le niveau d'activité d'un pays et l'appliquer directement sur un autre pays comme l'Algérie, pays rentier dont le tissu économique est quasiment dominé par les TPE ;
- De plus, les données qui ont été utilisés sont celles de l'année 2011 où le printemps arabe s'est déclenché en Tunisie, ce qui s'est répercuté négativement sur l'ensemble des activités du pays.

2.1.2. Modèle d'organisation cible

Après avoir déterminé la taille cible du marché financier algérien dans cinq ans, le groupe de travail du PNUD a proposé une organisation permettant d'atteindre les objectifs fixés. Le schéma de cette organisation est présenté ci-dessous :

Figure N° 30 : Modèle d'organisation du marché financier algérien



Source : LEROY Xavier (2012), « Potentiel du marché financier algérien et perspectives : spécification des besoins et des capacités à développer le marché financier algérien », Prospective Pnud, Award N°61824, P43.

Nous remarquons que le modèle proposé par le Pnud ne diffère pas beaucoup du modèle de fonctionnement actuel du marché financier algérien, sauf qu'ils ont mis l'accent sur le rôle des investisseurs institutionnels ainsi que des gestionnaires d'actifs, qui est quasiment absent actuellement.

2.1.3. Métiers et services à développer

Après avoir défini le schéma cible d'organisation du marché financier algérien, le programme Pnud pour la réforme du marché financier national a décrit une liste de métiers et services que doit remplir le modèle d'organisation proposé, à savoir²⁷⁵ :

- Conseiller en placement de produits financiers ;
- Courtiers en produits financiers ;
- Négociateur en produits financiers :
- Spécialiste de risque :
- Spécialiste de la compliance :
- Conservateur de titres :
- Analyste financier et technique :
- Gestionnaire de portefeuille :
- Banquier d'affaires qui se charge de l'ingénierie financière.

2.2. Phase (02) : Mise en œuvre

Le groupe de travail du Pnud a entamé ses recherches en mai 2009, à l'issue de ses études, juin de la même année, il a été prévu de mettre en œuvre l'ensemble des propositions et recommandations conclues en mai 2011 et de clôturer le projet en Octobre 2013. Mais la phase de mise en œuvre n'a été entamée que récemment, novembre 2013 où il a été signé un protocole d'accord entre la SGBV et la place Europlace dans le but de renforcer les relations entre les deux places et développer le marché national.

²⁷⁵ BROCHE George (2012), «Redéfinition et séparation des métiers et services d'investissements» ;

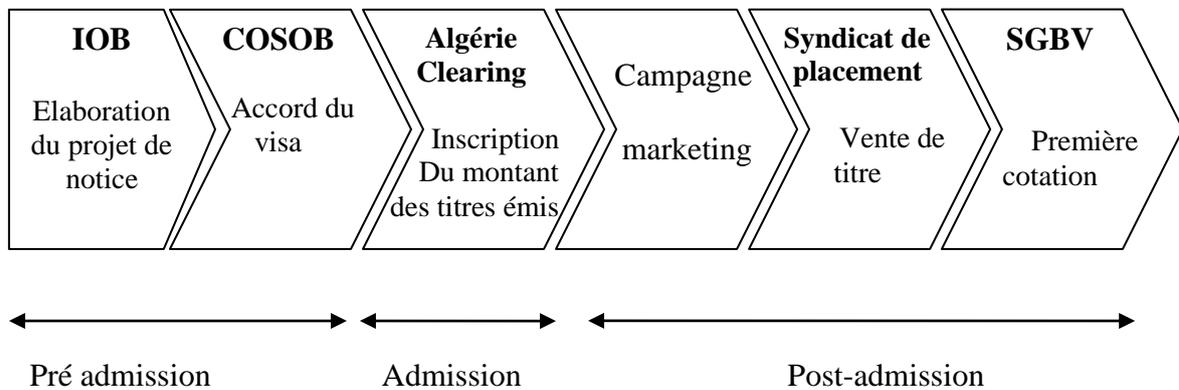
3. Architecture de développement du marché financier algérien

Il est bel est bien important de présenter l'architecture actuelle du marché financier algérien afin de visionner ses principales lacunes et y remédier par la suite.

3.1. L'architecture actuelle du marché financier algérien

Avant de détailler les domaines d'intervention de chaque intervenant du marché financier algérien, nous avons jugé intéressant de schématiser l'architecture du marché inscrite dans le processus d'introduction en la SGBV et jusqu'à la négociation ainsi que la cotation des titres sur le marché secondaire comme suit :

« Figure N° 31 : Architecture du marché financier algérien »



Source : Elaboré par nous-mêmes en ce référant aux entretiens au niveau de la COSOB.

Ça peut paraître illogique que les acteurs composants l'architecture du marché financier algérien se limitent à ceux qui interviennent lors du processus d'admission d'une société en la SGBV. Mais malheureusement c'est bien le cas, et ce en raison du nombre très limité des entreprises qui y sont cotées d'un côté et de la faible culture boursière de la population d'un autre côté. Cependant, ces deux principaux facteurs, freinant le développement du marché boursier algérien, trouvent leur origine en :

- Concernant le nombre très limité des entreprises cotées : les entreprises nationales ont une réticence vis-à-vis de la bourse d'Alger, et ce parce que l'ensemble des entreprises publiques ont leurs propres sources de financement en cas de besoin, que ce soit par les banques ou par le trésor public, quant aux entreprises privées,

celles-ci évitent d'aller en bourse en raison de la sous-déclaration des résultats qu'elles réalisent²⁷⁶. De plus, il est important de rappeler que même la décision des quatre entreprises algériennes de se faire coter en la SGBV n'était pour des raisons de financement de projets d'investissement. Les entreprises SAIDAL et Al Aurassi ont été cotées lors du programme de privatisation lancé vers les années 1995, Alliance Assurance était devant l'obligation d'augmenter son capital pour des raisons réglementaires, où la réglementation concernant les compagnies d'assurances exigeaient un capital social minimum de deux milliards DA, enfin NCA Rouiba est cotée en raison du retrait d'une société de capital investissement marocaine qui l'a financée avant sa cotation, une fois arrivée à son échéance, cette société a cédé sa par via la bourse d'Alger²⁷⁷.

- La faible demande de titres financiers admis sur la cote officielle : cette variable peut être mesurée par le nombre de compte titres de clients physiques détenus par les TCC qui a été évalué à près de 18 086 comptes²⁷⁸ soient 0,05% de la population. Ceci s'explique par une très faible culture boursière des algériens qui devrait être promue par des programmes de communication.

Mis à part les composantes de l'architecture du marché financier algérien, il y'a aussi la linéarité ainsi que le décloisonnement des interactions entre les différents intervenants. Pour mieux comprendre ces deux points nous présenterons une synthèse des principales procédures et actions lors de chaque étape du processus d'admission d'une société en la SGBV²⁷⁹ :

- **Pré admission** : lors de cette phase :

Toute société désirant émettre des titres financiers doit choisir un IOB (Intermédiaire en Opérations de Bourse) chef de file, un promoteur en bourse pour les PME, qui se chargera de l'accompagner, l'assister et la conseiller tout au long du processus d'introduction. Il se chargera aussi de l'aider à élaborer sa notice d'information qui sera remise à la COSOB, elle reprend tous les détails relatifs à la situation financière de la

²⁷⁶ Entretien avec un membre du conseil d'administration du think tank « défendre l'entreprise » LAMIRI Abdelhak,

²⁷⁷ Information recueillie lors des entretiens effectués au niveau de la COSOB.

²⁷⁸ Rapport COSOB (2013),

²⁷⁹ Entretiens au niveau de la COSOB.

société, ses activités, stratégies et caractéristiques des titres à émettre. Mais, cette dernière mission des IOB n'a jamais été effectuée, les entreprises, comme NCA et Alliance Assurance, ont recouru à des cabinets de conseils pour élaborer la notice d'information.

- **Admission** : après avoir préparé la notice d'information, cette dernière sera remise à la COSOB pour l'étudier, vérifier les critères d'admission pour à la fin décider d'octroyer ou pas le visa. Ensuite si le visa est accordé à la société, celle-ci est tenue d'adhérer au dépositaire central des titres afin d'inscrire tout son capital dans le cas d'une émission d'actions ou le montant de l'emprunt s'il s'agit d'une émission d'obligations.
- **Post admission** : lors de cette phase :
 - La société admise à la cote officielle lance une campagne marketing pour réussir le placement de ses titres, et ce à travers les médias (radio, télévision, journaux ...etc.) ;
 - Par la suite l'IOB chef de file de la société émettrice collabore avec les autres IOB et établissements financiers pour former un syndicat de placement qui va permettre une plus large diffusion des titres à travers l'exploitation du réseau d'agences bancaires ;
 - Si 20% du capital de la société est vendu au grand public, 10% pour les PME, l'offre est déclarée positive et les résultats de l'opération seront rendus publics. Par la suite, la négociation ainsi que l'échange des titres commenceront sur le marché secondaire. Dans le cas contraire, l'introduction du titre à la cote officielle sera refusée.

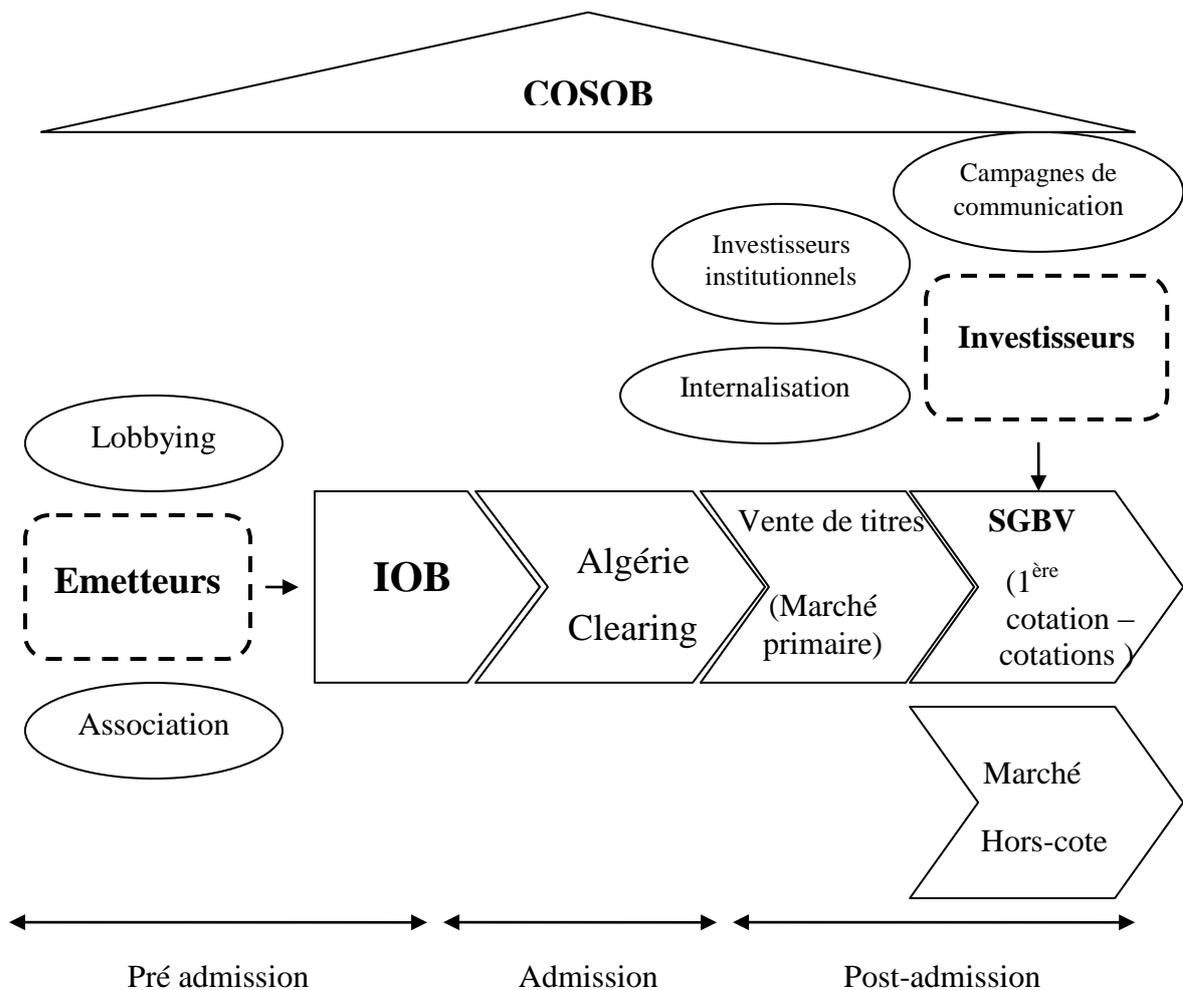
3.2. Proposition d'une architecture de développement pour le marché financier algérien

L'état de morosité actuel du marché financier algérien ne trouve pas son origine dans le manque de moyens techniques, financiers, humains ou technologique, mais dans le nombre très réduit des émetteurs ainsi que la faible demande de titres due à l'absence de la culture boursière de la population algérienne. De plus, comme nous l'avons présenté ci-dessus l'écosystème du marché se limite aux seuls intervenants indispensables à toute

introduction en bourse comme l'organisme de régulation, l'intermédiaire boursier, le dépositaire central des titres et enfin la place boursière.

Pour impulser la taille du marché financier algérien et la rendre en quelque sorte adéquate avec l'ampleur de l'économie nationale, l'effort doit être mis sur le développement de l'offre de titres financiers (attirer les entreprises à se faire coter en la SGBV) d'un coté et d'un autre coté sur le renforcement de la demande des titres (inciter les investisseurs à y placer leurs épargnes). De ce fait, afin d'y parvenir, il faut entourer les émetteurs ainsi que les investisseurs par quelques institutions et acteurs permettant de les inciter à utiliser le marché financier algérien comme étant une source pertinente de financement et de placement tel qu'il est présenté dans le schéma ci-après :

Schéma N° 32 : Architecture de développement du marché financier algérien



Source : Elaboré par nous-mêmes.

Pour bâtir un marché financier dynamique en Algérie il faut mettre l'accent sur les points suivants :

- Adaptation réglementaire : la COSOB doit être un acteur proactif, c'est-à-dire elle doit intervenir à chaque fois que le marché boursier se trouve en un état de stagnation, en cas de mauvaise conduite des différents intervenants, et ce pour protéger l'épargne des investisseurs et pour mieux allouer les ressources financières. Or, ceci n'est pas le cas actuel de cet organisme de régulation qui n'intervient que lors de l'accord du visa, ou des agréments aux IOB et aux TCC. Au sein de la COSOB existe une direction intitulée « Conseillers » mais elle n'est toujours pas opérationnelle. Cette direction pourrait travailler en collaboration avec les organismes de financement des entreprises, les associations de chefs d'entreprises ainsi que les incubateurs d'entreprises²⁸⁰ afin de faire intéresser les entreprises à la bourse comme étant une alternative pertinente de financement de leurs projets. Ce point sera détaillé dans les actions de lobbying présentées ci-après.
- Renforcement de l'offre de produits financiers : deux actions sont envisagées pour concrétiser cet objectif :
 - Création d'une association : l'émetteur, pour réussir son opération boursière aura besoin d'un réseau d'acteurs multidisciplinaires qui l'aideront à : évaluer son entreprise, déterminer le prix des titres financiers à émettre, définir la structure du capital optimale permettant de réduire les risques ainsi que le coût d'opportunité, à lui faire une campagne marketing, à le protéger des litiges qui peuvent apparaître et de l'aider à respecter la réglementation du marché boursier. Une association regroupant principalement des avocats, juristes, commissaires aux comptes, experts comptables, agences de communication permet d'accompagner et d'assister toute entreprise désirant s'introduire en bourse.
 - Actions de lobbying en direction des entreprises : comme nous l'avons précisé, la redynamisation du marché financier algérien est liée au nombre d'entreprises cotées. Cependant, pour attirer plus d'entreprises à s'y

²⁸⁰ Comme l'incubateur de Sidi Abdallah dédié aux entreprises activant dans les TIC « Start-up » qui ont seulement le dispositif Ansej comme source de financement de leurs projets, et la plupart des porteurs de projets ont abandonné leurs entreprises en raison, entre autre, du problème de financement.

introduire, la COSOB ainsi que la SGBV doivent s'approcher davantage des entreprises pour les inciter à recourir à ce type de marché. Le COSOB peut y contribuer par sa direction de « conseillers » quant à la SGBV elle peut y participer via une direction qui se trouve en son sein, mais toujours pas opérationnelle, qui est « la direction du développement du marché ». En travaillant en collaboration avec les banques ainsi que les établissements de financement des entreprises, les directions « conseillers » et « développement du marché » peuvent réaliser les actions suivantes :

- Détermination des entreprises cibles, c'est-à-dire celles qui éprouvent un besoin de financement ou un besoin de notoriété, à qui les banques ne peuvent pas octroyer des crédits ;
 - Prendre attache avec les dirigeants des entreprises ciblées ;
 - Communication avec ces dirigeants afin de leur expliquer les avantages de la bourse.
- Promotion de la demande de produits financiers : et ce dans trois directions :
 - Campagne marketing : afin de rendre le marché financier algérien visible et dans le but d'instaurer la culture boursière, la direction chargée de la communication qui se trouve au niveau de la SGBV est appelée à : organiser des journées portes ouvertes, fixer une semaine de chaque année dite « semaine nationale du marché financier » ainsi que de travailler en collaboration avec les universités et écoles, et ce pour faire connaître la bourse d'Alger. A coté de cette campagne marketing sur le terrain, il peut être aussi utilisé des campagnes virtuelles vue que le nombre d'internautes a été évalué à près de dix millions en 2013²⁸¹. Cependant, la bourse d'Alger peut ainsi procéder au courtage en ligne en collectant les ordres via le net, mais ceci nécessite avant tout une sensibilisation des investisseurs à ses avantages.
 - Investisseurs institutionnels : l'actionnariat populaire constitue l'un des principaux axes de développement des marchés financiers en général, mais

²⁸¹ BENYOUB Rachid (2013), « *Etat des lieux* », annuaire économique et social 2013, édition Kalma consulting, 8^{ème} édition, Alger, P74.

en Algérie il est quasiment inexistant avec le faible rôle des fonds de placement collectif. De ce fait, si le marché boursier algérien réussit à élargir le nombre d'émetteurs, ce qui donne une offre plus intéressante aux investisseurs qui pourront diversifier leurs portefeuilles, le besoin d'investisseurs institutionnels sera rapidement éprouvé par le marché de la demande de titres financiers pour que l'offre trouve une contrepartie.

- Internalisation : cette opération consiste en l'affectation des clients des banques ayant des comptes en leur sein, IOB surtout pour le cas du marché financier algérien puisqu'il constitue en majorité les principaux intermédiaires boursiers, vers le placement de leurs épargne en la SGBV par l'achat de titres financiers.
- Définition d'un modèle de marché flexible : il faut rappeler que le marché boursier algérien est un marché dirigé par des ordres et dont la cotation des titres financiers se fait au fixing. Or, la multiplication de l'offre de titres financiers incitera la SGBV à revoir son modèle de marché, c'est-à-dire : le type d'intermédiaire en mettant en place un teneur de marché qui se chargera de gérer la liquidité du marché, le type de cotation c'est-à-dire coter les titres les plus volatils en continu, définition des règles d'interruption des cotations ce qui n'existe pas actuellement, fixation des niveaux de transparence du marché (publication du carnet des ordres avant et après cotation) ...etc.
- Développement d'un marché hors-cote : ce qui permettra d'instaurer la concurrence au sein du marché financier algérien qui aura pour but l'amélioration de la liquidité du marché due à la réduction des coûts de transaction.

4. Proposition d'un tableau de bord stratégique

Les pouvoirs publics algériens avaient l'ambition de redynamiser le marché financier national en mettant en place les propositions et recommandations dictées par les experts et professionnels du Pnud. Or, ce programme, pour être concrétisé dont l'écart entre ce qui a été planifié et ce qui a été réalisé soit négligeable, doit être accompagné d'un outil de pilotage et de suivi tel que le tableau de bord. Celui-ci est un outil de gestion complet, car d'un côté il permet de comprendre toutes les dimensions de la performance et d'un autre côté il représente une réactivité et une flexibilité pour corriger les aléas. Le tableau de bord

que nous tentons proposer pour le marché financier algérien est le tableau de bord stratégique « Balanced Scorecard », conçu en 1992 par Norton & Kaplan. Ces deux américains, dont le premier est un consultant et le second est un universitaire, ont proposé quatre grands axes à prendre en considération pour mettre en place un tableau de bord stratégique pour une quelconque organisation, et qui la prennent dans son ensemble²⁸². Il existe une complémentarité entre ces axes où la modification de l'un implique la variation de tous les autres axes, ces axes sont²⁸³ :

- La finance : exprime tout acteur ayant une influence sur la rentabilité financière de l'organisation;
- Les clients : sont la partie prenante centrale de quelconque organisation, celle-ci doit prendre en considération leurs attentes ainsi que leur appréciation vis-à-vis de l'organisation;
- L'organisation apprenante : consiste à définir les aptitudes que doit apprendre l'organisation ainsi que les changements à adopter pour accomplir la mission ;
- Le processus interne : constitue l'élément central de la réussite d'une organisation puisqu'il définit le processus métier (pivot) interne à améliorer pour satisfaire l'ensemble des parties prenantes.

Le tableau de bord stratégique que nous avons proposé pour le marché financier algérien est présenté ci-dessous. Cet outil lui permet une amélioration continue. Mais il est important de préciser que cet outil est destiné pour une période de moyen terme, car tel que nous l'avons précisé dans les sections précédents, le premier pas pour le développement du marché financier national consiste en l'augmentation du nombre d'émetteurs, pour qu'ensuite viennent les actions concernant l'amélioration de la demande par notamment la création de fonds d'investissement, l'organisation de campagne de communication intense.

²⁸² BOUACIDA Malik (2013), « *Dynamique de la performance : les tableaux de bord* », cours de contrôle de gestion pour une formation de master 2 en management des organisation à l'Ecole Nationale Supérieure de Management –Alger,

²⁸³ Idem.

Tableau N° 7 : Tableau de bord stratégique pour le marché financier algérien »

Finance	Clients
<p>Cibles : IOB, TCC</p> <p>Objectifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conversion des clients ayant des comptes (à vue/à terme) en des comptes titres ; - Conversion des entreprises exprimant un besoin de financement, mais qui ne peuvent être financées par la banque,²⁸⁴ pour une raison ou un autre, vers la bourse. <p>Indicateurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nombre de comptes (à vue ou à terme) convertis en comptes titres ; - Nombre d'entreprises introduites en bourse par conversion. 	<p>Cibles : investisseurs, émetteurs.</p> <p>Objectifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Assuré une meilleure exécution des ordres de bourse (délais/coûts) ; - Amélioration des conditions de fonctionnement du marché (transparence). <p>Indicateurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Délai/coûts d'exécution des ordres de bourses ; - Règles de fonctionnement : informations que doivent publier les émetteurs, cas d'interruption des titres, niveau de transparence (publication des informations relatives aux transactions sur titres financiers : avant et/ou après).
Processus interne	Organisation apprenante
<p>Cibles : COSOB</p> <p>Objectifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Assouplir les conditions d'admission à la SGBV ; - Réduire le délai d'accord du visa ; - Organisation de campagne de communication pour les investisseurs et actions de lobbying pour les émetteurs ; 	<p>Cibles : SGBV</p> <p>Objectifs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Réduire les coûts de transaction ; - Sensibilisation des internautes (pour le courtage en ligne) ; - Organisation de campagne de communication. <p>Indicateurs :</p>

²⁸⁴ Puisque les IOB ainsi que les TCC sont des banques. Les IOB sont (BNP, BDL, BNA, CPA, BEA, BADR, CNEP), quant au TCC sont (BNA, BADR, CNEP, BNA, BEA, CPA, BDL)

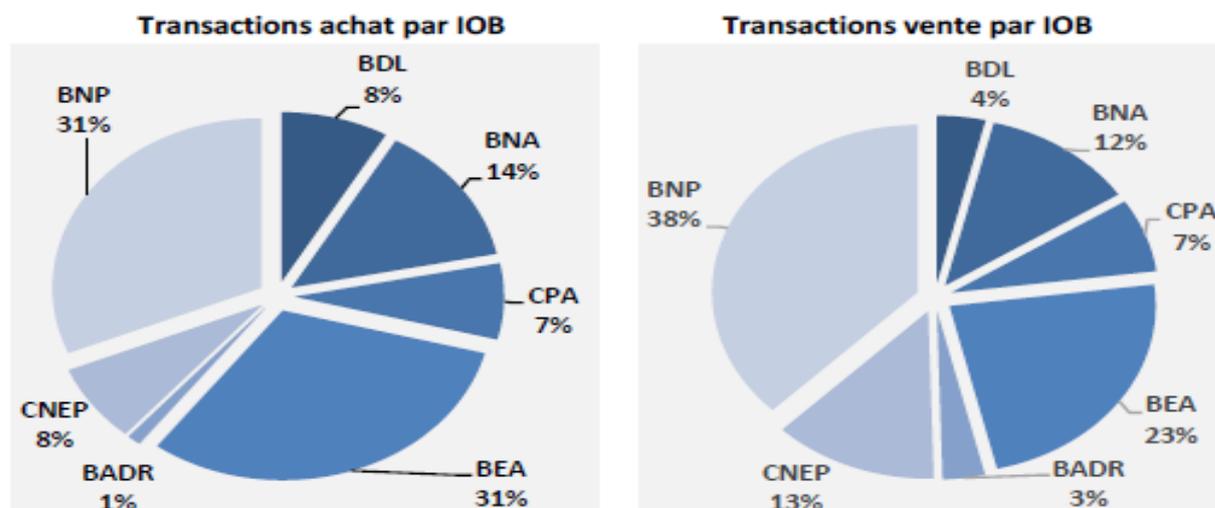
<p>Indicateurs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nombre de procédures et de documents nécessaires pour une introduction en bourse ; - La durée d'étude du dossier d'admission en bourse ; - Les disciplines (domaines et compétences) de l'équipe chargée des campagnes de communication (actions de lobbying) ; - Nombre d'entreprises ciblées/nombres d'entreprises introduites en bourse ; - Nombre de la population sensibilisée/nombre et types d'investisseurs 	<ul style="list-style-type: none"> - Montant des coûts de transaction ; - chiffre d'affaires réalisé ; - Nombre de la population sensibilisée/nombre d'investisseurs en ligne ; - Nombre et profil de la population sensibilisée.
---	---

Source : Elaboré par nous-mêmes.

Les données que nous avons recueillies ne nous permettent pas de calculer les indicateurs proposés. Afin d'apercevoir les difficultés que rencontre le marché financier algérien, nous proposons les données suivantes :

▪ **Données sur les IOB**

Figure N°33 : Répartition des transactions sur les IOB

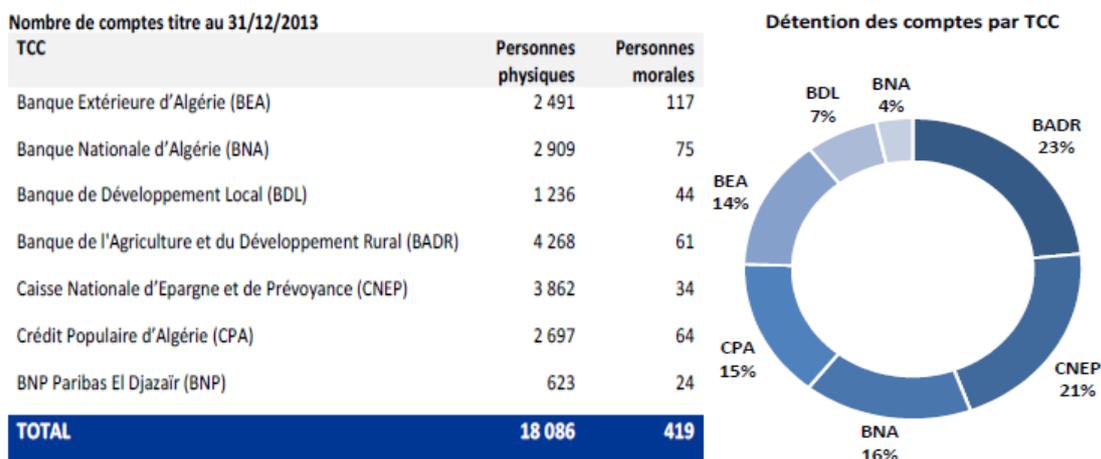


Source : Rapport de la COSOB 2013,

Nous remarquons que BNP prend la première place en terme de transactions effectuées que ce soit pour l'achat ou la vente, ensuite vient la BEA en deuxième position.

▪ **Données sur les TCC**

Figure N° 34 : Répartition des comptes titres »



Avoirs gérés par les teneurs de comptes au 31/12/2013

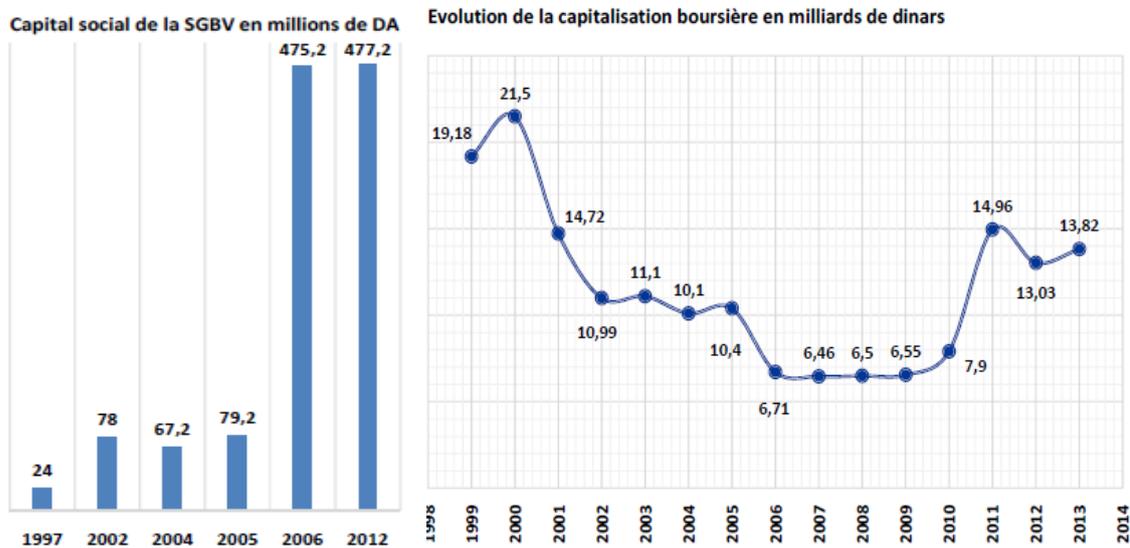
	BADR		BDL		BEA		BNA		CNEP		CPA		BNP	
	clients	propre	clients	propre	clients	propre	Clients	propre	clients	propre	clients	propre	clients	propre
SAIDAL	131 265		52 781	1 000	151 692	15 508	127 140	300	38 754	24 212	120 751	49 874	341	
AURASSI	45 255		34 912		264 214	6 189	79 633	100	16 799	11 421	40 919	38 770		
Alliance Assurances	312 343		132 840	53 825	184 222		48 787		99 335		561 596	34 997	4 312 818	62 183
NCA Rouiba	89 445		75 044		232 095		345 300		399 809		280 595		7 031 650	38 012
SONELGAZ 2014	555 903	42 227	92 851	306 856	617 757	9 643	1 171 903	548 195	661 009	846 458	1 040 926	84 000	22 272	
DAHLI 2016	45 724		6 161		56 845	11 778	20 896		34 265		57 080		3 265	
Total	1 179 935	42 227	394 589	361 681	1 506 825	43 118	1 793 659	548 595	1 249 971	882 091	2 101 867	207 641	11 370 346	100 195

Source : Rapport de la COSOB (2013) P [48-50],

Nous remarquons tout d'abord que le type de compte le plus pondérant est le compte de personne physique, ce qui démontre le faible rôle joué par les investisseurs institutionnels en terme de gestion de leurs avoirs. En second lieu, la BADR est le TCC qui détient le plus grand nombre de comptes titres, ensuite viennent la CNEP et la BNA. Enfin, le dernier tableau nous renseigne sur d'un côté la répartition des comptes titres par type de client (pour compte de tiers ou compte propre), et sur les titres d'entreprises admises en bourse d'un autre côté. Pour ce dernier point, l'ensemble des TCC n'a pas un nombre important de titres pour leur propre compte. De plus les TCC n'investissent pas de la même proportion dans chaque entreprise cotée, les clients de tous les TCC, sauf la BDL et la BNP, par exemple ont des comptes composés principalement des titres de la Sonelgaz, ceux de la BDL plutôt les titres d'Alliance Assurance, quant à BNP la prédominance est pour NCA Rouiba.

▪ **Données sur la SGBV**

Figure N° 35 : Evolution de la capitalisation boursière et du capital social de la SGBV »



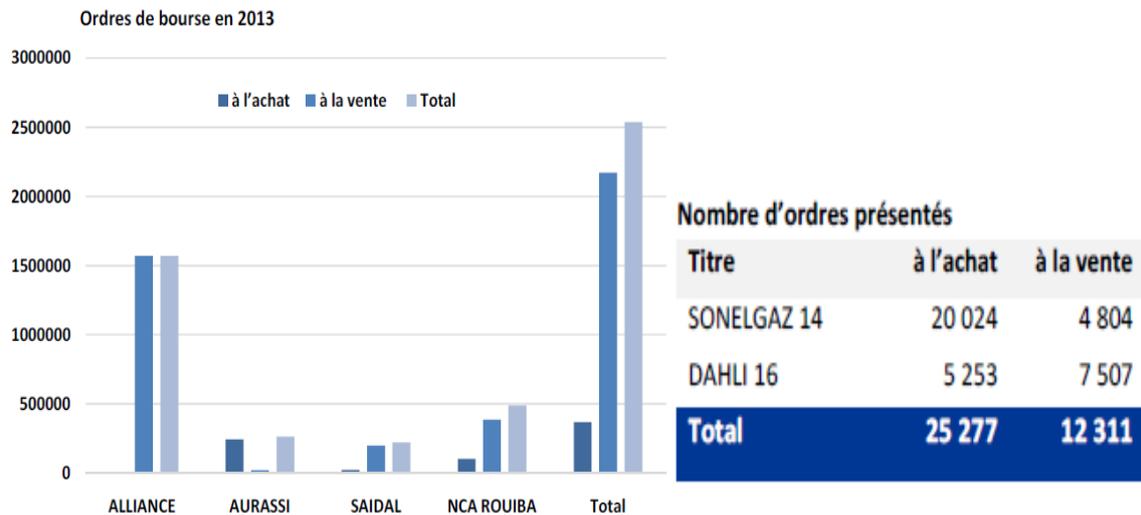
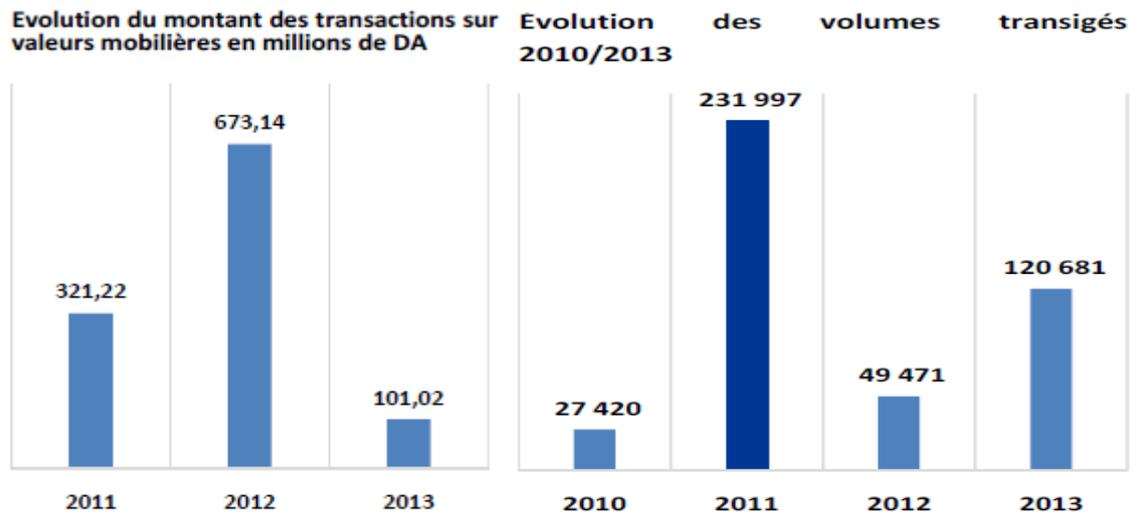
Source : Rapport COSOB (2013)

Nous remarquons que la SGBV, souffre d'un problème de liquidité ce qui s'explique par sa recapitalisation deux fois en 2006 et en 2012. D'un autre côté la faible offre de titres financiers de capital explique sa capitalisation boursière qui n'a fait que chuter depuis le

lancement du marché, démarrant par 19,18 milliards de dinars et arrivant à 13,82 milliards de dinars en 2013.

▪ **Données sur les transactions boursières (ordres de bourse)**

Figure N° 36 : Evolution des transactions sur les titres financiers »



Source : Rapport la COSOB (2013)

Nous remarquons que le montant des transactions sur valeurs mobilières a atteint son apogée en 2012, mais en volume le maximum a été enregistré en 2011, ceci s'explique par le niveau des prix des titres qui ont été élevés en 2012.

Conclusion Chapitre (4)

Le diagnostic que nous avons effectué pour déterminer les principaux facteurs freinant le développement du marché financier algérien nous a permis de conclure que le problème ne vient pas du marché lui-même, qui est considéré comme étant un bien géré, mais plutôt de l'environnement des affaires du pays. Les règles de fonctionnement et d'organisation ne sont pas les seuls facteurs déterminants dans l'attrait d'investissement. Mais le principal déficit que doit relever le marché financier algérien est le lobbying auprès des entreprises ayant un besoin de financement ainsi que la sensibilisation de la population des avantages du marché.

Conclusion Partie (2)

L'approche comparative entre : les pays développés, émergents et les pays en voie de développement en terme de marché financier nous a permis de conclure les principaux facteurs clés de succès suivants :

- La multipolarité de l'écosystème des marchés financiers permet aux entreprises cotées d'avoir les informations ainsi que la protection des opérations frauduleuses dont elles ont besoin ;
- L'adaptation réglementaire aux contraintes et aux changements de l'environnement ;
- L'amélioration du climat des affaires, restauration de la stabilité macroéconomique, assurance de la fiabilité politique et réglementaire, réduction de la corruption, protection et promotion des investissements, instauration de la transparence dans le milieu des affaires ...etc.

En revanche, en analysant l'environnement global auquel appartient le marché financier algérien nous avons constaté que l'état de morosité dont souffre ce marché ne vient nullement de ce dernier lui-même mais plutôt de l'environnement des affaires du pays ainsi que de la manière dont se font ces dernières en Algérie. Cependant, afin d'y remédier il est nécessaire de :

- Bâtir un organe de régulation et de contrôle du marché financier national capable de promouvoir l'offre ainsi que la demande de titres financiers ;
- Diversifier les instruments financiers au sein de la SGBV.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion Générale

Le marché financier constitue un moyen permettant de donner un aperçu sur l'économie d'un quelconque pays. L'économie réelle ayant davantage besoin de financement externe se développe rapidement dans une économie financière dynamique. Cependant, pour que ce type de marché soit une locomotive, il faut que les entreprises opèrent dans un climat transparent, stable en terme de lois et réglementations et dont l'accès au financement est équitable et sans entraves.

Sur le plan pratique les marchés financiers les plus développés tirent leur succès principalement de la croissance de l'économie, c'est-à-dire le développement des entreprises qui investissent de manière régulière, et ce grâce à la disponibilité de financement assuré en partie par les marchés boursiers. A côté de la croissance économique, se trouve les nouvelles technologies de l'information et de communication qui ont accéléré le développement de ces marchés, et ce en facilitant la gestion et l'organisation des bourses en matière de collecte, négociation, cotation et communication portant sur les titres financiers. Enfin, un autre acteur est primordial à leur croissance qui est l'organe régulateur, celui-ci dicte les règles et principes de fonctionnement des marchés boursiers d'un côté et d'un autre côté intervient de façon réactive dans les cas du : non respect des réglementations, mauvaise conduite des intervenants du marché, diminution de l'activité de la bourse ...etc.

Sur le plan théorique ou académique, les marchés financiers ont fortement bénéficié des modèles, méthodes et techniques proposés par les chercheurs en cette discipline. La recherche sur les marchés financiers a évolué au cours du temps, où l'objet d'étude est passé de l'investisseur qui cherche à maximiser son rendement, ensuite à l'entreprise pour qu'elle réduise son coût du capital, après sur les nouveaux instruments financiers comme les options dont une méthode d'évaluation de celles-ci a été proposée qui permet de déterminer leur prix et enfin vers l'organisation de la bourse et ce en s'intéressant à sa microstructure.

Nous concluons que la juxtaposition de la recherche scientifique ainsi que de l'environnement : activité économique, nouvelles technologies et organismes de

régulation, constitue l'origine de l'essor des marchés financiers les plus dynamiques. Or, ceci n'est pas le cas pour l'Algérie, qui d'un côté souffre de sa dépendance vis-à-vis de la rente pétrolière et d'un autre côté de la façon dont se font les affaires en ce pays. Cependant, le tissu économique algérien est dominé par des TPE à caractère familial représentant près de 98% de l'ensemble, celles-ci de par leur taille ne pourront recourir au marché financier. Quant à la réticence des entreprises publiques à ce type de marché, elle s'explique par le rôle joué par les banques et le trésor pour les financer. Du côté de la recherche sur la finance des marchés, nous avons constaté que les chercheurs algériens l'ont délaissée.

Notre travail avait pour but la proposition d'une architecture de développement du marché financier algérien, pour ce faire nous avons jugé intéressant l'analyse de quelques marchés financiers développés et émergents pour en tirer des enseignements. Les recherches que nous avons trouvées n'ont malheureusement pas traité les cas de marchés financiers en situation de morosité tel qu'il est le cas pour l'Algérie, mais l'étude de la microstructure de ce type de marché nous a permis de comprendre que la façon dont sont organisés les ordres de bourse est déterminante pour le développement de ces marchés, puisque ça améliore leur liquidité ce qui incite par la suite les entreprises ainsi que les investisseurs à y recourir. En ce qui concerne les enseignements, nous avons retenu les principaux points suivants qui permettent de rendre les marchés financiers plus dynamiques à savoir :

- Stabilisation de l'économie et mise en place de lois et réglementations attractives ;
- Entourer les émetteurs par un écosystème leur permettant de réussir leur opération boursière ;
- Définition d'un modèle de marché basé sur la microstructure des marchés financiers ;
- Développement des investisseurs institutionnels.

A la fin de notre travail nous avons analysé l'environnement global (macro) et sectoriel (micro) du marché financier algérien en effectuant un diagnostic stratégique basé sur des outils spécifiques tels que l'analyse PESTEL, les forces de PORTER et la matrice SWOT. A l'issue de ce diagnostic nous avons constaté que le problème majeur du marché financier national ne réside pas dans le marché lui-même car celui-ci est considéré comme

étant un bien géré, mais plutôt dans l'environnement des affaires du pays qui se caractérise par son opacité, l'absence du rôle de l'Etat ainsi que le vide juridique.

A la fin nous avons clôturé le travail par une proposition d'un tableau de bord stratégique qui permettra de piloter l'architecture de développement du marché financier algérien suggérée.

Les conclusions tirées nous permettent de :

- Confirmer la première hypothèse : l'activité économique constitue le principal facteur permettant le développement des marchés financiers ;
- Rejeter la seconde hypothèse : ce n'est pas le manque de moyens professionnels qui explique l'état actuel du marché financier algérien ;
- Rejeter la troisième hypothèse : la culture boursière ne constitue pas le principal frein de développement du marché financier national.

La principale limite de notre travail réside en notre concentration sur le côté macro du marché financier algérien, c'est-à-dire nous nous sommes intéressés qu'à l'organisation de son écosystème en général. De ce fait nous avons occulté les métiers financiers, les instruments, les critères d'admission ainsi que les coûts de transaction et d'admission en bourse ...etc.

Parmi les recommandations que nous pouvons avancer :

- L'étude du processus d'accompagnement des entreprises désirant s'introduire en bourse afin de délimiter les principaux obstacles et y remédier ;
- Proposition d'une stratégie de lobbying pour faire introduire des entreprises ayant un besoin de financement mais qui ne peuvent être financées par les banques, en raison des garanties exigées, ou autres établissements de financement ;
- Définition d'une stratégie de communication pour sensibiliser les investisseurs sur les avantages de la bourse ;
- Développement d'instruments financiers adéquats avec les attentes des différents acteurs nationaux...etc.

Références Bibliographiques

Ouvrages

1. ALDO Levy & CONSTANT Anne Sophie (2012), « *Réussir mémoire et thèse* », édition Lextenso, 4^{ème} édition, Paris ;
2. ANGELORIVA Ymonet & LAGNEAU Paul (2012), « *Histoire de la bourse* », édition la découverte, Paris ;
3. BENYOUB Rachid (2013), « *Etat des lieux* », annuaire économique et social 2013, édition Kalma consulting, 8^{ème} édition, Alger.
4. BIALES Michel, LEURION Remi et RIVAUD Jean Louis (1998), « *Notions fondamentales d'économie* », Edition Foucher, Paris ;
5. BRAHIMI Abdelhamid (1991), « *Stratégies de développement pour l'Algérie : Défis et enjeux* », Edition Economica Paris ;
6. CHARDOILLET Eric, SALVAT Marc, TOURNYOL Du CLOS Henri (2010), « *L'essentiel des marchés financiers : Front office, Post-marché et gestion des risques* », Editions d'organisation EYROLLES, Paris ;
7. HERLIN Philippe (2010), « *Finance : Le nouveau paradigme* », Editions d'organisation EYROLLES, Paris ;
8. JACQUILLAT Bertrand (2006), « *Les 100 mots de la finance* », édition Puf, Paris ;
9. JACQUILLAT Bertrand, PERIGNON Christophe et SOLNIK Burno (2009), « *Gestion de portefeuille et des risques* », édition Dunod, 5^{ème} édition, Paris ;

Articles de Revues

1. BARNETO Pascal (1999), « *Synthèse sur la microstructure des marchés financiers à terme* », Fineco, Vol 9 n°1 publié le : 1/09/1999 [P43-72] ;
2. DJEBBAR Mahfoud (1997), « *Marchés financiers émergents : Cas de la bourse de Casablanca* », Cahier du CREAD n°41, 3^{ème} trimestre de 1997, Pages [55-76] ;

3. FERHI Mohamed (2005), « *L'optimisation de portefeuilles par la logique floue et son application au marché financier algérien* », Cahier du CREAD n°72, Pages [125-149] ;
4. KOUDRI Ahmed (2012), « *Le marché financier algérien : situation et perspectives* », Cahier du CREAD N°101, pages [5-20] ;
5. LAURE Quennouille-Corre (2012), « *Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920* », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054 ;
6. ODONNAT Ivan & RAHMOUNI Imène (2006), « *Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène* », Revue de la stabilité financière N°9, de Décembre 2006, P [41-50] ;
7. RIGOUZZO Luc (2010), « *Les marchés financiers en Afrique : Véritable outil de développement* », La revue de Proparco, N°05 (Secteur privé & développement) ;
8. SPENCE Michael (1973), « *Job market signaling* », The quarterly journal of economics Jstor, volume 87, issue 3 (Aug 1973), 355-374, published on 2002 ;

Thèses et Mémoires

1. GLIZ Abdelkader (2001), « *Valeur de l'entreprise et méthodes de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché* », thèse de doctorat d'Etat en sciences économiques, établissement Ecole Supérieure de Commerce (ESC) –Alger, directeur de recherche LAMIRI Abdelhak, co-directeur de recherche DAYNA Michel ;
2. HEDJEM Nawel (2013), « *Profil entrepreneurial : modélisation et rôles des incubateurs –Cas de Sidi Abdallah* », master 2 en management des organisations, établissement Ecole Nationale Supérieure de Management, encadré par LAGGOUNE Nadhir.

Webographie

1. ABBAS Mehdi (2011), « *Louverture commerciale de l'Algérie : apports et limites d'une approche en termes d'économie politique du protectionnisme* », Cahier de

- recherche N°13/2011, France, consulté le 5/03/2014 à 15h16, URL http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/71/75/93/PDF/CR13_Abbas_ouverture-commerciale_sept2011.pdf ;
2. ACHOURI Farah & WILDEBOER Duco (2013), « *NYSE-EURONEXT : Les avantages et les bénéfices de l'introduction en bourse* », consulté le 21/04/2014 à 18h04, URL www.cosob.org/publications/2presnyseeuronext.pdf ;
 3. ADAMS Mustapha (2011), « *Investir en Afrique du Sud* », consulté le 23/05/2014 à 16h19 URL <http://www.slideshare.net/latelier/investir-en-afrique-du-sud>;
 4. ARTUS Patrick (2009), « *Le poids financier et le poids économique des pays émergents* », rapport de la banque de financement et d'investissement (Natixis), recherche économique du 11 Mars 2009, N° 113, URL : <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=45646>;
 5. ARTUS Patrick (2011), « *Le problème : la taille trop faible des marchés financiers des pays émergents par rapport à celle des flux de capitaux* », rapport de la banque de financement et d'investissement (Natixis), recherche économique du 4 Mars 2011, N° 168, URL : <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=56984>;
 6. BENDERRA Omar (2002), *Economie algérienne 1986-1998 : les réseaux aux commandes de l'Etat* », consulté le 10/03/2014 à 21h51 URL http://www.algeria-watch.org/farticle/analyse/benderra_2002.htm ;
 7. BOUJEKA (2008), « *Régulation bancaire et financière* », consulté le 23/01/2014 à 14h22, URL : <http://m2bde.u-paris10.fr/content/propos-de-la-securities-and-exchange-commission-sec-et-de-lautorite-des-marches-financiers-a> ;
 8. ERWAN Le Saout (2013), « *Introduction aux marchés financiers : Histoire des marchés financiers* », consulté le 25/12/2012 à 00h11, adresse URL : https://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&cad=rja&ved=0CEEQfjAE&url=http%3A%2F%2Fmursdeboutique.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2011%2F08%2Forigine-de-la-bourse.pdf&ei=yu3wUqG_POPv4gT5iICwDA&usg=AFQjCNE1gB0PBsH3IkZsAspbWhOsMAg5bQ&bvm=bv.60444564,d.bGE ;
 9. GREMONT Eric (2006), « *Fusion NYSE-Euronext : Note sur le rapport Lachmann* », Les analyses de l'Opesc N°7, consulté 22/04/2014 à 16h13, URL : <http://www.opesc.org/analyses/doc/nyse-euronext.pdf> ;

10. HAUTCOEUR Cyrille Pierre, RIVA Angelo et YMONET Paul Lagneau (2011), « *Finance et économie réelle : les marchés financiers français une perspective historique* » Cahiers français N°361, consulté le 14/03/2014 à 21h47, URL : <http://www.parisschoolofeconomics.com/hautcoeur-pierre-cyrille/Cahiers-Francais.pdf>;
11. HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « *Consolidation mondiales des bourses* », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf;
12. KERNANE Hakima (2012), « *Algérie : Histoire d'un gâchis économique* », Le Matin.dz, publié le 1/09/2012 à 15h40, consulté le 28/02/2014 à 21h14, URL <http://www.lematindz.net/news/9307-algerie-histoire-dun-gachis-economique.html>;
13. LAVIGNE Anne & LEGROS Florence (2006), *Finance comportementale et fonds de pension* », consulté le 21/02/2014 à 21h51, adresse URL : http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/13/54/80/PDF/Lavigne_Legros_HGAF9.pdf;
14. LONGUEVILLE Guy & MELKA Johanna (2012), « *Dynamique de l'intégration financière des pays émergents* », consulté le 17/02/2014 à 18h05 URL <http://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Dynamique-integration-financiere-pays-emergents,19106>;
15. NYEMB Oscar & ULRICK Thierry (2012), « *DSX et BVMAC : Modalités de fusion et perspectives d'intégration* », consulté le 27/05/2014 à 19h17, URL <http://problemes-economiques-et-financiers.blogvie.com/2012/08/16/dsx-douala-stock-exchange-et-bvmac-bourse-des-valeurs-mobilieres-de-lafrique-centrale-linevitable-fusion/> ;
16. TOURNYOL Du Clos (2012), « *La première révolution industrielle et la naissance du monde moderne* », consulté le 30/01/2014 à 19h24, URL : <https://sites.google.com/site/henritournyolducloshomepage/reperes-d-histoire-economique/3---la-premiere-revolution-industrielle-et-la-naissance-du-monde-moderne>;
17. TOURNYOL Du Clos (2012), « *La deuxième révolution industrielle et première mondialisation* », consulté le 30/01/2014 à 19h34 URL : <https://sites.google.com/site/henritournyolducloshomepage/reperes-d-histoire->

- [economique/iv---1870-1913-deuxieme-revolution-industrielle-et-premiere-mondialisation;](#)
18. VANDELANOITE Séverine (2005), « *Microstructure des marchés financiers* », Encyclopédie universitaire consulté le 25/01/2014 à 21h59, URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/bourse-microstructure-des-marches-financiers/>;
 19. WILSON Rodney (2013), « *Le développement des marchés financiers en Afrique du nord : Etat actuel et perspectives d'avenir* », 13/05/2014 à 21h11 www.afdb.org ;
 20. ZIMNOVITCH Henri (2006), « *La troisième révolution industrielle au risque d'Enron et Vivendi* », consulté le 30/01/2014 à 19h40, URL : http://www.archivesnationales.culture.gouv.fr/camt/fr/memoires/donnees_colloques/07_03_29-30_Conference_Histoire_de_la_comptabilite/program_fichiers/zimnovitch.pdf;
 21. ZOGO Willy.S (2013), « *BVMAC : Enfin la première cote* », consulté le 27/05/2014 à 19h11 URL http://www.journal-ledroit.net/index.php?option=com_content&view=article&id=956:bvmac-enfin-la-premiere-cote-&catid=102:droit-international-economique&Itemid=177;
 22. ACTUS- finance&communication, consulté le 20/05/2014 à 18h47, URL <http://www.actus.fr/a-propos/positionnement.html#> ;
 23. Banque de France (2012), « *Le marché Alternext* », direction des entreprises – référentiel des financements des entreprises-, Fiche N°231 version 31/05/2012, consulté le 29/04/2014 à 10h57 URL : http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/fiche_231-BDF-Marche-Alternext.pdf ;
 24. Banque de France (2012), « *Le marché libre* », direction des entreprises –référentiel des financements des entreprises-, Fiche N°232 version 01/03/2012, consulté le 05/05/2014 à 19h13 URL : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/fiche_232-BDF-Marche-libre.pdf ;

25. BINCKER.fr (2013), « *Les principales bourses mondiales* », consulté le 13/05/2014 à 23h17 URL <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/les-principales-bourses-mondiales> ;
26. CBC/News (2011), « *Recent consolidations of major traders* », accessed 14/08/2013 at 20h50, URL <http://www.cbc.ca/news/business/story/2011/02/09/f-money-stock-market-merger-timeline.html>
27. CNED (Centre National d'Enseignement à Distance, France) , « *De la société industrielle à la mondialisation : économie et société de 1850 à nos jours* », consulté le 11/02/2014 à 18h34, URL <http://www.academie-en-ligne.fr/Ressources/7/HG11/AL7HG11TEPA0212-Sequence-05.pdf>;
28. Commission européenne (2003), « *Examen de la situation économique des partenaires méditerranéens de l'Union Européenne* », consulté le 5/03/2014 à 17h19, URL http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication990_fr.pdf;
29. Direction du Trésor (2013), « *Afrique du sud : Etat des lieux des marchés financiers* », publié le 4/07/2013, consulté le 23/05/2014 à 15h06 URL https://www.tresor.economie.gouv.fr/7655_afrique-du-sud-etat-des-lieux-des-marches-financiers;
30. Easybourse (2014), « *Les autorités de régulation* », consulté le 15/02/2014 à 21h01, URL <http://www.easybourse.com/bourse/pedagogie/fiche/les-autorites-de-regulation-113>;
31. FORNUNEO Banque, « *La structure des marchés français* », consulté le 12/04/2014 à 18h37 URL <http://www.fortuneo.fr/fr/aide/structure-marches.jsp> ;
32. Linternaute.com, consulté le 13/02/2014, à 18h18 URL : [http://bv.alloprof.qc.ca/histoire/histoire-et-education-a-la-citoyennete-\(2e-cycle-du-secondaire\)/histoire-du-20e-siecle/economie,-20e-siecle/bourse-\(definition-et-fonctionnement\).aspx](http://bv.alloprof.qc.ca/histoire/histoire-et-education-a-la-citoyennete-(2e-cycle-du-secondaire)/histoire-du-20e-siecle/economie,-20e-siecle/bourse-(definition-et-fonctionnement).aspx);
33. Moscow.ur (2013), « *Histoire du développement de Moscou en tant que Centre financier International (CFI)* », consulté le 26/05/2014 à 1h37 URL http://moscow.ru/fr/infrastructure/business_finance/fincenter_in_Moscow/growth_story/;

34. Moscow.ur (2013), « *Moscou : Centre Financier International* », consulté le 26/05/2014 à 1h48 URL http://moscow.ru/fr/infrastructure/business_finance/fincenter_in_Moscow/;
35. ONS (2012), « *Premier recensement économique 2011 : Résultats définitifs de la première phase* », Collection statistique N°172/2012, série E : Statistiques économiques N°69 ;
36. Pnud (2011), « *Appui à la réforme du marché financiers algérien* », consulté le 23/02/2014 à 00h32, adresse URL http://www.dz.undp.org/content/algeria/fr/home/operations/projects/democratic_governance/appui-a-la-reforme-du-marche-financier/
37. Présentation d'Enternext (2013), <https://europeanequities.nyx.com/fr/enternext/a-propos-d-enternext/faq>, consulté le 20/04/2014 à 13h18 ;
38. Présentation d'Euronext (2007), http://www.fimarkets.com/pages/marches_organises_euronext.php, consulté le 13/04/2014 à 11h50 ;
39. Rapport COSUMAF (2009), « *Comment développer le marché financier en Afrique centrale : feuille de route en vue de dynamiser le marché financier en zone CEMAC* », consulté le 23/02/2014 à 12h47, adresse URL ; [http://www.africanbondmarkets.org/fileadmin/Countries/Chad/COSUMAF/DEVELOP_FINANCIAL_MARKET%20\(2\).pdf](http://www.africanbondmarkets.org/fileadmin/Countries/Chad/COSUMAF/DEVELOP_FINANCIAL_MARKET%20(2).pdf).
40. Rapport COSUMAF (2009), « *Le marché financier de la COSUMAF se développe* », consulté le 23/02/2014 à 13h09, URL <http://www.cosumaf.org/ressources/file/pdf/14740640614c0bc8feb1815.pdf> ;

Articles de presse

1. BENBITOUR Ahmed (2012), « *La situation économique et financière de l'Algérie en Juin 1995 : les accords passés avec le FMI* », Le journal quotidien LIBERTE du Jeudi 12 Octobre 2012, N°6124, ISSN 1111-4290 ;
2. HADDOUCHE Hassan (2013), « *Le bilan décevant du fonds national d'investissement* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 20 Novembre 2013, N°6465, ISSN 1111-4290 ;

3. HADDOUCHE Hassan (2013), « *La bourse d'Alger veut grandir vite* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 4/12/2013, N°6477, ISSN 1111-4290 ;
4. HADDOUCHE Hassan (2013), « *Gestion des réserves de changes : Pas de placement à risque* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 25 Décembre 2013, N°6494, ISSN 1111-4290 ;
5. KHRIS Badreddine (2013), « *Huit entreprises candidates à une introduction en bourse* », Le journal quotidien LIBERTE du 7/11/2013, N°6454, ISSN 1111-4290 ;
6. MEBTOUL Abderrahmane (2013), « *Les placements algériens à l'étranger sont-ils menacés ?* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 30 Octobre 2013, N°6474, ISSN 1111-4290 ;
7. SMATI Said (2013), « *Net progrès sur les dossiers de partenariat* », Le journal quotidien LIBERTE du Mercredi 18 Décembre 2013, N°6488, ISSN 1111-4290 ;

Séminaires et Conférences de Presse

1. LAMIRI Abdelhak (2014), « *Bilan de l'Algérie et perspectives future* », siège du journal quotidien LIBERTE « El Achour », le 7/01/2014 à 11h.

Documents internes de l'Organisme d'accueil

1. BROCHE George (2012), « *Redéfinition et séparation des métiers et services d'investissements* », Algérie ;
2. COSOB (2013), « *Les intervenants du marché financier algérien* », lieu d'édition l'Algérie ;
3. LEROY Xavier (2012), « *Potentiel du marché financier algérien et prospectives : spécification des besoins et des capacités à développer le marché financier algérien* », Prospective Pnud, Award N°61824

1. GUIDE D'ENTRETIEN

Les questions que nous avons posées étaient semi directes sauf pour le recueil des données macroéconomiques. L'ensemble de la population interrogée est présenté ci-dessous :

« Tableau N°8 : Guide d'entretien »

Organisations	Structures/Profil des personnes interrogées	Objectif de l'entretien	Questions portant sur
COSOB	1. Direction de développement et de surveillance ; 2. direction des opérations et d'informations financières	Analyse et évaluation de la contribution de chaque membre dans l'accomplissement de la mission de la COSOB afin de déterminer les dérives pour les corriger.	- Le profil, expérience et la durée d'occupation du poste ; - La fiche de poste (les principales activités effectuées) ; - les relations hiérarchiques ; - principaux problèmes rencontrés ; - questions relatives à la GRH (alignement de la stratégie de globale à celle des RH, formation et gestion de carrière).
Algérie Clearing	1. Teneurs de comptes-conservateurs de titres (TCC) ; 2. Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) ; 3. Les OPCVM	Comprendre le flux d'ordres de bourse ainsi que la contribution de chaque intervenant pour définir le ou les systèmes de cotations idoines.	Mêmes questions
SGBV	1. Structure des opérations et de développement du marché ; 2. Structure des finances 3. Cellule de communication.	Examiner les différentes tâches effectuées par chacun et les évaluer par rapport à la mission et stratégie de l'entité.	Mêmes questions.
Think-Tank (FCE, Nabni, Défendre l'entreprise)	Membre du conseil d'administration de Nabni et Défendre l'entreprise, le directeur du FCE M.R. Hamiani	Définir les principaux facteurs empêchant les entreprises à aller en bourse, et quels avantages qu'attendent les chefs d'entreprises du marché boursier pour effectuer cette opération.	1. Ce qui dérivent les entreprises algériennes de choisir le financement de leurs investissements via la bourse (principalement par l'émission d'actions) 2. Les attentes ou exigences des chefs d'entreprises du marché

			boursier algérien conditionnant leur choix d'y investir.
--	--	--	--

2. LES PRINCIPALES DIFFERENCES ENTRE LA SEC ET L'AMF

Les principales différences²⁸⁵ entre deux fameux organes de régulation et de surveillance des marchés financiers, américains et français, la SEC et l'AMF respectivement, sont présentées dans le tableau suivant :

« Tableau N°9 : Composition de la SEC et l'AMF »

SEC	AMF
Nature juridique	
La SEC et l'AMF sont des autorités publiques indépendantes du gouvernement et dotées de personnalité morale ce qui leur permet d'ester en justice.	
Composition	
<p>1. Commissioners</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sont au nombre de cinq, ils sont nommés par le président des USA et le sénat, ce dernier confirme leur nomination à la majorité de ses membres ; - Leur mandat est valable pour cinq ans et n'est pas renouvelable ; - Ils sont membres de partis politiques. Afin de préserver la neutralité de la SEC, il est impossible de nommer trois membres du même parti politiques ; - Ils disposent d'une solide formation, pratique juridique ou financière ; - Ils sont inamovibles, sauf en cas de mauvaise conduite. 	<p>1. Le collège</p> <p>Il exerce les pouvoirs dévolus à l'AMF et composé de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Un magistrat issu de chacun des deux ordres de juridiction ; - Un membre de la cours des comptes et de la banque de France ; - Trois personnes qualifiées par leur compétence et expérience financière et juridique ; - Six professionnels ayant les mêmes compétences ; - Leur mandat dure cinq ans renouvelable une fois ; - Quelques autorités politiques participent

²⁸⁵ Easybourse (2014), « Les autorités de régulation », consulté le 15/02/2014 à 21h01, URL <http://www.easybourse.com/bourse/pedagogie/fiche/les-autorites-de-regulation-113>

	<p>au processus de nomination de ces membres : le conseil des ministres, le président de l'assemblée nationale et le président du sénat.</p>
<p>2. Les divisions</p> <p>Elles sont au nombre de quatre :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La division de finance d'entreprise : surveille la divulgation des informations requises par les entreprises cotées aux investisseurs, dans les délais ; - Division de régulation des marchés : établit les normes visant à assurer un fonctionnement juste et efficace du marché financier ; - Division de gestion des investissements : surveille et régule les activités de tous les acteurs gérant les investissements du public et des entreprises tout comme : les PSI (Prestataires de Services d'Investissements), les analystes financiers...etc. ; - Division chargée de l'application du droit : mène des enquêtes de façon confidentielle sur les possibles violations des règles, elle peut recommander une action en justice à la SEC et même de transiger au nom de celle-ci. 	<p>2. La commission de sanction</p> <ul style="list-style-type: none"> - Elle est un organe interne chargée exclusivement de la sanction, elle compte douze membres ; - La qualité de ses membres est incompatible avec celle du collègue ; - Le gouvernement français a mis à sa tête un commissaire du gouvernement, nommé par le ministre de l'économie ; - Afin de préserver l'indépendance de l'AMF, le commissaire n'assiste pas aux délibérations de cette commission, il peut seulement demander une deuxième délibération.
<p>Pouvoirs</p> <p>Afin d'accomplir leurs missions, la SEC et l'AMF sont dotées de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pouvoir réglementaire ; 	

<ul style="list-style-type: none"> - Pouvoir de contrôle ; - Pouvoir de sanction ; - Pouvoir de médiation (la SEC ne dispose pas de ce pouvoir) 	
<p>Pouvoir réglementaire</p>	
<p>La SEC a le pouvoir de créer des règles, qui est réparti entre ses différentes divisions :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les membres d'une division adoptent une proposition de règle qui sera soumise à la SEC, c'est-à-dire aux cinq commissioners, si la proposition est approuvée une consultation des acteurs de marchés s'impose ; - Les règles adoptées par la SEC ne sont pas vérifiées a priori par une quelconque autorité que dans le cas où elles sont d'une importance majeure, dans cette situation le congrès contrôle la proposition de règle à laquelle le président peut mettre par la suite son veto. 	<p>Le pouvoir de réglementation de l'AMF est largement encadré :</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'autorité doit adopter un règlement général qui sera homologué par arrêté du ministre de l'économie ; - Lors de l'élaboration de ces règles, l'AMF doit consulter les acteurs de marché ; - Le règlement général doit être un consensus de toutes les parties concernées ; - L'AMF doit adopter des règles relatives aux : émetteurs de valeurs mobilières, règles de bonne conduite et de pratiques professionnelles, informations au public en cas d'introduction en bourse ou OPA, PSI (Prestataires de Services d'Investissements), sociétés de gestion des portefeuilles...etc. ; - L'AMF fixe les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des marchés financiers.
<p>Pouvoir de sanction</p>	
<p>Ce pouvoir constitue le moyen mis à la disposition de la SEC et de l'AMF afin de faire respecter les normes en vigueur.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> - La SEC ne dispose pas d'organe interne dédié seulement à la sanction, cette fonction est assurée par la division de 	<p>La sanction contre les violations des règles de droit est assurée par un organe distinct qui est la commission de sanction :</p>

l'application du droit, de ce fait elle ne peut imposer que des sanctions civiles : injonctions ou amendes ;

- Dans le cas où la sanction est en dehors de la compétence de la SEC, cette dernière, et par l'intermédiaire de la division de l'application du droit, doit procéder à une action en justice. La division enquête de façon confidentielle sur une éventuelle violation du droit fédéral des valeurs mobilières, le résultat est ensuite présenté aux commissionnaires qui décideront d'un ordre formel d'investigation ou non. La division recommande enfin, si nécessaire, une action en justice devant un tribunal ou un juge au nom de la SEC. Le choix de la juridiction se fait en fonction de la sanction recherchée :

- Le tribunal (juge de droit) peut prendre une injonction, une condamnation financière et ordonner la restitution des profits illégaux ;
- Le juge (spécial) peut prononcer des sanctions identiques auxquelles s'ajoute la suppression d'exercice d'une profession spécifique ou même la révocation du défendeur de la profession en question.

- Un membre de cette commission ne peut appartenir au collège, ce dernier dispose d'un pouvoir propre d'injonction et peut ainsi ordonner la cessation des pratiques contraires aux règles ;
- Comme pour la SEC, l'organe chargé de prendre l'initiative et celui chargé de l'imposition sont différents :
 - Le collège a le pouvoir d'initier une prise de sanction après examen d'un rapport préalable d'enquête ou sur demande de personnes. Si une procédure de sanction est ouverte, les fondements seront communiqués à l'intéressé ainsi qu'au président de la commission de sanction ;
 - La décision de prononcer la sanction est prise par la commission de sanction. La sanction peut être de nature pécuniaire et/ou disciplinaire (blâme, interdiction temporaire ou définitive d'exercer une profession).

<p>d'un quasi-monopole légal sur les transactions et qui active dans les villes de : Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes, Paris et Toulouse). Ces intermédiaires concluent des opérations (à la criée) pour le compte de leurs clients ;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le marché officieux (la coulisse) : est un marché faiblement organisé, il était illégal à sa création mais dès qu'il prenait de l'ampleur il a été protégé par les pouvoirs publics qui l'utilisent pour placer les emprunts d'Etat. Ses membres agissent en tant que contrepartistes (pour leur propre compte) où les transactions sont bilatérales. Sur ce marché sont négociés les titres, souvent étrangers, qui ne satisfont pas aux critères d'admission du parquet. 	<p>dealers (floor traders) qui agissent pour leur propre compte²⁹⁰ ;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le Curb²⁹¹ : est un marché en parallèle organisé par les brokers, il s'est développé après la concentration du NYSE sur les titres les plus importants en valeur et en taille ainsi que sur les titres les plus actifs depuis les années 1880. Le Curb s'est institutionnalisé et devient en 1971 l'American Stock Market, le second marché boursier américain à cette époque. Il introduisait des titres nouveaux ou peu actifs, qui ne peuvent être échangés sur le marché officiel le (NYSE). Mais le Curb s'est vu pénalisé avec l'apparition du système de cotation sur ordinateur lancé par la NASDA (National Association of Securities Dealers) qui devient le Nasdaq en 1971, la même année de l'institutionnalisation du Curb²⁹².
---	---

Principales métamorphoses du marché boursier

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Jusqu'en 1970, la bourse de Paris (la compagnie des agents de change) n'a pas réussi à trouver les bonnes mesures permettant d'un côté la sécurité des transactions et l'approvisionnement en fonds des émetteurs d'un autre côté²⁹³ ; ▪ En 1984, des réformes ont été mises en place dans le but d'unifier le marché 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Le NYSE est le marché national d'actions, il jouit depuis sa création d'une situation de monopole sur les flux d'ordres à côté de ses concurrents (les autres marchés nationaux comme le Nasdaq et AMEX, les marchés régionaux et les marchés de gré à gré)²⁹⁸ ; ▪ En 2005, NYSE a abandonné son statut de « not for profit organization » et s'est
---	---

²⁹⁰ Idem P58.

²⁹¹ Idem 60.

²⁹² Idem.

²⁹³ Idem P64.

<p>marché devient national, l'ensemble des titres sont négociés et listés à Paris²⁹⁷ ;</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ En 2000, la bourse de Paris fusionne avec les bourses de : Bruxelles, Amsterdam, et par la suite avec la bourse de Lisbonne et le marché de dérivés de Londres (Liffe). 	
<p>Régulation des marchés boursiers</p>	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Au XIX^{ème} siècle le marché boursier parisien avait une organisation hiérarchique au sommet de laquelle l'Etat se chargeait de la gestion des affaires des bourses de valeurs et principalement pour défendre et protéger les épargnants³⁰¹ ; ▪ Au XXI^{ème} siècle la régulation européenne touche presque à tous les intervenants sur le marché boursier, elle consiste à énoncer des principes généraux à suivre a priori plutôt que des règles détaillées, à titre d'exemple³⁰² : <ul style="list-style-type: none"> - La mise en place des normes IFRS (International Financial Reporting Standard) ; - La DMIF (Directive Marchés d'Instruments Financiers) en vigueur depuis 2007 qui impose aux 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A l'inverse aux USA, la législation privilégie au XIX^{ème} siècle l'intérêt des émetteurs, et ce en réglant les questions d'organisation et d'informations pour contrôler les valeurs admises (souvent étrangères)³⁰⁷ ; ▪ Par contre aux USA, la réglementation est fondée sur une suite de règles que doivent suivre les émetteurs et les investisseurs. Ces règles sont définies par la loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002 qui s'applique aux émetteurs de titres (américains et étrangers) auprès d'investisseurs américains, les entreprises admises en hors cote aux USA (sur le Pink sheet) ne sont pas concernées. Cette loi renforce le dispositif juridique, après les scandales et manipulations comptables de (Enron, Worldcom et Tyco

²⁹⁹ Idem P25

³⁰⁰ Idem.

²⁹⁷ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « Consolidation mondiales des bourses », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf P23;

³⁰¹ LAURE Quennouille-Corre (2012), « Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920 », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054, P69.

³⁰² HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « Consolidation mondiales des bourses », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf P30.

<p>intermédiaires l'obligation du principe de « meilleure exécution³⁰³ » des ordres de bourse ;</p> <p>▪ En Europe continentale et en particulier en France, la règle de concentration des ordres de bourse a été imposée jusqu'en</p>	<p>International), notamment par les dispositifs suivants³⁰⁸ :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Obligation des dirigeants (chief executive officer et chief financial officer) de signer les comptes, de remettre un rapport sur les procédures de contrôle et de prendre un engagement personnel fort ; - Mettre fin à l'auto-régulation des cabinets d'audit et la création d'un organisme de tutelle, le PCAOB (Public Company Accounting Overseers Boards), de ce fait le rôle des comités d'audit obligatoires est accru au sein des sociétés ; - Obligation de déclaration des opérations d'achat/vente de titres par les dirigeants (insider trading rules) dans les deux jours suivant les opérations ; - Il est interdit à une société de prêter de l'argent à ses dirigeants ; - Alourdissement des peines (amendes et prison) en cas de fraudes aux « securities law » etc... ; <p>▪ Aux USA la concurrence entre les marchés financiers a toujours été la règle de leur fonctionnement et est régulièrement relancée</p>
---	--

³⁰⁷ LAURE Quennouille-Corre (2012), « Des marchés efficients ? Les bourses de New York et de Paris dans les années 1920 », Revue de Entreprises et histoires 2012/2, N°67, P [54-70] DOI : 10.3917/eh.O67.0054, P69.

³⁰³ Le principal critère qui caractérise le principe de « meilleure exécution » est le prix : où les intermédiaires doivent assurer le prix le plus bas disponible à un instant donné à l'achat et le plus élevé à la vente, mais d'autres critères peuvent être rajoutés tout comme la réduction des délais et coûts d'exécution (règlement-livraison) etc...

³⁰⁸ HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand et SAINT-ETIENNE Christian (2007), « Consolidation mondiales des bourses », consulté le 23/02/2014 à 16h01 adresse URL www.cae-eco.fr/IMG/pdf/067.pdf P30.

2007. Depuis 1988, les sept bourses françaises n'étaient pas en concurrence puisqu'une société ne peut être cotée que sur une seule des bourses, il s'agissait donc d'un partage géographique de la cote. A la suppression des bourses régionales en 1991 et la consolidation de la cote, la société des bourses françaises, Euronext par la suite, détenait le monopole (légal) des transactions sur les titres qui sont cotés en son sein³⁰⁴. Ce n'est qu'à partir de 2007 avec la mise en place de la directive européenne DMIF que l'obligation de concentration des ordres de bourse a été annulée, ce qui a permis l'émergence de la concurrence à Euronext, ainsi qu'aux autres pays européens, conduisant ainsi à une baisse des coûts de transactions et donc l'amélioration de la liquidité du marché boursier français. Cette directive permet l'arrivée de nouveaux investisseurs sur les marchés et surtout la multiplication des titres cotés et/ou listés³⁰⁵ ce qui augmente la liquidité des marchés boursiers. De ce fait, selon cette directive :

- Un titre peut être listé et coté sur un marché donné (européen), par exemple les titres proposés par Euronext actuellement, et en même temps il peut être coté sans être listé aux USA sur un marché national ou

par le congrès américain et la SEC ce qui s'explique par la multiplication du nombre de marchés boursiers qui progressait au gré des évolutions technologiques³⁰⁹. En outre, le négoce des titres financiers n'a jamais été un monopole réglementé par l'Etat car plusieurs marchés ont pu s'établir et se concurrencer³¹⁰ depuis qu'est rendue possible l'interconnexion des marchés américains (National Market System). Quant à la question de liquidité des marchés boursiers américains, les autorités de régulation s'y intéressaient depuis la moitié des années 1970, dont elles ont³¹¹ :

- Mis en place en 1975 une centralisation des publications d'informations relatives aux cours des titres (full consolidated tape) qui consolide les cotations des marchés nationaux et régionaux ;
- Mis en place de ITS (Intermarket Trading System) en 1978 qui permet le transfert d'ordres de bourse d'un marché à l'autre suivant la règle de meilleure exécution.

³⁰⁴ Idem P23.

³⁰⁵ Négociés

régional ayant le droit de coter ce genre de titres. ³⁰⁶	
---	--

Source : Elaboré par nous-mêmes

³⁰⁹ Idem P23

³¹⁰ Idem P32.

³¹¹ Idem P34.

³⁰⁶ Idem P37.

TABLE DES MATIERES

Remerciement(s)	
Liste des annexes	
Liste des figures	
Liste des tableaux	
Sommaire	
Introduction Générale	8

Partie 1 : Revue de littérature et positionnement méthodologique

Introduction Partie (1)	14
Chapitre 1 : Evolution des marchés financiers sur les plans théorique et pratique	
Introduction Chapitre (1)	16
1. Genèse et développement des marchés financiers.....	17
1.1. Evolution des marchés financiers	17
1.2. Origine du développement des marchés financiers	22
1.2.1. L'activité économique	24
1.2.2. Régulation des marchés financiers	30
1.2.3. Les nouvelles technologies de l'information et de la communication	31
1.2.4. Emergence des marchés boursiers.....	32
1.2.4.1. Les statuts	32
1.2.4.2. Instruments financiers	34
1.2.4.3. L'organisation	35
1.2.4.4. L'industrie financière	35
a. Les auditeurs comptables	35
b. Les analystes financiers	36
c. Les agences de notation	36
1.2.5. Les recherches académiques	36
2. Revue de littérature	37
2.1. La théorie du portefeuille	38
2.2. Théorème de la structure d'entreprise	38
2.3. Modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)	39
2.4. Le modèle d'évaluation des options	40
2.5. La théorie du signal	40
2.6. La théorie d'agence	41
2.7. La microstructure des marchés financiers	42

2.7.1. Le comportement des investisseurs	42
2.7.2. Le teneur de marché	43
2.7.2.1. Le paradigme de la position	43
2.7.2.2. Le paradigme de l'information	44
2.7.3. L'organisation des échanges « la microstructure des marchés financiers »...	45
2.7.3.1. Selon la contrepartie des échanges	45
2.7.3.2. Selon le moment de l'échange	46
2.7.3.3. Selon le milieu de l'échange	48
2.8. La finance comportementale	49
Conclusion Chapitre (1)	50
Chapitre 2 : Evolution du marché financier algérien sur le plan théorique et pratique et positionnement méthodologique	
Introduction Chapitre (2)	52
1. Développement du marché financier algérien sur le plan pratique	53
1.1. Evolution de l'économie algérienne	53
1.1.1. La période allant de 1962-1966	54
1.1.2. La période allant de 1967-1979	56
1.1.3. La période allant de 1980-1990	59
1.1.4. La période allant de 1991-1999	63
1.1.5. La période allant de 2000-2013	67
1.2. Etat des lieux du marché financier algérien	72
2. Le marché financier algérien sur le plan académique	75
3. Cadre méthodologique	76
Conclusion Chapitre (1)	77
Conclusion Partie 1	79
Partie 2 : Croissance des marchés financiers dans le monde et architecture de développement pour l'Algérie	
Introduction Partie 2	81
Chapitre 3 Stratégies de développement des marchés financiers dans le monde	
Introduction Chapitre (3)	83
1. Les marchés financiers dans les pays développés	84
1.1. Evolution de la bourse de Paris et de New York	85
1.2. La microstructure : principal enjeu de développement de NYSE-EURONEXT	86
1.2.1. La situation de NYSE-EURONEXT avant fusion	88

1.2.1.1. La structure du marché financier français	89
1.2.1.2. La structure du marché financier américain	92
1.2.2. Les principales incitations à l'alliance du NYSE-EURONEXT	93
1.2.3. Analyse de la microstructure du groupe NYSE-EURONEXT	96
1.3. Synthèse des principaux facteurs clés de succès	102
2. Les marchés financiers dans les pays émergents	106
2.1. Les circonstances de développement des pays émergents	107
2.2. Etat des lieux des marchés financiers des pays émergents	108
2.3. Les stratégies de développement des marchés financiers de la Russie et de l'Afrique de Sud	109
2.3.1. Le centre financier international de la Russie	110
2.3.2. La conjoncture internationale : principal atout de la place boursière de Johannesburg	111
3. Les marchés financiers dans les pays en développement : cas de l'Afrique (hors Afrique du Sud).....	112
3.1. Les principaux atouts des marchés financiers nord-africains	114
3.2. Les stratégies de développement du marché financier centre-africain	117
4. Les spécificités des marchés financiers contemporains	118
Conclusion Chapitre (3)	119

Chapitre 4 : Etat des lieux et perspectives de développement du marché financier algérien

Introduction Chapitre (4)	121
1. Diagnostic stratégique de l'environnement global du marché financier algérien	122
1.1. Présentation des différents intervenants du marché financier algérien	122
1.1.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance d'Opérations de Bourse..	123
1.1.2. La Société de Gestion des Bourses de Valeurs	124
1.1.3. Algérie CLEARING	125
1.1.4. Les Intermédiaires en Opérations de Bourse	126
1.1.5. Les Teneurs de Comptes Conservateurs	126
1.2. Diagnostic et analyse de l'environnement du marché financier algérien	127
1.2.1. L'analyse PESTEL	127
1.2.2. Le diagramme de PORTER	130
1.2.3. La matrice SWOT	132
2. Analyse de la réforme initiée par le Pnud pour redynamiser le marché financier algérien	134
2.1. Phase (1) : Evaluation et définition du schéma cible de développement	134
2.1.1. Potentiel du marché financier algérien	134
2.1.2. Modèle d'organisation cible	137
2.1.3. Métiers et services à développer	138
2.2. Phase (2) : Mise en œuvre	138
3. Architecture de développement du marché financier algérien	139
3.1. L'architecture actuelle du marché financier algérien	139
3.2. Proposition d'une architecture de développement pour le marché financier algérien	141

4. proposition d'un tableau de bord stratégique	145
Conclusion Chapitre (4)	152
Conclusion Partie (2)	153
Conclusion générale	155
Références Bibliographiques	
Annexes	
Table des matières	