

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE**

Université Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou

**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES
SCIENCES DE GESTION**

DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

Mémoire

**en vue de l'obtention du diplôme
de magister en Sciences Economiques
Option: Monnaie-Finance-Banque**

Thème

**Étude comparative des marchés financiers
maghrébins cas : Maroc, Algérie, Tunisie**

**Dirigé par :
Le Professeur BOUZAR Chabha**

**Présenté par :
M^{elle} BENCHABANE Meriem**

Devant le jury composé de:

Président : M^r AMMOUR Benhalima, Professeur, Université d'Alger

Rapporteur : M^{elle} BOUZAR Chabha, Professeur, UMMTO.

**Examineurs: M^r BENNOUR Abdelhafid, Maître de conférences « A », Université
d'Alger.**

M^r ABIDI Mohammed, Maître de conférences « B », U.M.M.T.O

Date de soutenance : 26/06/2012

Remerciements

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude à tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce modeste travail.

Je cite tout d'abord ma promotrice M^{elle} BOUZAR Chabha pour son soutien et sa patience et son entière disponibilité.

Ma reconnaissance va également au corps enseignant du département sciences économiques de l'université Mouloud MAMMERI, ainsi que le personnel de la bourse d'Algérie.

DEDICACES

Mes dédicaces vont de tout cœur à ceux qui ont fait ma force :

- *A la mémoire de mes très chers et précieux parents ;*
- *A ceux à qui je dois ma réussite, mes très chers frères et sœurs chacun son nom, pour leur amour, leur présence, leur soutien tout au long de mes études et surtout pour leur générosité dont je citerai : Tahar, Abdellah et surtout ma belle sœur Rafika.*
- *A ma belle mère ZAHIA ;*
- *A mes précieux neveux et nièces que j'adore*
- *mes amis de toujours : Melina, Thamila, Sonia ;*
- *Enfin, à mes précieux amis qui m'ont fourni aide et soutien moral indéfectible tout au long de ce travail et contribuer par leurs grands cœur à la réalisation de ce mémoire : Hocine, Nabila, Koceila, Mohamed, Rédouane et en particulier Khaled.*

Meriem

SOMMAIRE

Introduction générale

Partie I : Cadre général du marché financier et étude comparée de l'environnement économique au Maroc, Algérie et Tunisie

Introduction à la première Partie 6

Chapitre I : Cadre Général du marché financier

Section 1 : Anatomie du marché financier 8

Section 2 : Rôle, fonctions et caractéristiques d'un marché financier dynamique 42

Chapitre II : Etude comparée de l'environnement économique au Maroc, Algérie, Tunisie.

Section 1 : Situation économique 66

Section 2 : Climat d'investissement, privatisation et réformes des marchés boursiers 82

Conclusion première Partie I 118

Partie II : Analyse comparative de la performance des bourses au Maroc, Algérie et Tunisie

Introduction à la deuxième Partie 120

Chapitre I : Architecture des marchés financiers Maghrébins

Section 1 : les structures administratives et professionnelles 123

Section 2 : Organisation et fonctionnement des marchés financiers maghrébins 144

Chapitre II: Performance des marchés boursiers maghrébins

Section 1 : L'introduction en bourse 159

Section 2 : Etude comparée du développement des bourses maghrébines 188

Conclusion de la deuxième Partie II 212

Conclusion Générale 213

Bibliographie

Annexes

INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale

Au Maghreb, les banques dominent les systèmes financiers, rapportés au PIB, leurs actifs ne sont pourtant pas considérables et les crédits alloués au secteur privé ne consomment qu'une fraction de leurs ressources. Alors que les emprunteurs publics – grandes entreprises et Etat – absorbent en large partie les ressources prêtables disponibles, les banques doivent gérer des risques de crédit importants, ceci résultant à la fois d'un environnement économique volatil et de systèmes juridiques peu favorables aux droits des créanciers.

Au total, une situation de rationnement du crédit est créée pour les agents économiques, alors que les banques sont structurellement sur-liquides. Cette situation joue en faveur du potentiel économique de la région, alors qu'en l'absence d'alternatives de financement, la pénurie de crédits bancaires pèse particulièrement sur les PME et se traduit, pour les particuliers, par de faibles taux de bancarisation.

Une telle situation n'est pas propre au Maghreb néanmoins, elle caractérise de manière générale les pays en développement – parmi lesquels les trois pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie) sont loin d'être les moins bien classés. Pourtant, la région ne suscite pas le même intérêt, elle est celle qui, aura sans doute reçu le moins d'IDE ces dernières années, y compris de la part de ses plus proches voisins européens. Sa médiocre insertion dans le commerce international ne lui permet pas d'afficher les taux de croissance de 6% à 8% qui distinguent les pays « émergents ».

L'intérêt pour le Maghreb renaît cependant aujourd'hui, lié à un double phénomène de prise de conscience d'une communauté de destin des deux côtés de la Méditerranée et de la sortie de l'Algérie d'une longue et terrible crise interne. Pour beaucoup d'entreprises européennes, particulièrement françaises, l'Algérie a les traits à présent d'un territoire quasiment vierge, où tout est à (re)faire, alors que les rentrées de la rente pétrolière vont croissant, on en oublierait presque les sérieuses difficultés que présente ce marché, comme ses deux voisins.

Dans le même temps, lentement, l'intérêt se porte sur les flux financiers que génèrent les résidents maghrébins en Europe. Longtemps, ces transferts auront été incroyablement négligés, compte tenu de ce qu'ils représentent : des flux financiers annuels qui atteignent bien un quart de la balance de paiements d'un pays comme le Maroc et dépassent en montant toutes ses autres sources de devises. Sans doute a-t-on longtemps cru qu'une telle manne ne pouvait que se tarir, alors que les migrants, dans leur grande majorité, abandonnaient l'idée d'un retour au pays et pourtant, les sommes transférées croissent, et de manière importante.

Depuis dix ans, aussi bien, les trois pays du Maghreb ont réussi à maîtriser relativement leur inflation, et leurs cours de change ont été stabilisés. Le rapprochement n'est pas souvent fait, alors qu'il paraît déterminant : l'argent n'est plus seulement envoyé au pays pour le soutien familial, il y est investi et épargné. Il tente de profiter du différentiel de pouvoir d'achat qui existe entre les deux rives de la Méditerranée.

L'importance des sommes en jeu justifierait qu'une institution soit créée pour organiser la collecte de l'épargne issue des transferts sur des bases nouvelles, ainsi que son réemploi productif. Une institution qui ne demanderait pas un euro de subvention et qui dérogerait ainsi aux schémas classiques de l'aide internationale. Une institution dont les chances d'existence sont en l'état actuel très mesurées. Une institution qui, de toute manière, ne suffirait pas seule.

Lorsqu'on pense solutions de développement, d'un point de vue institutionnel, on invoque inévitablement l'apport, sous forme d'aides, de capitaux longs, le financement de grandes infrastructures, ou encore le soutien au capital-risque. On oublie ainsi généralement l'essentiel : le rôle des marchés financiers, sur le terrain, dans la sélection des projets.

Depuis vingt ans, les marchés financiers font l'objet de toutes les attentions et de toutes les polémiques, ils ont pris une place inattendue, sans précédent dans l'économie mondiale et ont déclenché tous les intérêts avec une violence naguère réservée aux passions politiques ou religieuses. Ils sont devenus un système généralisé que toute économie cherche à développer. Les marchés financiers sont alors l'un des facteurs explicatifs directs de la chute des idéologies socialistes et des économies dirigées.

Après des années de dirigisme et de participation de l'Etat, un système économique ayant montré ses défaillances, les pays Maghrébins ont vite fait de lancer un vaste programme de réformes visant le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché. L'un des principaux chantiers est la création de marchés financiers capables de drainer l'épargne aux emplois les plus productifs. En effet, le système financier des pays maghrébins, était, avant la première phase de la libéralisation financière des années 90 caractérisé par une étroitesse, une faible profondeur et une non diversification. Cette situation résultait d'un ensemble de causes parmi lesquelles on peut citer :

- une économie située dans ces premières étapes de développement conditionnant le niveau de développement financier ;
- une faiblesse du niveau de revenu des ménages et de la plupart des agents économiques ;
- un manque d'infrastructure financière ;

- une intervention du gouvernement dans le système financier et une expérience de répression financière ;
- un cadre légal et réglementaire non attractif et une gestion prudentielle non rigoureuse ;
- une gestion monétaire non rigoureuse et non performante ;
- rareté des compétences en matière de gestion financière et technique.

La nécessité de mobiliser l'épargne (public et privée), et surtout d'assurer une allocation efficiente des ressources financières, commandait une réforme et un approfondissement des systèmes financiers. C'est dans ce sens que les politiques de libéralisation financière ont été initiées.

Depuis les années 90, les pays du Maghreb, à l'instar de nombreux pays dans le monde, ont engagé plusieurs réformes visant la libéralisation de leurs économies axées principalement sur le secteur bancaire, avec une attention accordée à la modernisation des marchés financiers, notamment boursiers. « Le développement substantiel de ce dernier est une condition nécessaire à une libéralisation financière complète »¹. Le marché financier devrait d'une part aider à la diversification du système financier, et surtout à créer la concurrence vis-à-vis du système bancaire, pour plus d'efficience dans ce dernier. Et d'autre part, il concourt au développement économique et est considéré comme l'instrument adéquat pour la réalisation des programmes de privatisation, la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers l'investissement productif. Il joue également un rôle appréciable dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et l'attractivité des capitaux étrangers.

Toutefois, la dynamique et l'investibilité d'un marché boursier d'un pays est tributaire d'une part du niveau du revenu national, du cadre légal institutionnel, réglementaire et fiscal, de l'environnement macroéconomique et de la stabilité politique, la gouvernance d'entreprise, la sécurité des droits de propriété et d'exécution des contrats. Et d'autre part, du niveau de modernisation de l'organisation et du fonctionnement de ce marché. En effet, les réformes engagées par les pays maghrébins ont été axées dans ce sens.

De toutes ces constatations, bien des questions invitent à la recherche, mais en ce qui concerne le présent travail, une problématique a retenu notre attention :

¹ B.NDONG, « marchés boursiers émergents et politique d'efficience », thèse de doctorat en sciences économiques, université Franche Comté, P102.

Dans la mesure où les pays maghrébins ont entrepris des réformes en vue de la création d'un marché financier palliatif au financement bancaire, sont ils parvenu à le mettre en oeuvre d'une façon similaire?

Dans une optique de comparaison entre les trois pays maghrébins (Algérie, Maroc et Tunisie), ce travail a pour objet de dégager les écarts de progrès qui existent entre les trois bourses maghrébines. De ce fait, on entend répondre à la question qui suit :

- Après les efforts entrepris quel est le degré de performance de chacun de ces marchés financiers ?

Les raisons du choix de ces trois pays sont justifiées par l'histoire commune qui les lie, l'homogénéité qu'ils présentent sur le plan de l'unité ethnique, religieuse et linguistique. Cela est dû aussi au contexte économique similaire d'après l'indépendance qui les a mené à adopter un plan d'ajustement structurel.

L'objectif de la présente étude étant, après avoir cerné certains éléments théoriques relatifs à la question, de déterminer les écarts qui nous permettrons de déceler leurs raisons, de dégager les points forts et les points faibles de chaque bourse et de situer l'expérience algérienne par rapport à ses pays voisins.

Pour pouvoir y répondre, nous avons émis deux hypothèses :

- Si des écarts existent est ce que cela résulte de la différence du niveau de performance économiques et de la mise en application des réformes dans ces trois pays.
- Ou bien découle des divergences dans le fonctionnement et la structure organisationnelle entre ces trois marchés.

Afin de mener à bien cette étude et répondre aux questions évoquées précédemment, nous avons adopté la démarche suivante :

Pour les aspects théoriques, nous avons procédé à la recherche bibliographique (consultation des ouvrages, documents, rapports, articles, mémoires et thèses) et les différentes études et indicateurs qui ont été réalisées au niveau international (Banque Mondiale, FMI, Banque Africaine de développement, le PNUD, KPMG, l'Union Monétaire et Economique de l'Afrique de l'Ouest et de l'Afrique centrale).

Concernant le cadre d'analyse, nous avons utilisé les données statistiques recueillies auprès de la bourse d'Algérie, des sites officiels des trois bourses ainsi que des rapports d'activités de ces dernières.

Toutefois, le manque de données statistiques nous oblige à faire abstraction de certains indicateurs dans l'étude comparative, qui est réalisée.

Ce travail est structuré en deux parties :

La première partie constituant le soubassement théorique de notre recherche, elle est scindée en deux chapitres :

- Nous aborderons dans le premier chapitre les généralités sur le marché financier ; qu'est ce qu'on entend par marché financier, ses intervenants, ses segments, son rôle et ses fonctions ;
- Quant au deuxième chapitre, il met en exergue les principales caractéristiques de l'environnement économique de ces pays, à savoir l'Algérie le Maroc et la Tunisie ainsi qu'une revue des réformes engagées pour améliorer l'attractivité de leurs marchés.

La seconde partie comportera également deux chapitres, elle est consacrée à l'analyse comparative de la performance des bourses des pays Maghrébins.

- Le premier aura trait à la présentation de l'architecture de ces bourses : leurs structures administratives, professionnelles et de leurs organisations et fonctionnements.
- Enfin, dans le second chapitre nous tenterons d'analyser la performance de ces bourses via l'utilisation de certains indicateurs.

PARTIE I :

Cadre général du marché
financier et étude comparée de
l'environnement économique
au Maroc, Algérie, Tunisie

Introduction à la première partie:

Le financement de la croissance de l'entreprise peut être abordé de différentes manières à l'égard des moyens utilisés : par leur origine, par leur durée ou par leur type de rémunération. S'il est abordé du point de vue de l'origine des fonds, nous parlerons des capitaux d'origine interne (autofinancement) et des capitaux d'origine externe (ressources externes).

L'autofinancement, qui est généré par les ressources liées à l'activité courante et exceptionnelle de l'entreprise, ne peut répondre à ses besoins d'investissement sans cesse croissants. Le recours au financement externe devient alors une solution pouvant offrir une gamme étendue de possibilités.

Un seul offreur de capitaux (une banque ou un établissement de crédit) ne peut satisfaire la demande des entreprises ayant des besoins de financement de plus en plus importants, de plus son aversion aux risques et le respect des règles prudentielles, fait qu'il ne considère qu'une partie des revenus probables des investissements à financer. Ainsi, la création d'un marché de capitaux, offrant de nombreux produits financiers, devient nécessaire.

Le marché financier comme mode de financement direct est le lieu de rencontre directe entre demandeurs et offreurs de capitaux à long terme. Devenus le mode de financement le plus abouti, les marchés financiers ont pris une place sans précédent dans l'économie mondiale et dans la marche des économies développées jusqu'à devenir un système généralisé, un mode de passage d'une économie d'endettement à une économie de marché, que tous les pays cherchent à développer.

Afin de s'arrimer au train de l'économie mondiale, et dans le sillage de nombreux pays, les pays du Maghreb se sont lancés dans un plan de passage vers une économie de marché par la création de marchés financiers. Toutefois, on ne peut construire un édifice solide sans qu'il y ait auparavant un terrain préparé et des fondations solides. De ce fait, pour qu'elle soit efficace, cette institution intelligente (marché financier), nécessite l'existence d'un environnement socio-économique adéquat où règne une certaine culture boursière.

Ainsi, cette partie sera consacrée dans un premier chapitre à la présentation du marché financier de manière général, sa définition, ses acteurs, sa segmentation et surtout son rôle.

Le deuxième chapitre tente d'étudier l'environnement socio économique comparé des trois pays Algérie, Maroc, Tunisie et des réformes entreprises pour dynamiser leurs marchés boursiers.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHÉ FINANCIER

Introduction :

Dans un contexte de mutations technologiques et de compétition économique de plus en plus féroce, les réformes structurelles se sont révélées plus que nécessaires afin d'assurer une transition favorable vers l'économie de marché.

Plusieurs pays ont manifesté la volonté de s'adapter et d'adapter leurs structures économiques aux nouvelles exigences d'un environnement international en pleine mutation, caractérisé par un développement accéléré des échanges économiques accompagné de besoins de financement accrus pour y répondre.

En effet, le souci majeur quant à la réalisation de tous ces projets de changement et de renouvellement suppose en toute première phase de solution, la recherche de sources de financement rapides avec les meilleures conditions possibles (moindre coût, maximum de garanties,...).

Ce financement, matière première constituant le socle de toute structure financière doit obéir à des règles et évoluer dans un environnement adéquat et encadré communément appelé marché financier, le circuit bancaire ne pouvant à lui seul assurer le financement de l'activité économique.

La singularité du marché financier réside dans sa capacité à attirer et collecter les gisements intéressants (épargne domestique, excédent de trésorerie d'entreprise,...) et à la mise en place des instruments et des mécanismes nécessaires à leur recyclage par un reversement opportun et judicieux dans les circuits économiques.

De ce qui précède, nous allons aborder dans ce chapitre en premier lieu la présentation du marché, de ses différents compartiments ainsi que ses intervenants.

En deuxième lieu, nous parlerons des valeurs mobilières négociables sur le marché financier. Enfin, nous préciserons son rôle économique et financier.

Section 1 : Anatomie du marché financier

Communément le mot marché désigne pour les économistes, un lieu de confrontation de l'offre et de la demande. D'un point de vue juridique le marché peut d'abord être considéré comme un débouché économique pour différents types de biens. C'est dans ce sens que l'on fait appel à la notion de marché pertinent, c'est-à-dire, un marché de référence permettant d'apprécier notamment une éventuelle position dominante et qui comprend tous les produits ou services que le consommateur considère comme interchangeables ou substituables en raison de leurs caractéristiques, de leur prix et de l'usage auquel ils sont destinés.

Le marché peut être aussi considéré comme un lieu, un espace public où il est possible de vendre et d'acheter un certain nombre de biens. Traditionnellement un tel lieu correspond à un endroit concret dûment matérialisé, même s'il pouvait être ouvert à tous vents.

Désormais la notion de marché gagne de l'ambiguïté, il est souvent devenu un espace virtuel, notamment lorsqu'il s'agit d'échanger des biens incorporels ou lorsque les biens sont dématérialisés, ce qui est justement le cas en présence d'instruments financiers et, donc du marché financier. Certes, lorsqu'on parle de marchés financiers on pense en premier lieu à des organisations spécifiques, « les Bourses de valeurs » dédiées à l'échange des titres, mais aujourd'hui ces derniers ne représentent que le cœur visible du marché financier. Ce dernier n'a plus d'existence physique en raison de la dématérialisation des titres causée d'une part, par la saturation des traitements manuels des transactions et, d'autre part, par la diversification internationale des portefeuilles. L'informatisation des marchés et des transactions transfrontalières ainsi que la création des plates formes électroniques ont conduit à une interconnexion des marchés financiers, à une grande concurrence et un mouvement de concentration des places financières.

Devenu idéologie, désignant la dernière utopie occidentale, les marchés financiers étant un outil de financement direct, ont désormais tissé des réseaux qui réduisent la distance à l'instant et donnent de nouveau repère à l'universel en le rendant petit, réduit à des prix, des taux, des quantités, et un capital. Actuellement considéré comme le maître de la globalisation et normalisateur des politiques économiques, le marché financier suscite toutes les attentions amenant la notre à s'interroger sur cette industrie financière, comment est elle organisée ? Et qu'est ce qu'elle représente en termes d'acteurs et de moyens ? Mais la question première qui retient notre attention est qu'est ce qu'un marché financier ?

1.1\ Concept de marché financier :

Marché financier, marché monétaire, marché des capitaux, ce sont autant de mots qui sont utilisés au sein de la communauté non financière comme synonymes. Cette erreur serait peut être due au fait que la finance est un système extrêmement obscur réservé aux spécialistes que le commun des mortels ne pourrait appréhender, soit que le mettre en pleine lumière risquerait de pousser les esprits éclairés à se rebeller. Ainsi il règne un flou artistique savamment entretenu qu'il convient de braver. Alors avant de se lancer dans la définition du marché financier mettons la lumière sur la différence entre ces notions.

Certes, les trois dénominations ont un rôle de financement, ils mettent en relation directe les agents à excédent de financement avec ceux qui ont un besoin et là on parle de marché de capitaux. Ce dernier, est composé d'un marché de capitaux à court terme qu'on dénomme marché monétaire sur lequel se négocient des capitaux dont l'échéance est inférieure à une année et, d'un marché de capitaux à long terme appelé communément marché financier. Alors qu'en est-il de ce dernier?

Afin de dégager une notion théorique et limpide, référons-nous à quelques définitions données par des économistes :

D'après Sébastien NEUVILLE : « *Le marché financier est habituellement défini comme le marché des capitaux disponibles, c'est-à-dire des capitaux offerts par des investisseurs pour répondre à un besoin de financement. Un tel besoin de financement peut provenir d'entreprises ou même d'organismes publics* ». ¹

D'après Michelle De MOURGUES : « *Le marché financier est le lieu d'émission et de négociation des titres à long terme mobilisant l'épargne nationale et internationale et de toutes les opérations destinées à faciliter et à accompagner cette mobilisation* ». ²

D'après A.CHOINEL et G.ROUYER : « *Le marché financier est tout d'abord un marché de valeurs mobilières qui constitue une forme nouvelle de la richesse dont l'importance est allée en grandissant, celle-ci sont des titres négociables qui représentent soit*

¹ S.NEUVILLE, « Droit de la banque et des marchés financiers », Ed Puf droit, 2005, P12.

² M. De MOURGUES, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », 3^{ème} édition, Ed Economica, Paris 1993, P210.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

*des droits d'associés soit des droit de créances, qui sont susceptibles de procurer des revenus a leur détenteurs ».*³

Et enfin d'après Pierre Cyrille HAUTECOEUR : « *En théorie, les marchés financiers incluent l'ensemble des moyens par lesquels les instruments financiers sont échangés librement, que ce soit entre un prêteur (marché primaire) ou entre détenteur de ces titres (marché secondaire) ».*⁴

D'après ces définitions :

Le marché financier est un segment du marché des capitaux qui organise la rencontre directe entre les agents économiques ayant des excédents de capitaux avec ceux ayant des besoins de capitaux afin de financer leur investissement, l'expansion de leur activité ou leur déficit. Un tel besoin de financement peut provenir d'entreprises ou même d'organismes publics. On parle alors de financement direct ou désintermedié et de ce fait le marché financier est un marché de l'épargne longue.

Pour assurer ce besoin de financement ces différentes entités sont amenées à émettre notamment des actions ou des obligations appelées valeurs mobilières, ainsi elles vont chercher à vendre ces titres, ce qui a pour corollaire qu'elles vont tendre à se vendre elles-mêmes au moyen de la communication financière auprès d'investisseurs potentiels (qu'ils s'agisse de particuliers, d'entreprises ou d'investisseurs institutionnels) ainsi le marché financier n'est pas seulement un lieu de financement mais aussi un lieu de placement qui permet aux particuliers d'accroître leurs richesses en devenant les associés des entreprises par l'achat des actions ; ou les créanciers de ces sociétés et de collectivités publiques en achetant des obligations. Autrement dit, le marché financier peut être défini comme le point de rencontre entre l'offre et la demande de valeurs mobilières, il s'équilibre par les prix qui déterminent le coût des capitaux que les investisseurs peuvent se procurer.

En plus d'être un lieu de financement et de placement, on peut reprocher aux auteurs suscités d'avoir donné des définitions simplistes et ont omis le rôle subtil dévolu au marché financier qui est la gestion des risques. En effet, de la déréglementation financière et la forte concurrence qui ont caractérisé le monde à partir des année 1980, est issu un réel

³ A.CHOINEL et G.ROUYER, « Le marché financier, structures et acteurs », Revue Banque Edition, Paris 1998, P40.

⁴ HAUTCOEUR P-C., Marchés financiers et développement économique : une approche historique, Regards croisé sur l'économie 2008/1, N°3, P. 159-172.

décloisonnement et éclatement entre les titres de propriété et les titres de créance pour donner naissance à une multitude d'actifs financiers dont le nombre n'est limité qu'à l'imagination des financiers. La plus large partie de ces actifs est destinée à la gestion des risques, auxquels sont confrontés les différents agents dans le cadre de leurs activités économiques, tels les risques de taux ou les risques des changes...

Désormais, ces innovations financières nous permettent de définir le marché financier comme étant un lieu d'émission et d'échange d'instruments financiers.

Par ailleurs, pour que l'offre et la demande des titres se rencontrent dans les meilleures conditions, divers intermédiaires sont appelés à intervenir, comme il est aussi nécessaire que le marché soit doté d'une certaine organisation.

1.2\ Les acteurs :

Plusieurs intervenants agissent chaque jour sur les marchés financiers afin d'en assurer le fonctionnement, l'efficacité, la sécurité et la transparence, dans un cadre réglementé et contrôlé par les autorités de marché.

1.2.1\ Les investisseurs :

Il s'agit de toutes personnes physiques ou morales qui souhaitent acheter ou vendre des instruments financiers. On retrouve les trois catégories suivantes : les particuliers, les entreprises et les investisseurs institutionnels.

Les particuliers sont des personnes physiques. Elles peuvent agir seules ou par l'intermédiaire des clubs d'investissement. On peut également mentionner le développement de l'actionnariat salarié. L'actionnaire salarié possède des actions de sa société soit en direct, soit par l'intermédiaire d'un plan d'épargne entreprise.

Les entreprises concernent les sociétés désireuses progressivement prendre tout ou partie du contrôle d'une autre entreprise ou tout simplement les sociétés en quête de placement.

Les investisseurs institutionnels, surnommés « les zinzins » regroupent les banques, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières afin de faire face à leurs engagements vis-à-vis de leurs clients, les fonds de pensions ou les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Ce sont les principaux intervenants en termes de volume traité.

Il convient de signaler l'importante présence des investisseurs non résidents sur certains marchés. Par exemple, en France on estime que la capitalisation boursière est détenue à plus de 40% par ces investisseurs. C'est un élément à considérer à l'heure où les fonds peuvent se déplacer très rapidement d'un marché à l'autre.

1.2.2\ Les émetteurs :

Les principaux émetteurs sont l'Etat, les collectivités ainsi que les entreprises publiques et privées.

Ces émetteurs sont des demandeurs de capitaux qui font appel aux épargnants pour obtenir des fonds. Ils sont soumis à des règles strictes en matière d'information des investisseurs, d'animation de leurs titres ou de leurs procédures.

Les marchés financiers se présentent de manière directe ou indirecte pour les émetteurs comme pour les investisseurs.

De manière directe. Un émetteur, c'est-à-dire une société, un Etat ou un établissement financier représentant ou non ses clients, peut se présenter sur le marché pour émettre soit des titres de capital, soit des titres monétaires ou obligataires. L'intérêt des émissions de titres sur le marché est évident ; elles permettent de lever des volumes très importants avec une grande souplesse dans les modalités et une réactivité considérable. De la même manière, un investisseur -particuliers, institution, société- peut se présenter directement sur le marché pour acquérir des actions, des obligations, des options ou leurs hybrides.

De manière indirecte. Un grand nombre d'acteurs économiques sont des émetteurs financiers sans le savoir. En effet, « chaque citoyen d'un Etat dont les finances publiques enregistrent un déficit et qui émet sa dette sur le marché est un émetteur malgré lui, cet endettement pouvant représenter plus d'une année du revenu moyen par habitant ! »⁵. Les sociétés privées comme les particuliers emprunteurs peuvent eux aussi être des émetteurs indirects, quand leur intermédiaire financier place sur le marché financier sous forme de titres des ensembles de créances regroupées par durée d'engagement et par classe de risque. Il s'agit alors de « titriser des créances » pour les rendre négociables sur un marché secondaire. L'accès indirect au marché est surtout la règle pour tous les détenteurs de parts de fonds mutuels, de fonds d'épargne retraite ou de fonds de pension, de contrat d'assurance...etc.

⁵ A.JUVIN, « les marchés financiers », Ed d'Organisation, 2004, P 122.

1.2.3\ Les intermédiaires :

Les investisseurs et les émetteurs ont recours à des services de professionnels afin d'intervenir en bourse. Différentes entités jouent leur rôle d'intermédiaires prestataire de services d'investissement. C'est le cas des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (sociétés de bourses, sociétés de gestion de portefeuille). Ceux-ci peuvent exercer les activités qui suivent :

- La collecte et la transmission d'ordres : les intermédiaires centralisent les ordres des intervenants sur le marché et les transmettent au passeur d'ordres ;
- l'exécution des ordres : les intermédiaires ont un accès au système du marché et transmettent à ce système les ordres des investisseurs ;
- la compensation : les établissements sont chargés des opérations de règlement-livraison afin que les différentes contreparties soient livrées et payées dans les délais imposés par la réglementation une fois les ordres exécutés ;
- la gestion du portefeuille qui consiste à collecter les fonds des investisseurs. Les sociétés de gestion de portefeuilles investissent pour le compte de clients dans des titres en fonction de règles prédéterminées répondant au profit du client⁶.

1.2.4\ Les analystes financiers :

Ils sont chargés d'analyser les sociétés afin d'établir des recommandations sur les titres cotés. Afin de mener à bien leur travail, ils analysent les facteurs tels que les bénéfices, les perspectives de croissance, la situation financière, la valeur estimée des actifs mais également les méthodes de gestion, les stratégies de développement. Ainsi que la rentabilité des secteurs d'activité concernés. Ces analystes financiers, on peut les classer dans la catégorie des intermédiaires d'information à côté des agences de notation qui se chargent d'apprécier et de noter les émetteurs publics et privés d'obligation ; les fabricants d'indices boursiers et les auditeurs et commissaires aux comptes. Sans une information financière honnête et fiable, un marché ne peut fonctionner.

⁶ E.LE SAOUT, « introduction aux marchés financiers », 2^{ème} édition, Ed Economica, 2008, P129.

1.2.5\ Les instances de régulation et d'organisation :

La bourse est un marché réglementé, organisé et contrôlé par des autorités de tutelle. Il existe plusieurs instances propre à chaque marché qui ont pour objet de veiller au bon déroulement des échanges comme la gestion des systèmes informatiques au l'admission des valeurs sans oublier la protection des investisseurs. A titre d'exemple on peut citer l'Autorité des Marchés Financiers (France), La Commission Bancaire et Financière (Belgique), la *Securities and Exchange Commission* (Etats Unis), la *Securities and Exchange Surveillance Commission* (Japon) et la *Financial Services Authority* (Royaume Uni).

1.3\ La typologie des marchés :

Les classifications des marchés peuvent être variées. D'un point de vue financier, il est opportun de distinguer les marchés à création de richesses et les marchés à somme nulle. Les premiers correspondent aux marchés de titres, tandis que les seconds sont des marchés de produits dérivés, à cet effet c'est une classification selon les titres négociés. Les marchés financiers peuvent ensuite être plus ou moins contrôlés par une autorité étatique. Ainsi, des marchés réglementés peuvent être opposés à des marchés non règlementés, en ce sens que ces derniers ne reçoivent pas un label d'une autorité étatique. Cela n'exclut pas que ces marchés bénéficient d'une certaine organisation (marché organisé), même si ils peuvent exister indépendamment d'une quelconque organisation (marché de gré à gré). Le marché peut ensuite être un marché au comptant ou un marché à terme. Lorsque l'opération est au comptant, le règlement et la livraison de l'instrument financier s'opèrent immédiatement après la négociation. Lorsque l'opération est à terme, le règlement et la livraison sont retardés à une date ultérieure. Enfin l'émission et la cotation d'un instrument financier conduisent à opérer une distinction entre le marché primaire et le marché secondaire, cette segmentation est le principe de tout marché financier.

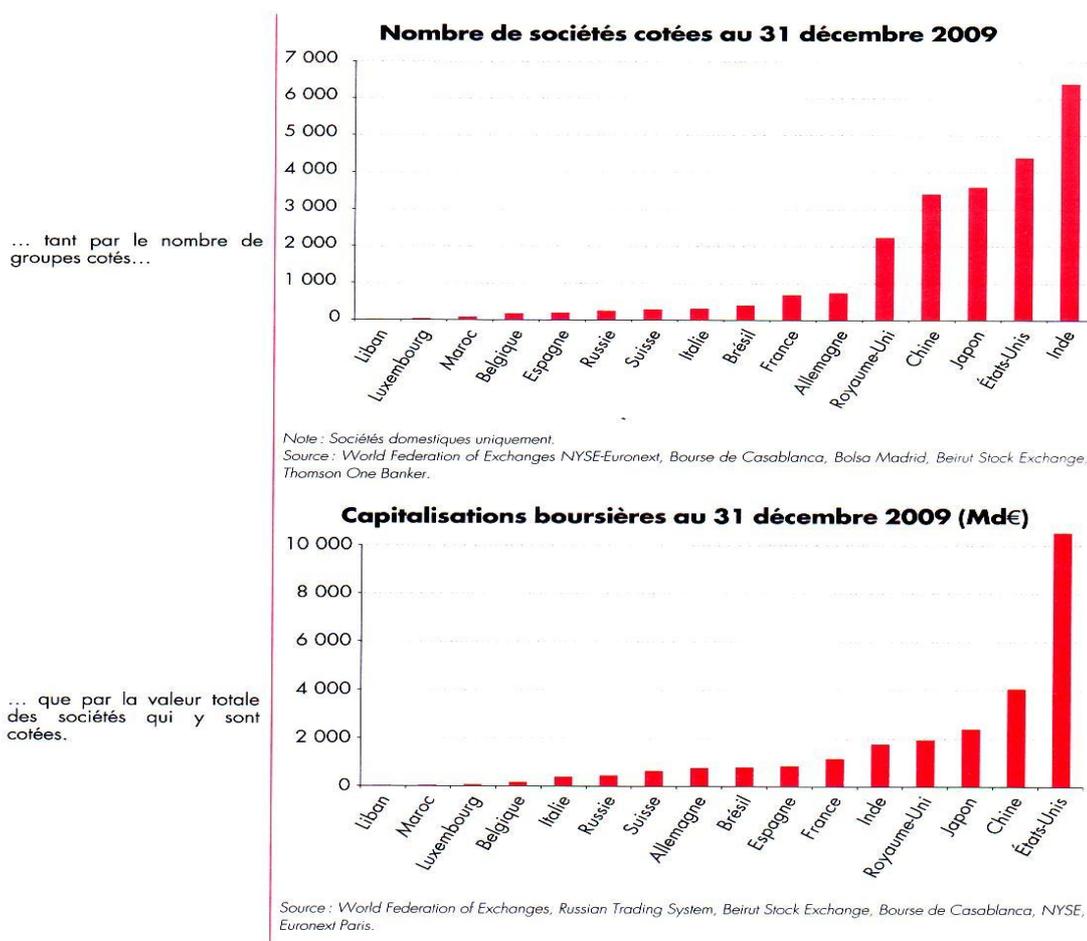
1.3.1\ du marché primaire au marché secondaire :

Action ou obligation, toute valeur mobilière est d'abord émise sur le marché primaire. Appelé communément « marché du neuf », car c'est le marché où s'effectue l'émission de nouveaux titres en contre partie des fonds remis par les épargnants. De ce fait, en permettant aux différentes entités émettrices de lever les fonds nécessaires pour financer leurs investissements en faisant appel à l'épargne publique, le marché primaire se place au départ de toutes les opérations de bourse : c'est lui qui est directement consacré au financement. En

d'autres termes, il permet de lever du capital et de transformer l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privées.

Souvent négligée, l'activité sur le marché primaire est la respiration d'un marché. La vigueur de ce marché est l'un des indicateurs premiers du dynamisme et de la bonne santé d'une entreprise de marché. L'attraction des valeurs sur leurs systèmes de cotation et dans leurs listes de valeurs cotées est devenue l'une des premières fonctions des entreprises de marché qui déploient des trésors d'ingéniosité commerciale pour inciter les grandes sociétés à émettre sur leur marché. Comme le NYSE, qui a réussi à coter une part prépondérante des grandes sociétés mondiales et le Nasdaq qui est devenu le centre de la cotation des valeurs de technologie à forte croissance. Le graphe⁷ qui suit montre le nombre important des sociétés cotées dans les pays développés part rapport aux bourses émergentes :

Figure 1 : nombre de sociétés cotées des principales bourses et leurs capitalisations boursières 2009



⁷ P.VERNIMMEN, « finance d'entreprise », Ed DALLOZ, 2011, P351.

Le marché primaire désigne plusieurs types d'émissions de valeurs:

- Quand une société déjà cotée sur le marché réalise une augmentation de capital ou quand un émetteur obligataire assimile une nouvelle tranche à une émission déjà réalisée. L'un et l'autre font appel au marché primaire pour ajouter de nouveaux titres à des émissions déjà existantes ;
- Quand les bénéficiaires de bon de souscription d'action ou d'obligation, transforment leurs bons en nouvelles actions ou obligations ;
- Quand une nouvelle émission obligataire est lancée par une société ou un Etat ;
- Quand une société se crée ou bien se privatise, elle introduit ses actions sur le marché et cela sous forme d'introduction en bourse. Toutefois, cette admission à la cote est tributaire du respect des procédures et des exigences édictées par l'autorité de marché.
- Cette fonction d'admission à la cote de nouvelles valeurs est essentielle :
- Elle permet d'établir la différence entre un placement public et un placement privé (*private equity*) ce dernier, est réalisée hors marché dans lequel une émission d'actions, comme une émission d'obligations, est réalisée uniquement pour un cercle restreint d'investisseurs (par exemple à des sociétés de capital risque ou à des sociétés d'amorçage...), sans appel public à l'épargne.
- Elle détermine les conditions auxquelles une société va devenir publique. L'expression britannique *public company* a une force plus expressive que l'expression française « société cotées » ne rend que très imparfaitement. D'une manière ou d'une autre procéder à l'appel public à l'épargne en émettant des titres est un changement majeur dans la vie d'une entreprise, dans sa gouvernance, dans ses logiques.

Le marché primaire n'est pas assuré par la bourse : il est directement mis en œuvre par les intermédiaires financiers qui s'interposent entre émetteurs et investisseurs. Ainsi, il n'a pas de lieu d'existence physique. En revanche, l'existence et le bon fonctionnement de ce marché est assujéti à l'existence d'un marché secondaire.

Une fois émis sur le marché primaire, tout titre est susceptible d'être cédé sur un marché secondaire connu sous le nom de « Bourse ». Cette dernière n'apporte pas de ressources aux

entreprises mais permet à tout moment de rendre liquide les titres émis sur le marché primaire. Le marché secondaire n'a pas d'effet direct sur le financement de l'économie, il concerne seulement les négociations des titres ; c'est-à-dire les achats et les ventes de valeurs déjà émises, il s'agit ici d'organiser une confrontation entre :

-d'une part ceux qui détiennent des titres (actions ou obligations) et qui veulent les céder avec, si possible, une plus-value, de manière à se désengager et à retrouver leurs fonds ou encore à se replacer sur d'autres titres ;

-et, d'autre part, les épargnants investisseurs qui désirent acheter ces titres.

Les transactions sur ce marché n'engagent pas l'émetteur et elles se font sur un prix déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande.

Appelé souvent marché de « l'occasion » vu qu'il assure la liquidité de l'émission ; cette appellation certes pas péjorative, n'empêche qu'elle est toutefois dangereuse car elle ne rend pas compte d'un phénomène essentiel : le marché secondaire n'assure pas uniquement la liquidité des actifs cotés ; il vient surtout déterminer le coût actuel du capital- un peu comme si le prix du neuf dépendait de la cote du véhicule sur le marché de l'occasion. Il advient que le prix sur le marché secondaire détermine le prix auquel il pourra émettre, à quel taux émettre les obligations et à quel montant émettre les actions. L'échange de titre est enfin révélateur d'informations concernant les perspectives de réussite de tel ou tel projet et la capacité des émetteurs de les mener à bien.

La distinction entre marché primaire et marché secondaire est uniquement conceptuelle, ces deux formes ne font pas référence à deux segments de marché, ils sont, par essence, complémentaire. Ces deux marchés ne vont pas, en effet, l'un sans l'autre ; l'épargnant investisseur doit pouvoir, dans les meilleures conditions possibles se défaire, c'est-à-dire céder les placements en titres précédemment achetés, sinon il se sentirait piégé, enfermé dans son emplacement et ne viendrait donc pas investir en Bourse. Dit en terme technique, il n'y aurait pas de marché primaire susceptible d'intéresser les investisseurs prêt à s'engager à long terme s'ils ne disposaient pas d'un marché secondaire, efficace et suffisamment actif -marché liquide- leur permettant de trouver des contreparties à leurs ordres de vente et ainsi de récupérer leur argent. La possibilité offerte aux investisseurs de céder leurs titres sur le marché secondaire constitue d'ailleurs une forme de résolution des conflits.

1.3.2\ les marchés des titres :

La deuxième distinction se situe naturellement entre les titres. L'éventail des titres n'est pas le même pour chaque émetteur, soumis à des conditions règlementaires différentes.

On distingue essentiellement les titres de propriété et les titres de dettes. C'est peu de dire que ces valeurs mobilières ont fait l'objet, depuis plus de trente ans, d'innovations qui, sous la pression des entreprises et de la concurrence entre places financières du monde entier, en ont singulièrement enrichi le domaine au résultat de greffes sur le tronc principal desdites valeurs. Ainsi on a vu naître des produits appelés dérivés. On classe alors les titres en marché des actions, marché des obligations et celui des produits dérivés (marché conditionnel).

1.3.2.1\ Le marché des actions :

Certains parents ou certains amis des créateurs d'une entreprise commerciale, industrielle ou de services acceptent parfois de se jeter dans l'aventure en fournissant les capitaux, mais ils le font en quelque sorte, à fonds perdus, car ils ne sont absolument pas sûrs de les retrouver ; une contrepartie s'impose donc : l'initiateur du projet de société leur remet, contre leur apport en argent ou en biens indispensables (terrains, matériels, etc.) et, proportionnellement, des titres appelés actions.

Selon Erwan LE SAOUTE : « l'action est un titre financier représentatif d'une part de propriété d'une société. Elle est attribuée en rémunération d'un apport fait à la société soit lors de sa création, soit à l'occasion d'une augmentation de capital. L'apport peut s'effectuer en numéraire ou en nature ou à la suite d'une conversion d'une créance sur la société en actions».⁸

Ainsi, l'action représente une fraction du capital social, proportionnelle à la somme apportée (apport en espèces), ou à la valeur de l'apport en nature (immobilisations). Elle confère à son détenteur un droit d'associé d'où l'appellation « titre d'associé ». Sur le plan financier, elle présente principalement deux sources espérées de revenus pour l'actionnaire qui accepte de prendre le risque avec la volonté de gagner de l'argent :

- les dividendes futurs qui représentent une fraction du bénéfice de l'entreprise à la fin de l'exercice, ce qui fait de l'action un titre à revenu variable, fonction des bénéfices de la société et de la décision des associés de les distribuer ou non ;
- ou bien une éventuelle plus value lors de la revente du titre sur le marché boursier, si le prix de vente est supérieur à celui de l'achat.

On peut considérer une action comme un ensemble de droits. Les droits conférés à l'actionnaire en sa qualité de copropriétaire de la société peuvent être regroupés en deux

⁸ E.LE SAOUT, Opération Citée, 2^{ème} édition, Ed Economica, 2008, P51.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

catégories : une première d'ordre pécuniaire et une seconde d'ordre politique qui a trait aux droits d'interventions dans la vie de la société, comme illustré sur le tableau⁹ ci-après :

Droit à caractère pécuniaire	Droit à caractère extrapatrimonial (politiques)
Droit aux bénéfices (dividendes)	Droit de vote
Droit d'attribution d'actions gratuites	Droit de participer aux AG des actionnaires (droit à la gestion)
Droit de préférentiel de souscription en cas d'augmentation de capital	Droit à l'information : droit de regard sur la gestion de la société
...	Droit sur l'actif net en cas de liquidation de la société
	...

Les droits qui viennent d'être présentés sont ceux conférés à une action dite classique ou ordinaire. Certaines actions peuvent différer par leurs droits ceci donne lieu à l'existence de plusieurs catégories. Cette variété répond à des exigences d'ordre « commerciales » ; il s'agit en particulier d'intéresser des investisseurs ayant des attentes diverses. La liste ci-dessous, non exhaustive, est dressée pour montrer cette variété :

- Les actions ordinaires ou action de capital. Emise lors de la création de la société (apport en numéraire), lors d'une augmentation de capital (apport en numéraire) ou lors d'une distribution d'actions gratuites ;
- Les actions d'apport : attribuées lors d'un apport matériel. Les droits sont identiques à ceux des actions de capital ;
- Les actions à bon de souscription d'actions : elles permettent à leurs détenteurs de souscrire ultérieurement d'autres actions, à un prix convenu à l'avance ;
- Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote. Elles offrent en principe un dividende plus élevé que les autres en contrepartie d'une absence partielle ou totale du

⁹ Papier, J.PRIOLON, « Les marchés financiers », Agro Paris Tech, novembre 2007, P09.

droit de vote. Leur nombre ne peut excéder un quart du nombre d'actions constituant le capital social ;

- Les actions reflet ou *traking stocks*¹⁰ : c'est une catégorie d'actions émises par des entreprises exerçant plusieurs activités. Leur rémunération est indexée sur l'activité et la performance économique d'une filiale particulière de la société mère, elles sont le reflet de la performance d'un métier ou d'une ligne d'activité. Sur le plan juridique elles n'offrent pas de droit de vote sur les décisions de la filiale. Néanmoins, elles permettent en cas de cessions de la filiale d'obtenir le quart de la plus-value réalisée par la société mère ;
- Les actions à droit de vote double.

Seules les sociétés anonymes et les sociétés en commandité par actions ont la faculté d'émettre des actions. L'action a une valeur vénale résultante du cours de bourse. Ce dernier varie selon l'offre et la demande sur le marché, avec un système modérateur destiné à éviter que les cours ne soient trop erratiques. Par ailleurs, il ne faut pas confondre entre la valeur d'une action et la valeur nominale. Le nominal correspond à la valeur de l'apport entrant dans la composition du capital social. A l'occasion d'une augmentation de capital, la valeur nominale diffère généralement de la valeur d'émission. Ainsi si la valeur du titre est égale à 10 euros et que la valeur d'émission est de 25euros, le souscripteur paie une prime d'émission de 15 euros.

Théoriquement, les cours boursiers d'une action reflètent l'analyse que fait globalement le marché de l'état économique et financier de l'entreprise. Cette estimation se fait a partir de méthodes théoriques d'évaluation d'entreprises (patrimoniales, comparatives ou des multiples et la méthode d'actualisation)¹¹. Ces méthodes ne peuvent donner qu'un cours potentiel estimé, ce que certains appellent « la valeur intrinsèque », cette dernière comparée au cours de bourse aide éventuellement l'investisseur en bourse à prendre ses décisions d'achat ou de vente. Le problème de la valeur se pose davantage en l'absence de cotation en bourse, donc de référence de prix. C'est là que les estimations peuvent servir de base de négociation en cas de prise de participation.

Plus généralement, le cours a une valeur d'indicateur précieux sur ce que pèse une firme, par exemple, lors d'une opération de fusion, en cas de cession, etc.

¹⁰ H.JUVIN, « Les marchés financiers : voyage au cœur de la finance mondiale », Ed d'organisation, Paris 2004, P152.

¹¹ Ces méthodes sont détaillées dans le chapitre 4 de l'ouvrage E.LE SAOUT, Op Citée, P61-69.

De plus que les actions il existe une autre forme de titre a revenu variable tel :

- Le certificat d'investissement : c'est une valeur mobilière qui s'apparente aux actions sans droit de vote. Il résulte du démembrement d'une action en deux parties distinctes : le certificat d'investissement et le droit de vote. Le porteur de ce certificat ne peut donc pas participer aux assemblés générales et y voter, mais bénéficie des droits pécuniaires. Le certificat de droit de vote ne peut être cédé qu'accompagner du certificat d'investissement. Toutefois, il peut être cédé au porteur du certificat d'investissement.
- Certificat de dépôt *Depositary Receipts* : c'est un certificat nominatif négociable détenu par les banques locales qui présente la propriété d'une ou plusieurs actions d'une société étrangère souhaitant être cotée sur un marché règlementé. Ils sont émis par des établissements financiers en contrepartie de titres étrangers déposés hors du pays.

1.3.2.2) Le marché de l'emprunt obligataire :

L'obligation, ce produit à toute son importance dans la gamme des instruments financiers à long terme. De plus sa technique et son maniement pourront apparaitre plus simple pour une personne profane que l'action.

Les obligations sont « les titres émis en représentation d'un emprunt lancé par l'entité émettrice. L'offrant de capitaux est un simple prêteur, un créancier, dénommé en langue boursière un créancier obligataire »¹².

La créance obligataire présente un caractère collectif : elle naît d'un emprunt unique conférant aux différents prêteurs des droits identiques et pour une même valeur dite nominale. Lorsqu'un investisseur se porte acquéreur d'une obligation, il prend le risque d'un banquier qui accorde un prêt. Il est créancier vis-à-vis de l'émetteur. Il ne dispose d'aucun droit sur la gestion de l'entreprise mais il possède les droits naturels du prêteur : remboursement du capital et versement d'un intérêt sur le montant emprunté tout au long du prêt.

Contrairement aux actions qui ne peuvent être émises que par des sociétés de capitaux, les obligations peuvent être émises par des collectivités de statuts juridiques divers :

- Un Etat dans sa propre monnaie, au titre des émissions du trésor public, on parle alors d'emprunt d'Etat ;

¹² J.P.DESCHANEL « La bourse en clair », 2^{ème} édition, Ed Ellipses, 2007, P29.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

- Un Etat dans une autre monnaie que la sienne, on parle alors d'obligations souveraines ;
- Un organisme public, une collectivité locale ou entreprise du secteur public, on parle alors d'obligation du secteur public ;
- Une personne morale de droit privée, on parle alors d'obligations corporate.¹³
- Les établissements financiers notamment dans le cadre d'opérations de titrisation.

Comme toute valeur mobilière cotée, un certain nombre de caractéristiques leur sont associées et qui sont stipulées dans le contrat d'émissions telles :

- Le valeur nominale ou le principal : il s'agit de la taille de l'émission obligataire divisée par le nombre d'obligations mises sur le marché. Cette fraction unitaire de l'emprunt globale permet d'établir le montant à rembourser et de servir de base au calcul des intérêts.

- Le taux facial : représente la rémunération servie. Il permet de calculer le montant des intérêts à payer à une fréquence qui peut être annuelle, trimestrielle ou semestrielle. Le montant des intérêts ou coupon à verser est calculé comme suit :

$$\text{Coupon} = \text{taux facial} \times \text{valeur nominale}$$

- Le prix et la prime d'émission : le prix d'émission correspond au prix auquel l'obligation est mise en vente sur le marché primaire. Lorsque ce prix et la valeur nominale coïncident, l'émission est dite au pair. Dans le cas contraire, le prix est inférieur à la valeur nominale dans ce cas l'émetteur paie une prime d'émission est l'émission est dite au dessous du pair. Emettre une obligation moins chère que sa valeur nominale est une technique qui permet d'améliorer sensiblement son rendement, puisque l'intérêt est calculé sur la valeur nominale ce qui a pour conséquence d'assurer la réussite d'opération de financement par émission d'obligation.

- Les dates de souscription et de jouissance : la date de souscription est la date à laquelle le prix d'émission est versé à l'emprunteur tandis que la date de jouissance est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir.

- La maturité : elle est assimilée à la durée de l'emprunt. L'emprunt s'achève à la date d'échéance qui est précisée dans le contrat liant l'émetteur et le souscripteur.

¹³ S.NEUVILLE « Droit de la banque et des marchés financiers », Ed Puf Droit, 2005, P179.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

- Le taux actuariel : ce taux est toujours précisé que ça soit lors de l'émission ou de la négociation sur le marché secondaire. Il correspond au taux d'actualisation des flux futurs (coupon et valeur de remboursement) perçus par le détenteur de l'obligation.

Le coupon couru représente la valeur du coupon qui est attaché prorata temporis à l'obligation à un moment donné. En effet, il faut rémunérer la détention d'une obligation par un investisseur qui souhaite revendre son obligation avant le versement des intérêts. Le coupon couru s'estime donc comme le rapport entre le nombre de jours écoulé depuis la date du dernier coupon versé (ou la date de jouissance s'il n'y a pas eu d'intérêts versés) et la base exacte (365 jours) multiplié par le taux de rémunération de l'obligation :

$$CC = \text{nombre de jours} / 365 \times \text{taux facial}$$

Exemple : une obligation de valeur nominale 1000 euros payant un coupon de 6% tous les 5 juin. Compte tenu des conditions de taux sur le marché, l'obligation est cotée 104% le 2 juillet de la même année. L'investisseur voulant l'acquérir devra payer 104% augmenté du montant du coupon couru qui s'élève à :

$$CC = (30/365) * 6\% = 0,49315\%$$

30 est le nombre de jours entre le 5 juin et le 2 juillet augmenté de 3 jours date du règlement livraison. Ainsi le prix de l'obligation sera égale à :

$$\text{Prix} = 1000 \times (104\% + 0,49315\%) = 1044,932 \text{ €}$$

Le cours d'une obligation est coté en pourcentage du nominal au pied du coupon, ainsi une cotation de 115 correspond à un cours de 115% de la valeur nominale, soit 1,15 euro pour chaque euro de valeur nominale. Ces cours ne sont pas fixes mais variable selon l'offre et la demande. Plus techniquement l'évolution du cours de l'obligation dépend directement de celle des taux d'intérêt.

Exemple¹⁴ : Une Obligation de nominale 1000 € à taux fixe de 10%, procure un coupon de 100 €. Si le taux d'intérêt sur le marché baisse à 8% donc les nouvelles obligations émises rapportent un coupon de 80 € pour 1000 €. Ainsi les anciennes obligations à 10% sont plus attrayantes et la demande augmente alors des arbitrages feront que les anciennes obligations

¹⁴ J. François GOUX, « Economie monétaire et financière : Théories, institutions, politiques », Ed Economica, Paris 1998, P89.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

pourront se vendre 1250 € de manière à ce qu'elles rapportent toujours 100 € pour une mise de fonds de 1250 € soit un rendement de 8% :

$$\frac{100}{1250} = 8\%$$

On retiendra que lorsque les taux d'intérêt montent la valeur des obligations descend et inversement. Si l'obligation est à taux variable le cours s'ajuste automatiquement au niveau de celui du marché et la valeur s'écarte faiblement de 100%.

- La valeur et la prime de remboursement : la valeur de remboursement correspond au montant remboursé par l'émetteur au souscripteur. Le plus souvent cette valeur est égale à 100% de la valeur nominale, dans ce cas la valeur de remboursement est dite au pair. Lorsque la valeur de remboursement est supérieure à la valeur nominale, cette différence constitue la prime de remboursement, et on parle donc de remboursement au dessus du pair. Si par exemple la valeur de remboursement est égale à 102% donc la prime est égale à 2%.

Il existe plusieurs modes de remboursement d'une obligation :

- Le remboursement in fine : consiste à rembourser l'intégralité du capital emprunté à l'échéance, ce qui requière pour l'émetteur un montant en trésorerie considérable au moment du remboursement. A cet effet, cette technique est plus répandue chez les émetteurs les plus solides, notamment les émetteurs souverains ;
- Le second mode consiste à rembourser de manière fractionnée le capital emprunté jusqu'à l'échéance. Dans ce cas l'emprunteur procède à un tirage au sort de la série d'obligation 1 qui va être remboursée. Ainsi l'émetteur peut opter soit pour un remboursement par annuités constantes ou bien par amortissement constant donc par annuité qui fluctue d'une année sur l'autre ;
- Il ya d'autres modes de remboursement liés a des obligations particulières dites hybride.

Il existe une grande diversité d'obligations, elles diffèrent notamment par leurs échéances, leurs modes de remboursement, et la nature de leurs taux d'intérêt. Diverses modalités touchent le taux d'intérêt telle l'obligation à coupon zéro où le titulaire du titre ne perçoit pas d'intérêt, mais en contre partie, l'emprunt est émis en dessous de sa valeur nominale.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

L'obligation peut aussi être convenue à taux d'intérêt fixe, indexé ou variable. Convenu à taux fixe, le taux est connu dès l'origine et ne bougera plus mais l'inconvénient est que le revenu fixe perd toute sa valeur en cas d'inflation.

Ce taux peut être indexé, il dépend alors d'un indice connu et publié : taux du marché monétaire, le prix d'une matière première (pétrole, or...), l'inflation ou encore le chiffre d'affaire. Ce type d'obligation présente l'avantage de protéger le souscripteur d'une dépréciation du capital grâce à l'indexation des versements sur une référence, notamment, les caisses de retraite qui sont très intéressées par ce type de titre. Mais il peut s'avérer couteux pour l'émetteur, citons en exemple l'emprunt Giscard d'Estaing au capital et à intérêt indexé sur le lingot d'or entre 1973-1988 où l'Etat a encaissé 990,9 millions d'euros et il lui a fallu par la suite rembourser 14 milliards d'euros¹⁵ et ce n'est qu'un exemple typique parmi d'autres.

Enfin, ce taux peut également être variable ou révisable dans ce cas le taux de rémunération est révisé en fonction des taux constatés sur le marché des obligations ou le marché monétaire (l'argent au jour le jour). La différence entre le taux variable et révisable réside dans le fait que, dans le premier cas, on a un coupon post-déterminé, tandis que, dans le second cas, on a un coupon prédéterminé. Il est important de noter que c'est le montant du coupon qui subit les conséquences directes d'une variation des taux et non la valeur de l'obligation comme c'est le cas pour les obligations à taux fixe. Pour ces obligations, les deux acteurs, l'émetteur et le souscripteur, font le pari inverse sur les variations de taux d'intérêt.

Parmi les obligations certaines d'entre elles conservent leur caractère de titre de créance jusqu'à l'échéance ce sont des obligations ordinaires telles les obligations assimilables du trésor (OAT) négociées par le trésor public, elles sont le support de l'endettement à long terme de l'Etat. D'autres obligations pourront éventuellement être appelées à devenir des titres de capital au moment de leur échéance. Ce sont des obligations complexes (hybrides) telles :

- Les obligations convertibles en actions : elles peuvent être converties en actions de la société émettrice à la demande de l'investisseur (la transformation est facultative c'est-à-dire au gré du souscripteur) selon une parité et des délais fixées dans le contrat d'émission. De ce fait, l'investisseur devient actionnaire s'il souhaite convertir son obligation.

¹⁵ J.P.DESCHANEL « La bourse en clair », 2^{ème} édition, Ed Ellipses, 2007, P96

L'émetteur peut choisir entre l'augmentation de capital (conversion en actions existante) ou la recapitalisation (échange contre des obligations existantes).

- Les obligations remboursées en actions : le remboursement de l'obligation en fin de vie ne peut se faire qu'en actions. C'est un moyen pour l'émetteur de transformer sa dette en capitaux propres. Le porteur a la qualité d'obligataire jusqu'à l'échéance de l'obligation.
- Les obligations échangeable en actions : elles sont émises par une société et remboursable en actions d'une autre société dans laquelle l'émetteur détient une participation. A l'échéance si l'échange est favorable pour le détenteur, le remboursement se fera en actions dans le cas contraire il se fera en liquidités.
- Les obligations à bon de souscription d'actions : ce sont des obligations assorties d'un bon qui donne le droit de souscrire à une ou plusieurs actions. Une fois émise, le bon de souscription est dissocié de l'obligation et est valorisé par le marché, ce qui permet à l'émetteur de proposer un taux d'intérêt inférieur à une obligation classique.

1.3.2.3\ Le marché des produits dérivés :

Les marchés financiers permettent aux agents de mieux gérer les risques financiers auxquels ils doivent faire face dans le cadre de leurs activités économiques. Ces risques, peuvent être classés en différentes catégories : risque de marché, risque de contrepartie, risque de liquidité et autre risques.

- Le risque de marché naît dès qu'une position acheteuse ou vendeuse est prise sur le marché et que l'intervenant se trouve en position de subir une évolution défavorable des cours. Tous les actifs monétaires ou financiers sont sujets au risque de marché ; dans le cas des devises, on parle de risque de change, dans le cas des titres de dette, de risque de taux. La gestion des risques de marché a connu un essor important depuis le milieu des années 1970 avec l'abandon des changes fixes qui s'est accompagné d'une plus forte volatilité des taux de change, des taux d'intérêt et in fine, du prix des actifs cotés sur les marchés financiers.
- Le risque de contrepartie (risque de signature, risque de défaut) tient à l'éventualité que la partie cocontractante (entreprise, particulier, établissement financier ou pays) ne puisse remplir ses obligations. La défaillance de la contrepartie peut avoir des origines

très diverses, difficiles à prévoir. Parmi les causes possibles l'insolvabilité, des causes internes, mais aussi des causes externes comme des bouleversements politiques, des catastrophes naturelles, etc.

- Le risque de liquidité est le risque de ne pouvoir liquider ou dénouer sa position. Ce risque se réalise lorsque le manque de profondeur du marché ne permet pas de trouver une contrepartie. C'est le cas par exemple, en période de crise, le marché et ainsi submergé par les ordres de vente.
- Enfin, parmi les autres risques, on peut citer : les risques techniques (une panne informatique qui peu paralyser une salle de marché), les risques juridiques (clauses ambiguës ayant des effets négatifs sur le respect d'un contrat d'autant que les montages financiers sont de plus en plus complexes), ainsi que les risques de malversation (manipulation frauduleuse par un trader comme c'était le cas de la société générale en 2007).

Ces risques ne sont pas indépendants l'un peut entrainer l'autre. Par exemple, à mesure que les variations de prix des actifs s'amplifient, le risque de marché et le risque de liquidité s'élèvent, ce qui peut entrainer la défaillance de contreparties et inciter les agents à adopter des comportements frauduleux.

A ces risques individuels, il convient d'ajouter le risque de système qui entraine l'ensemble des intervenants dans un effet domino, il n'est pas une simple juxtaposition de risques individuels, donc sa gestion justifie l'intervention de pouvoirs politiques.

La question qui se pose est la suivante : Comment les agents utilisent-ils les marchés financiers afin de gérer au mieux les risques auxquels ils sont exposés ?

- Soit en utilisant l'éventail des actifs proposés sur le marché afin de diversifier leurs sources d'approvisionnement ou de revenus ;
- Soit en transférant les risques qu'ils courent à d'autres individus disposés à les assumer. C'est cette dernière technique qui est généralement mise en avant lorsqu'on évoque la fonction de gestion des risques.

Le transfert des risques par le marché financier s'exerce via l'utilisation de contrat à terme. Ces derniers permettent, à n'importe quel moment, de fixer les conditions d'un prêt d'un emprunt, d'un achat ou d'une vente futurs de matières premières, de devises, d'actions

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

ou n'importe quel autre actif financier ou non. Parce que la valeur d'un contrat à terme dépend du cours d'un actif ou d'un indice de référence, le sous-jacent, en d'autres termes, on parle de produits dérivés (de l'anglais derivatives).

Les produits dérivés « sont des instruments financiers dont le prix dépend de l'évolution du cours d'un autre actif financier appelé sous-jacent. Ils sont employés principalement en tant qu'instruments d'assurance (de couverture) ou en tant qu'instrument spéculatifs ».¹⁶

Le transfert de risque s'opère d'un individu qui souhaite se couvrir à un autre qui accepte de supporter ce risque. Alors que le premier appelé « hedger »¹⁷ utilise les produits dérivés comme instrument de couverture, le second peut les utiliser comme instrument de spéculation car il agit dans le seul but de diversifier son portefeuille et de réaliser un gain. La confrontation entre ces deux types d'agents permet d'ailleurs de faire émerger un consensus quant au prix à terme anticipé, ce qui participe à la diffusion des informations par le marché.

Une liste non exhaustive des innovations financières majeures apparues depuis le début des années 1970 comporterait : les futures, les forwards, les options, les warrants, les caps, les floors, les swaps, etc. sont tous des produits dérivés. Les différences tiennent principalement à la nature du contrat (ferme ou optionnel) et au sous-jacent (actions, devises, taux d'intérêt, indice,...). Ainsi on peut décomposer ce marché en deux sous-ensembles : le marché des contrats optionnels et le marché des contrats fermes.

Sur le marché optionnel on cite les principaux produits tels :

-L'option : est un instrument financier qui donne le droit d'acheter (ou vendre) à un prix, à une date future, une certaine quantité d'une marchandise¹⁸. Toute cession d'un droit a fait l'objet, de la part d'une contrepartie, d'un engagement irrévocable à vendre (ou acheter) la marchandise au détenteur de l'option si celui-ci désire exercer son droit.

Une option donne le droit mais non l'obligation d'acheter ou de vendre un « bien ». Les deux types de contrats négociés sur les marchés d'options sont les options d'achat call, et les options de vente put.

¹⁶ E.LE SAOUT, Op Citée, P71

¹⁷ J.F.GOUX, « Economie monétaire et financière : Théories, institutions, politiques », Ed Economica, Paris 1998, P91.

¹⁸ Le mot marchandise est à entendre ici dans un sens très large : il peut s'agir d'un indice boursier, d'un titre financier, devises, matière première, taux d'intérêt.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Un call donne à l'acheteur le droit d'acheter un nombre déterminé d'unités d'actif support appelé sous-jacent à un prix déterminé (appelé prix d'exercice ou strike-price) et à une date déterminée (appelée date d'échéance du contrat ou strike-date)¹⁹. L'acheteur d'un call exerce son option uniquement s'il est gagnant donc, si le prix de marché de l'actif sous-jacent à la date d'exercice est supérieur au prix d'exercice.

Un put donne à l'acheteur le droit de vendre un nombre déterminé d'unités d'actif support, à une échéance déterminée et à un prix déterminé à l'avance. L'acheteur d'un put exerce son option dans le cas où le prix de marché de l'actif sous-jacent est inférieur au prix d'exercice.

Toutefois, il est possible de réaliser en même temps plusieurs combinaisons d'options, qui ont des noms aussi colorés que stellages ou straddles, strips, straps et butterfly spreads. Un stellage est la combinaison d'un put et d'un call du même actif, avec le même prix d'exercice. Un strip est la combinaison d'un call et de deux puts avec le même prix d'exercice et même date d'échéance. Un strap est la combinaison de deux calls et d'un put avec les mêmes caractéristiques. Une combinaison plus complexe introduit calls et puts avec différentes dates d'expiration...etc. Le but de ses opérations est de profiter de variations des cours ou du niveau de la volatilité, ou tout simplement d'assurer un portefeuille d'actifs.

Le prix d'une option appelé prime fluctue en permanence selon l'offre et la demande sur le marché, ainsi qu'en fonction de la valeur et la volatilité de l'actif sous-jacent et d'autres paramètres tels : la valeur temps et la valeur intrinsèque de l'option. La prime est très inférieure au prix de l'actif support.

Les options sont classées aussi selon deux styles, l'option qualifiée d'américaine lorsque son détenteur peut exercer son droit à n'importe quel moment avant la date d'échéance. Si l'option est de style européen, son détenteur ne peut exercer son droit qu'à la date d'échéance. Ces deux styles se traitent partout dans le monde²⁰. On peut également rencontrer des options de style « bermudien ». Ces dernières, peuvent être exercées à des dates prédéterminées avant la date d'échéance.

Les principaux marchés d'options sont le *Chicago Board Option Exchange (CBOE)*, le *Chicago Mercantile Exchange Group*, EUREX et Euronext.Liffe. Avant 1973 et la création de

¹⁹ B. JACQUILLAT et B.SOLNIK, *Opé Citée*, P336.

²⁰ Il ne faut pas donc qualifier d'américaine les options négociées sur les bourses américaines et d'européennes, les options négociées sur les bourses en Europe.

CBOE, les options étaient des contrats privés entre deux co-contractants, ce qui rendait difficile et onéreux de chercher quelqu'un pour racheter (ou revendre) un contrat spécifique. Mais l'introduction de la chambre de compensation révolutionna les négociations des options et stimula le marché mondial, car elle joue un rôle fondamental en standardisant les contrats. Elle permet à qui conque de fermer sa position en vendant l'option détenue, pendant qu'un acheteur peut garder sa position ouverte. Si l'acheteur exerce son option la chambre de compensation sélectionne de manière aléatoire un vendeur d'option, et lui notifie la demande de livraison.

- **les warrants** : produits optionnels émis par les grands établissements du secteur financier, qui se couvrent des risques qu'ils supportent en achetant ou en vendant, selon le cas, des actifs sous-jacents correspondants (principalement actions, titre d'Etat, indices boursiers, taux de change...). Apparus en Suisse en 1985 lors d'opérations lancées par Citicorp, de façon à faciliter l'accès des investisseurs internationaux aux actions d'entreprises japonaises²¹. Le warrant est un produit représentatif d'option donnant le droit et non l'obligation d'acquérir ou de céder un élément sous-jacent à un prix fixé dans le contrat d'émission, ou de percevoir un règlement en espèces appelé soulte. Celle-ci correspond, lorsqu'il s'agit d'un call warrant, à la différence positive entre le cours de l'élément à la date d'exercice du warrant et le prix d'exercice fixé dans le contrat d'émission. La différence est inverse lorsqu'il s'agit d'un put warrant. L'émetteur du warrant est indépendant de l'émetteur du sous-jacent et son émission est indépendante de toute opération financière de l'émetteur ou de son groupe. Très appréciés en Allemagne, les warrants sont un produit essentiellement européen. Il n'y a pas de véritable marché outre-Atlantique, du fait de l'existence de marchés organisés d'options et de contraintes réglementaires qui limitent la faculté d'en émettre aux Etats-Unis. Toutefois, une question mérite notre attention est celle de la différence entre les warrants et les options :

- Les warrants sont des valeurs mobilières, créées par un émetteur (établissement financier) pour être proposées à la vente aux investisseurs, alors que les options sont des contrats, créés par une entreprise de marché (Euronext par exemple), s'agissant des options échangées sur un marché organisé ou par des établissements financiers s'agissant des options de gré à gré. Les warrants figurent sur le même compte titres

²¹ A.CHOINEL et G.ROUYER « Le marché financier : structures et acteurs », 8^{ème} éditions, Revue Banque Edition, Paris, 2002, P380.

que les actions, tandis que la négociation d'options donne lieu à la création d'un compte distinct ;

- Les options ont des caractéristiques standardisés (échéance, prix d'exercice, quotité) contrairement aux warrants où elles sont choisies par l'émetteur donc les gammes warrants et options se complètent.
- Un investisseur ne peut vendre des warrants que s'il en a préalablement acheté alors que s'agissant des options, une vente peut très bien précéder ;
- Les warrants sont de type américain (on peut les exercer à tout moment entre la date d'achat et la date d'échéance) alors que les options peuvent être de type américain ou européen
- Un nombre illimité d'options peut être créé pour une même classe mais le nombre de warrants émis sur une maturité et un prix d'exercice donnés est en revanche limité ;
- Si les options peuvent être négociées à l'unité, il y a souvent une taille minimale de transaction sur les warrants. Ex : si cette taille minimale est de 1000 unités, on ne peut acheter ce warrant que par multiple de 1000 ;
- La liquidité des warrants (proposition permanente de prix à l'achat et à la vente) est généralement assurée par le seul émetteur alors que plusieurs établissements "teneurs de marché" proposent généralement des prix dans le cas des options. Lorsque tous les warrants déjà émis sont aux mains des investisseurs et que l'émetteur ne souhaite pas en émettre de nouveaux, il ne peut donc coter que des prix à l'achat ("bid only") ;²²
- Lorsqu'un warrant est exercé, la livraison est le plus souvent prévue sous forme d'un règlement en espèces, parfois par livraison des titres sous-jacents ; pour les options, seule la livraison de titres est généralement possible.

- **Le bon de souscription** : les entreprises émettent également des instruments financiers dont le cours dépend de la valeur du cours du sous-jacent. Une obligation ou une action à bon de souscription est une valeur mobilière à laquelle sont attachés lors de l'émission, un ou plusieurs bons de souscription, qui confèrent à leur détenteurs le droit d'acquérir une autre valeur mobilière (le sous-jacent), pendant une période déterminée (la période de validité du bon), à un prix spécifié (le prix d'émission), selon une parité définie mais modifiable lors des opérations sur le capital. Une fois l'émission de la valeur support achevée, les bons de souscription sont cotés séparément. Les bons ont les caractéristiques suivantes :

²² <http://droit-finances.commentcamarche.net/contents/placements/warrant-et-option-quelles-differences>.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

- les bons de souscription sont séparément négociables (bons de souscription d'actions et bons de souscription d'obligations) ;
- la période d'exercice elle va de moins d'un an à 8 ou 9 ans (souvent entre 2 et 5 ans) ;
- le prix d'exercice (prix d'émission) détermine le coût d'acquisition du sous-jacent (action) fixé par l'émetteur (en cas d'exercice de remise d'actions nouvelles) ;
- la parité entre le nombre de bons et le nombre de titres par exemple : 1 action contre 3 bons.

Les différences entre les bons et les warrants sont les suivantes²³:

- les warrants sont des options d'achat ou de vente alors que les bons de souscriptions sont des options d'achat uniquement.
- les warrants portent sur une multiplicité d'actifs sous-jacents alors que les bons que sur les obligations et actions.
- lorsqu'un investisseur exerce un warrant call l'établissement de crédit lui remet le sous-jacent ou la soulté sans que l'émetteur ne soit concerné, mais pour le bon l'émetteur est impliqué il lui remet des titres nouveaux.
- durée du warrant est de 1 à 5 ans plus courte que celle du bon.
- les warrants s'achètent par lots ou quotités alors que les bons à l'unité.
- une action peut faire objet de création de plusieurs sortes de warrant de prix d'exercices différents alors que pour le bon qu'une seule.

A coté du marché optionnel on y trouve le marché à terme, sur ce marché sont négociés des instruments financiers appelés contrats à terme. « Un contrat à terme est un engagement irrévocable à acheter ou à vendre à un certain prix, à une date future, une certaine quantité d'une marchandise »²⁴. Cette offre est ferme est définitive. Contrairement aux options, l'achat ou la vente du sous-jacent est obligatoire quel que soit sont cours au jour de l'échéance. Avant ces contrats portaient sur les matières premières, mais à partir de 1979, l'essentiel des volumes se porte sur des instruments financiers variés, les indices boursiers et les taux. Il existe deux types de contrats : le contrat forward et le contrat futures.

- **Le contrat forward** : prenons l'exemple d'un agriculteur américain qui produit du colza. Entre le moment de la récolte en Aout N et celui de la vente, en décembre N, l'agriculteur est soumis à un risque de baisse des cours. Dans ce cas la livraison différée est

²³ D.ARNOULD « La bourse et les produits boursiers : marchés, indices, actions, produits dérivés », Edition ELLIPSES, 2004, P185

²⁴ J.PRIOLON « les marchés financiers », Agro Paris Tech, Novembre 2007, P32

possible, de gré à gré, si l'agriculteur parvient à trouver un acheteur appelé contre partie, qui s'engage contractuellement à prendre livraison du colza fin décembre à un prix P. Si le prix spot sur le marché fin décembre P' baisse, l'agriculteur réalise un profit dans le cas contraire il réalise une perte équivalente au gain de l'acheteur du contrat, ainsi le risque est symétrique. Ce contrat est appelé contrat « forward ».

Cette solution permet à l'agriculteur de se protéger contre une baisse des cours, elle lui interdit cependant de profiter d'une éventuelle hausse au delà de P des cours entre Aout et décembre, vu que les engagements ne peuvent pas être revendu ou si il peuvent l'être c'est avec beaucoup moins de simplicité. Par ailleurs, le règlement et la livraison interviennent à l'échéance, ce qui met les deux contractants face à un risque de défaut. A cet effet, il existe le marché à terme organisé autrement dit des futures.

- **Les futures :** comme le forward, le futures présent un profil de risque symétrique. Mais à l'inverse du forward, le risque de crédit c'est-à-dire risque de défaut, peut être complètement éliminé grâce à deux mécanismes spécifiques : le dépôt de garantie et l'appel de marge d'une part, l'existence d'une chambre de compensation et la standardisation des contrats d'autre part.

Les opérateurs ne passent aucun contrat directement entre eux. Toutes les opérations s'effectuent par l'intermédiaire d'une chambre de compensation qui s'intercale automatiquement comme contrepartie de l'acheteur d'une part et du vendeur d'autre part. Ainsi en cas de défaillance de l'un d'eux, ce serait à la chambre de compensation d'honorer le contrat. En revanche, elle exige un dépôt de garantie afin de s'assurer que chaque partie respecte son engagement. Le montant de ce dépôt dépend de la volatilité du sous-jacent et de la nature de l'investisseur.

La position du futur est valorisée au jour le jour (marked to market). Si la position de l'intervenant évolue défavorablement, il réalise une perte potentielle et son deposit sera diminué d'autant, au deçà d'un seuil, la chambre de compensation lance un appel de marge afin de remettre à niveau son dépôt et de couvrir donc sa perte potentielle. Si l'intervenant ne peut pas répondre à l'appel de marge, la chambre de compensation clôt sa position en puisant sur le deposit pour couvrir les pertes. Inversement, si la situation de l'intervenant s'améliore après qu'il est répondu à l'appel de marge, la chambre de compensation effectue un appel de marge créditeur. Cette compensation quotidienne fait que le contrat futures est assimilable à une succession de contrats forwards.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Les contrats futurs sont standardisés en termes de taille (quantité d'actif sous-jacent) et d'échéance. Si on reprend l'exemple de l'agriculteur, le marché à terme organisé lui permet de trouver facilement une contrepartie, il lui suffit de consulter la cote, et si les cours lui conviennent de proposer des contrats de taille et d'échéance correspondante à ceux sur le marché. De plus il peut éventuellement racheter les contrats avant leur échéance en cas de chutes des cours de ceux-ci. L'agriculteur peut se couvrir en spéculant sur le marché des futures en sens inverse de la spéculation sur le marché physique tel démontré sur le tableau²⁵ qui suit :

Situation de l'agriculteur	Marché physique	Marché à terme
Opérations réalisées en t (Aout)	Stockage de produits physiques ; prix spot = 300 USD	Vente de contrats d'échéance décembre ; prix = 330 USD
Opérations réalisée en t+5 (20décembre)	Vente de produits physiques livrable le 30 décembre ; prix spot = 240 USD	Achat de contrats d'échéance décembre ; prix = 240 USD
Solde des opérations	Perte = 60	Gains = 90

Source : Papier, J.PRIOLON, « Les marchés financiers », Agro Paris Tech, novembre 2007

En omettant le cout de stockage l'agriculteur a pu compenser la perte sur le marché physique et réaliser un gain de 30 USD.

En définitif, le contrat futures permet d'éliminer le risque inhérent au contrat forward et les différences entre ces deux contrats sont résumées dans le tableau²⁶ qui suit :

²⁵ J.PRIOLON, Ope Citée, P33.

²⁶ B.JAQUILLAT ET B.SOLNIK, Ope Citée, P268

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Forwards	Futures
-Contrats adaptés aux clients, en termes de format et de date de livraison.	-Contrat standardisé entre la contrepartie et la chambre de compensation.
-Contrat privé entre deux parties.	- Marché secondaire liquide.
-Marché secondaire quasi inexistant.	-Appel de marge.
-Plus ou moins-value constatée à l'échéance.	-Garantie de la chambre de compensation.
-Risque de contrepartie.	-Dénouement de la position.
-Livraison effective à l'échéance.	

Il existe une autre catégorie de contrats à terme qu'on dénomme swap.

SWAP : c'est un contrat par lequel on échange deux ensembles de valeurs financières ; les swaps ne sont pas stricto sensu des instruments financiers mais on les considère souvent comme tels.

Le développement massif des swaps remonte au début des années 1980. Le swap le plus répandu est le swap de devises qui « représente un contrat de gré à gré entre deux contre parties qui s'échangent des dettes contractées dans des devises différentes ». ²⁷Un swap de devises permet donc de modifier la monnaie dans laquelle s'exprime une dette (ou un placement). Il permet également d'en modifier le taux ou la nature du taux. Pour conclure un swap, les cocontractants précisent divers éléments :

- Le montant du contrat, exprimé dans une des deux devises
- La parité retenue pour procéder à l'échange
- La durée du contrat
- Les modalités de calcul des intérêts (éventuellement intérêts fixes ou variables).

Enfin, il existe de plus que ces produits dérivés suscités une multitude de produits dont les caractéristiques dépendent des besoins des opérateurs. Ce que l'on doit retenir aussi est que

²⁷ J.PRIOLON, Ope Citée, P33.

l'on peut créer un produit dérivé à partir d'un autre produit dérivé : cette propriété fait que l'on peut créer une quasi infinité de produits dérivés.

La distinction précédente repose entièrement sur la nature des titres. On peut toutefois y ajouter d'autres distinctions qui font référence aux caractéristiques même des marchés sur lesquels ces titres sont traités.

On distingue notamment les marchés organisés et marchés de gré à gré ou OTC (*Over The Counter*)²⁸.

1.3.3\ marché organisé et marché de gré a gré :

Le marché réglementé ou organisé se distingue par l'existence d'un règlement général de marché édicté et appliqué par une entreprise de marché généralement agréée par les pouvoirs publics ou les régulateurs. L'objet affiché de la réglementation est la protection des souscripteurs et des investisseurs. Pour intervenir sur ce marché il est nécessaire d'être adhérent ; les procédures d'échange, de compensation et de règlement-livraison des titres obéissent à des standards clairement définis. En particulier sur les marchés organisés où la chambre de compensation vient s'interposer entre les acheteurs et les vendeurs pour limiter le risque de contrepartie et diminuer les coûts de transaction. Sur un tel marché, l'établissement financier est un intermédiaire agissant pour le compte de son client. Leurs intérêts sont alignés. Le marché réglementé fait intervenir donc l'épargne publique et donne un label (qualité, sécurité, garantie).

A l'inverse, le marché libre ou de gré à gré se caractérise par l'inexistence d'un règlement général des opérations réalisées. Il n'y a pas d'autres clauses que celles qui figurent sur le contrat qui lie les deux parties. Les opérations sont faites sur mesure pour le client et les négociations sont réalisées par téléphone ou par ordinateur. En pareille situation, l'établissement financier est la contrepartie directe d'un intervenant. Leurs intérêts sont donc opposés. En générale, les risques sont plus élevés que sur les marchés organisés : compte tenu de l'absence de chambre de compensation et de réglementation, aucun mécanisme de solidarité n'est prévu en cas de risque de contrepartie et, le risque de liquidité et beaucoup plus important puisque les contrats ne sont pas standardisés. A cet effet, ces marchés sont réservés aux professionnels. Toutefois, il existe des organismes qui essaient d'imposer des règles engageant les différents intervenants. On peut citer à titre d'exemple *l'International Swaps and Derivatives Association*.

²⁸ F.MINCHKIN, « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^{ème} Ed, Ed PEARSON Education, 2007, P 35.

Le marché des actions est pour l'essentiel un marché organisé. Néanmoins, les actions qui ne sont pas admises à la cote peuvent s'échanger sur le marché libre. A l'inverse le marché des changes n'est qu'un vaste marché de gré à gré. Pour ce qui est des produits dérivés, la situation est intermédiaire ; marchés organisés et marché de gré à gré coexistent et se partagent les produits : les produits les plus classiques se trouvent sur les marchés organisés, les produits les plus exotiques sur les marchés de gré à gré.

La dynamique financière des années 1980 a été largement portée par la concurrence entre marché réglementé et marché de gré à gré, concurrence sans cesse attisée par l'innovation. En effet, tout s'est passé comme si les tentatives ou les expériences engagées par les opérateurs sur les marchés de gré à gré étaient progressivement intégrées, en cas de succès et de généralisation, au champ des marchés réglementés. A cet égard, la majorité des grandes places mondiales, sont marquées par l'activité simultanée d'une entreprise de marchés réglementés, qui tendent au monopole, et des marchés de gré à gré, qui bénéficient d'une capacité d'innovation reconnue.

Si les marchés de gré à gré font, en effet, supporter à leurs participants le risque de la contrepartie avec laquelle il s'engage, les marchés réglementés font supporter à l'ensemble de leurs acteurs un risque de système. D'une question de contrôle sécuritaire ou de protection du monopole, la problématique des relations entre ces deux marchés se déplace vers des obligations de déclaration, c'est-à-dire assurer la visibilité des intervenants sur des opérations qui peuvent les concerner, la surveillance des contrats entre acteurs et surtout un contrôle plus strict de l'origine des fonds ou titres mis en jeu lors d'opérations de gré à gré. Assurer à tous les acteurs du marché une visibilité minimale sur leurs positions permettrait sans doute de diversifier les stratégies, de pondérer les excès de valorisation et de contrôler certaines positions.

Enfin, au-delà de l'opposition entre marché organisé et de gré à gré, il existe bien d'autres caractéristiques permettant de distinguer les marchés boursiers, tel le mode de cotation.

1.3.4\ Le mode de cotation :

Les règles de négociation et le système de transaction utilisé par un marché définissent son organisation. On peut distinguer trois principaux modes d'organisation : les marchés en continu dirigés par les ordres et par les prix ainsi que les marchés de fixages.

1.3.4.1\ Les marchés continus :

La cotation en continu concerne les valeurs les plus liquides. Le terme continu ne signifie pas littéralement que les transactions ont lieu tout le temps, mais qu'une transaction peut avoir lieu à tout moment dès lors que deux ordres de sens opposé se rencontrent à un même prix. Toute transaction est associée à un nouveau cours. En règle générale, l'exécution de l'ordre s'effectue suivant un principe de priorité de prix et la priorité temporelle (premier arrivé, premier servi). A l'intérieur de ce système une distinction se fait entre le marché dirigé par les ordres et le marché dirigé par les prix.

A\ Le marché d'agence : un marché gouverné par les ordres :

Pour un marché continu avec carnet d'ordre centralisé, les ordres d'achats et de ventes des investisseurs sont confrontés afin d'établir le prix d'échange. Un ordre à cours limité est enregistré dans le carnet d'ordres puis exécuté si un ordre de sens contraire assorti d'un prix identique ou meilleur est transmis au marché. Les règles de priorité encourage la concurrence entre donneurs d'ordre ce qui provoque la réduction de la fourchette de pris acheteur/vendeurs. L'avantage de ce système est qu'il respecte les règles de priorité clairement affichées garantissant un traitement égalitaire. L'inconvénient est qu'il peut être difficile de traiter les ordres importants, qui ne trouvent pas forcément de contrepartie immédiate sur le système central. En d'autres termes, la liquidité n'est pas garantie.

B\ Le marché de contrepartie : un marché gouverné par les prix :

La bourse de Londres, le Nasdaq américain sont traditionnellement des marchés gouvernés par les prix. Sur de tels marchés, les investisseurs doivent obligatoirement adresser leurs ordres d'achat et de vente à un intermédiaire appelé « teneur de marché » (market maker) qui affiche en continu une fourchette de pris acheteur/vendeurs, comme c'est illustré dans l'exemple qui suit :

Exemple²⁹ : un investisseur qui désire acheter 1000 titres X. Son intermédiaire financier contacte trois teneurs de marché spécialiste du titre X. respectivement : MM₁, MM₂, MM₃. Leurs fourchettes de prix sont :

MM ₁	MM ₂	MM ₃
98-99	100-101	102-103

²⁹ D.ARNOULD, Opération Citée, page 39.

Le premier élément des trois fourchettes de prix est le cours auquel les teneurs achètent le titre X (le bid) et le second est celui auquel ils le vendent (ask). Donc pour notre investisseur acheteur le meilleur prix est 99, celui de MM1 car c'est le cours vendeur le plus faible. Pour un investisseur vendeur du titre X, le plus rémunérateur serait 102, celui de MM3. Donc la fourchette 99-102 tient lieu ici de cours d'équilibre.

Théoriquement, la fourchette est considérée comme la rémunération principale du teneur de marché, et ils sont supposés concourir entre eux, ce qui aurait pour effet de réduire le spread. L'avantage pour les investisseurs de ce système est que la liquidité y est garantie, dans la mesure où chacun est certain de trouver à tout moment en face de lui un teneur de marché prêt à faire la contrepartie. L'inconvénient est que cette liquidité peut être onéreuse, dans le cas où la fourchette de prix est large, exemple 100-130. L'autre inconvénient est qu'il se peut que les règles de priorité de prix et de temps ne soient pas respectées dans la mesure où certains teneurs de marché favorisent des clients en raison de la relation qui existe entre eux. Ainsi ce type d'organisation ne se caractérise pas par la plus grande des transparences.

Actuellement sur les marchés financiers modernes tend à s'instaurer une sorte de mixité, c'est-à-dire existence de systèmes électroniques de convoyage des ordres et de cotation (NSC dans le groupe Euronext, Xetra à Francfort,...) ceux de marché gouvernés par les ordres et l'instauration en parallèle de contrepartistes et de teneurs de marché afin d'améliorer significativement la liquidité des titres.

1.3.4.2\La cotation au fixing :

Pour les valeurs les moins liquides la cotation se déroule selon le principe du fixing : on enregistre tous les ordres d'achat et tous les ordres de vente parvenus au cours d'une certaine tranche horaire, pré-spécifiés durant la séance. On détermine alors le prix qui permettra de satisfaire le plus grand nombre d'ordres. L'exemple suivant permet d'illustrer simplement ce principe.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

On a enregistré les ordres suivants pour une action

Exemple d'une cotation au fixing

Demande (achat)		Offre (vente)	
Quantités	Prix	Quantités	Prix
400	A tout prix	400	A tout prix
200	156	250	150
250	155	400	151
500	154	500	152
850	153	600	153
1000	152	1250	154
3000	151	1700	155

Source : SBF, 1998, la bourse de paris, p12

On cumule ensuite les quantités demandées ou offertes pour chaque niveau de prix :

Les quantités demandées ou offertes cumulées pour chaque niveau de prix

Demande (achat)		Offre (vente)	
Quantités cumulées	Prix	Quantités cumulées	Prix
400	A tout prix	400	A tout prix
600	156	650	150
850	155	1050	151
1350	154	1550	152
2200	153	2150	153
3200	152	3400	154
6200	151	5100	155

Source : SBF, 1998, la bourse de paris, p12

On vérifie assez facilement que 153 est le niveau de prix qui permettra de satisfaire le plus grand nombre d'ordres : 2150 actions seront échangées. 153 est le prix d'équilibre déterminé par la méthode du fixing. Ainsi le prix du fixing est le prix de marché et non pas celui de l'ordre comme dans le cas du marché continu. Si on devait considérer les avantages du fixing ils seraient les suivants :

- la stabilité des prix et la moindre volatilité des cours. La centralisation des ordres et leur négociation à un moment de la journée évite des variations erratiques des cours liés à l'exécution de petits ordres sans contrepartie ;

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

- les couts de transaction stricto sensu sont faibles car de tels marchés sont moins couteux à faire fonctionner³⁰ ;
- l'établissement d'un cours unique chaque jour diminue les risques de fraude et les risques d'erreur.

Si on compare ces avantages à ceux du marché continu, on se rendrait compte qu'il existe un continuum entre ces deux systèmes de cotation :

- le marché en continu fourni est caractérisé par une meilleure liquidité du fait que les ordres peuvent être exécutés à n'importe quel moment de la séance ;
- la cotation en continu nécessite un système informatique de transmission des ordres et des informations sur le prix, qui le rend beaucoup plus transparent que la cotation au fixing ;
- l'avantage de moindre volatilité du marché de fixing est contrebalancé par l'absence de spéculation stabilisatrice qui se dégage sur le marché continu.

Au terme de cette présentation du marché financier sa notion, ses acteurs et son organisation, nous pouvons considérer les marchés financiers comme un système industriel de collecte, de transformation et d'allocation des ressources financières. Le marchés financier est devenu avec le temps un système généralisé dans un monde où il se confond parfois avec une condition de succès de développement et pourquoi pas de survie pour les économies. Devenue idéologie, désignant la dernière utopie occidentale, il est désormais considéré comme le grand normalisateur des politiques économiques et le maître de la globalisation, prenant une grande ampleur jusqu'à nous demander, le pourquoi de cette intérêt grandissant pour ce système ? Rien n'est fortuit, la raison, de cette exaltation sera expliquée via la présentation du rôle et des fonctions de cette institution.

³⁰ B. Jacquillart et B. Solnik, Ope cité, P28.

Section 2 : Rôle, fonctions et caractéristiques d'un marché financier dynamique

« Le marché financier est aujourd'hui dominant, et sa dominance est substituée à celle des banques »³¹. Le développement des marchés financiers n'est pas un phénomène abstrait. Il a donné naissance à une industrie. En trois décennies, l'industrie financière a pris une place centrale dans certaines économies. La City de Londres, Manhattan à New York, Hong Kong ou Singapour tirent plus du tiers de leurs revenus global de l'industrie financière et des activités induites (services informatiques, sécurité, etc.), la majorité des revenus des places de Luxembourg ou de Genève sont directement ou indirectement issus de la finance. La région Paris-Ile-de-France elle-même doit plus de 15% de sa valeur ajoutée à son industrie financière et quinze mille emplois directs. Dans le monde, cette industrie fait travailler directement près de trois millions de personnes parmi les mieux formées et les mieux rémunérées.

Elle gère des capitaux représentant environ la moitié de la richesse mondiale. Pour en mesurer le potentiel, il faut aller en Inde ou en Chine, parmi ces millions de représentant de la nouvelle classe moyenne, qui s'initient aux placements financiers et détiennent déjà des capitaux significatifs en fonds mutuels.

L'importance dédiée à l'étude des marchés financiers est justifiée par la nette incidence positive qu'ils peuvent avoir sur le développement des systèmes financiers et à agir sur la stabilité de l'économie en raison du fort pouvoir de levier de ses activités. Le recours au marché financier est une des conditions évidentes d'un financement équilibré de la croissance. Seuls les grands pays industrialisés disposent d'un marché financier puissant et attrayant. Afin de valider le lien positif qui existe entre marché financier et croissance économique il convient de présenter ses fonctions importantes et appuyés cet argument via les études empiriques effectuées dans ce sens.

2.1\ Rôle et fonction du marché financier :

En première approche, le marché de capitaux peut se définir comme le lieu de rencontre et d'échange entre l'offre et la demande de capitaux. Cette définition traditionnelle a le mérite de la simplicité. Essentiellement descriptive, elle ignore toutefois les spécificités des marchés financiers par rapport aux marchés des biens et services. Son caractère général ne rend pas compte de la singularité de la monnaie et de son rôle particulier dans les transactions

³¹ A.JUVIN, « les marchés financiers », OP citée, P 122

économiques. Une autre approche consiste à considérer les marchés financiers comme une forme institutionnelle parmi d'autres visant à assurer les fonctions dévolues au système financier dans son ensemble.

Le fonctionnement du système financier peut avoir un impact décisif sur la croissance et la stabilité de l'économie. L'articulation entre la sphère financière et la sphère productive s'inscrit dans le cadre d'une problématique à la fois importante et fort controversée. Cette importance trouve sa justification dans le fait qu'elle peut affecter le schéma de financement du tissu productif en général et l'entreprise en particulier, et ce, en contribuant à la création d'un cadre approprié pour cette dernière afin d'élever sa performance et son potentiel compétitif.

Cette question a germé, bien avant, dans les esprits des économistes classiques, qui, raisonnant dans un cadre concurrentiel, considéraient que la monnaie est un simple voile derrière lequel se déroulent les phénomènes réels, mettant en évidence la dichotomie des deux sphères. Une telle idée a été critiquée par J.M Keynes qui a pu dépasser cet aspect dichotomique entre la sphère réelle et celle monétaire, et ce, via l'introduction du taux d'intérêt. Si les deux écoles se sont opposées sur la dichotomie ou l'intégration des deux sphères, les études du 20^{ème} siècle se sont, plutôt, préoccupées de la mise en relief, voir la validation de la corrélation (positive, négative ou variable) ainsi que le lien de causalité entre les deux sphères.

2.1.1\ Articulation entre la sphère productive et la sphère réelle :

L'idée d'un lien entre les marchés financiers et la croissance économique n'est pas du tout récente ; des auteurs tel que : Bagehot³² ; Schumpeter ; Gurley et Shaw³³ sont les premiers à la mettre en évidence. Mais, il a fallu attendre les travaux des économistes tels que : « Davis (1965) ; Cameron (1967) et Sylla (1969) pour donner un contenu empirique à cette idée »³⁴; quatre positions différentes dans la littérature semble marquer le rapport entre système financier et croissance économique.

³² J.GREENWOOD & D.SMITH, "Financial markets in development, and the development of financial markets", *Journal of Economics Dynamics and Control*, 1997, P145-181, P147.

³³ Ati A. et Zaghdoudi Khemaïes: « Articulation entre le productif et le financier : le cas de la Tunisie ». *Revue Tunisienne d'Economie*, n° 12, 2003, P1-36, P03.

³⁴ W.R.SODJAHIN :« Impacts du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada », Rapport de maîtrise en sciences économiques, 2003, P03.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

D'abord, certains auteurs de la littérature théorique pensent que le système financier a un impact positif sur la croissance économique. En effet, Walter Bageot dans son livre « *Lombard Street* » publié en 1873³⁵ et John Hicks (1969) montrent le rôle critique qu'a joué le système financier dans l'essor de l'industrialisation de l'Angleterre en facilitant la mobilisation du capital.

J.A Schumpeter (1912) dans son livre « *The Theory Of economic Developmen* »³⁶ souligne que l'innovation technologique est conséquente de la qualité d'organisation du système financier, en d'autres termes l'efficacité de ce dernier réside dans le soutien de la dite innovation et ce par l'identification et le financement des entrepreneurs avec un grand potentiel innovateur et permettant ainsi aux pays en question de devancer les concurrents et de profiter d'une rente liée à cette avancée technologique.

Il existe aujourd'hui une littérature empirique extensive qui prouve la robustesse du lien croissance économique et développement financier (Levine ; 2004)³⁷. Ces études se sont appuyées sur des indicateurs de taille et de structure pour démontrer l'existence d'un lien entre ces deux sphères. Cette littérature montante argumente que les marchés financiers procurent des services qui dopent la croissance économique ; Greenwood et Smith (1997)³⁸ montrent quant à eu qu'un marché boursier développé peut réduire le cout de mobilisation de l'épargne et de cette façon faciliter l'investissement productif.

Levine en 1991 ; Bencivenga ; Smith (1996) trouvent que « la qualité du marché boursier est importante pour la croissance ; en effet, une liquidité renforcée facilite donc l'investissement dans les projets de long terme dont la rentabilité est plus élevée et stimule la croissance économique ».³⁹

Cette liquidité s'explique par le fait que les agents pourraient être amenés à garder moins d'épargne sous forme de biens métalliques, fonciers, ou de consommation durable et d'argent au profit d'autres bien tels que : les actions et les autres titres.

³⁵ R. JIMBOREAN «la croissance économique et développement financier ; le cas de pays d'Europe centrale et orientale », Article, université paris XII Val De Marne, 2004, p 03.

³⁶ Idem.

³⁷ Rapport du FMI sur les questions générales Algérie, N07/61, Février 2007, P09.

³⁸ J.GREENWOOD & D.SMITH, Ope Citée, P145-181.

³⁹ W.R.SODJAHIN , Ope Citée, P04

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Mackinnon R.I et Shaw E.S (1973)⁴⁰ étaient les premiers à transposer cette problématique de médiation entre la finance et la croissance aux PVD. Ils démontrent dans leurs travaux que la croissance économique de ces pays est entravée par l'étroitesse de leurs marchés financiers. Leur solution réside par l'élévation du rendement de la monnaie autrement dit des taux d'intérêts qui encourage l'épargne qui sert à financer l'investissement et cela dans un climat de libéralisation financière et d'amélioration du fonctionnement des marchés financiers. Ainsi selon eux les systèmes financiers fortement réprimés ne font que ralentir voir freiner la croissance.

King et Levine⁴¹ ont approfondi l'étude de l'influence positive du système financier sur la croissance en élargissant la taille de l'échantillon qui couvre 80 pays sur la période 1969-1989. Suivant les deux auteurs, le système financier affecte positivement la croissance économique à travers les fonctions attribuées au système. La meilleure mobilisation et affectation des ressources, la couverture des risques, la création de la liquidité, l'évaluation des projets d'investissement et l'orientation des informations fiables et utiles sur les projets d'investissement sont des fonctions, non exclusives, pouvant affecter la croissance économique par les canaux de l'accroissement de la productivité globale des facteurs de production affectant l'accumulation du capital d'une part, et l'innovation de l'autre.

Ces deux auteurs constatent de leur étude que le développement économique est tributaire de l'existence d'une superstructure financière initiale. Conséquemment, une mauvaise qualité initiale du système financier (l'existence de restriction légale, le degré de concurrence entre les composantes du système financier, les droits des créditeurs en cas de faillite de la firme...) conduit à une trappe de pauvreté même si le pays en question a pu instaurer d'autres conditions telles : la stabilité macro-économique, l'ouverture sur l'extérieur, la qualification des ressources humaines...), ces derniers éléments s'ils ne sont pas accompagnés d'un système financier performant avec moins de restrictions légales, ne peuvent sauver l'économie du piège du sous-développement.

Des travaux encore plus récents vont dans le même sens en montrant que le développement des structures financières comme la liquidité des marchés boursiers est liée à une croissance économique élevée selon : Rousseau et Wachetel en 2002.

⁴⁰ Ati A. et Zaghoudi Khemaïes, Ope Citée, P05.

⁴¹R.LEVINE, « Financial development and economic growth », Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 1997. P: 707.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

L'optique de relation dominée par la sphère financière selon l'approche néo libérale, n'a pas fait l'objet d'une unanimité. Maints auteurs ont affirmé, au contraire que le système financier suit passivement la sphère productive. Aussi ont-ils prôné une articulation véhiculée d'avantage par le réel.

Robinson J (1952)⁴² soutient l'idée que le développement économique crée des demandes de services financiers ; le système financier ne fait que répondre automatiquement aux dites demandes lui attribuant ainsi un rôle passif. Goldsmith R.W (1969)⁴³ dans son étude sur un échantillon de 35 pays remarque que les périodes caractérisées par une croissance rapide sont accompagnées par l'amélioration des services financiers et l'émergence de nouvelles institutions financières, ainsi il a signalé sans pour autant l'approfondir l'idée de l'influence de la croissance sur le développement financier.

Mattart F (1974)⁴⁴ qui précise que dans certains pays, le rôle du marché financier dans le financement de la révolution industrielle était faible au départ. Le rôle dudit marché devient crucial à la suite de l'accumulation d'une épargne et de masse de profits importants. Son rôle consiste à investir les dites ressources financières dans des projets productifs plus rentables permettant de promouvoir le développement économique. Ainsi, l'industrie influe sur l'architecture du système financier et conditionne son évolution

Le développement des marchés financiers peut être interprété comme le résultat des demandes exprimées par le secteur productif ; la causalité vue précédemment est alors inversée : le processus de croissance exige de nouveau mode de financement, ce qui provoque le développement des marchés financiers.

L'on remarque que ni les études des auteurs de l'approche par l'offre, ni celles des théories par l'entraînement par la demande ne font l'unanimité. Ce qui a poussé d'autres auteurs à repenser à la question et sont arrivés à l'idée de complémentarité entre ces deux sphères est donc à une double causalité.

⁴² S.GUHA DEB & J.MUKHERJEE, "Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy", *Journal of Finance and Economics*, 2008, P142-148, P143.

⁴³ R.JIMBOREAN, « la croissance économique et le développement financier : le cas de pays d'Europe centrale et orientale », papier, novembre 2004, P04.

⁴⁴ F. MATTART : « *Finances et développement une approche historiquet* » ; Ed Cujas, 1974 ; Ati A. et Zaghdoudi Khemaïes, Ope Citée, P10.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Patrick H.T (1966)⁴⁵ a mis en évidence une relation causale à double sens entre le développement financier et la croissance économique en distinguant la phase de l'entraînement par l'offre caractérisée par l'influence, au départ, de la finance sur la sphère productive, et la phase de l'entraînement par la demande marqué par l'influence de la croissance sur le système financier dans son ensemble. En effet, Greenwood J et Jovanovic B (1990)⁴⁶ ont présenté un model où l'intermédiation financière et la croissance économique sont conjointement déterminées, c'est-à-dire endogènes. Ils sont arrivés à affirmer la relation causale à double sens entre le développement du marché financier et le développement économique. Le processus de croissance stimule la création et l'expansion des institutions financières. Ces dernières, en collectant les informations fiables sur les projets d'investissements les plus rentables, accroissent le niveau qualitatif des investissements affectant par là, la croissance économique.

Enfin certains économistes ne croient pas qu'il y ait une relation importante entre le système financier et la croissance économique ; ainsi R. Lucas pense que le rôle des facteurs financiers dans la croissance économique est exagéré. Mayer (1988)⁴⁷ affirme quant à lui qu'un marché financier développé n'est pas important pour le financement des entreprises ; de même, pour Stiglitz (1985-1993)⁴⁸ allant dans le même sens affirme que la liquidité des marchés financiers n'a pas d'impact sur le comportement des gestionnaire de compagnies d'assurance, des opérateurs en bourse, des banques et des sociétés d'investissement en bourse, et donc n'exerce pas un certain control corporatif.

La plupart des économistes du développement sont également sceptiques quant au rôle du système financier dans la croissance économique.

Il faudrait cependant, souligner qu'on note dans la littérature une prépondérance des travaux aussi bien théoriques qu'empiriques qui suggèrent une relation positive entre l'évolution financière et la croissance économique. On pourrait éventuellement appuyer cette idée par la crise des subprimes qui nous démontre comment l'effondrement de la finance plus particulièrement des marchés financiers conduit à l'effondrement économique, cet effondrement est aggravé par la globalisation qui le rend mondial.

⁴⁵ S.GUHA DEB & J.MUKHERJEE, Ope Citée, P142.

⁴⁶ J.GREENWOOD & D.SMITH, Ope Citée, P145-181, P173.

⁴⁷ W.R.SODJAHIN , Ope Citée, P04.

⁴⁸ Idem

Le but de cette section n'est pas de confronter les thèses et les antithèses sur la relation entre le développement financier et la croissance économiques ; mais plutôt de démontrer l'avantage que peut procurer la financiarisation d'une économie sur le processus de développement des économies faibles en générale et plus particulièrement le lancement de bourses de valeurs. Nous appuieront cet avantage en définissant dans un premier temps le rôle et les fonctions des marchés financiers de manière générale.

2.1.2\ Fonctions des marchés financiers :

La fonction primordiale d'un marché financier est de faciliter une allocation efficace des ressources ; à la fois dans le temps et dans l'espace, et leurs mise en œuvre dans un environnement incertain. Cette fonction primaire est subdivisée en quatre fonctions de bases :

2.1.2.1\ Mobilisation de l'épargne :

C'est ce que l'on appelle le pooling, qui peut être considéré tant du point de vu des entreprises que celui des ménages. La mobilisation de l'épargne suppose une agglomération du capital des épargnants disparates aux fins d'investissements. En tant que marché primaire, le marché financier permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privées ; en réunissant les épargnes, les marchés financiers élargissent l'ensemble des projets d'investissement réalisables et aident au redéploiement et à la régulation des finances publiques (déficit budgétaire). Etant donné que les projets à rendement plus élevés sont les plus risqués et nécessitent souvent de grandes injections de capital, en mobilisant l'épargne des ménages, les marchés financiers peuvent améliorer l'efficacité économique et accélérer la croissance économique. En plus de l'effet direct de la mobilisation des épargnes sur l'accumulation du capital, une mobilisation efficace peut améliorer l'allocation des ressources et accentuer l'innovation technologique (Bageot).

2.1.2.2\ acquisition de l'information sur les entreprises :

En affichant à chaque séance de bourse un cours pour une action donnée, le marché financier est un instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise ayant atteint une certaine dimension. L'information donnée par le marché est régulière, publique et largement diffusée via les médias spécialisés ou non. Cette approche s'inscrit dans un contexte boursier très sensible à l'évolution de l'environnement politique, économique, social

et international : elle peut donc percher, par défaut ou par excès, dans l'estimation de la valeur d'une société. En outre elle tient compte de la cote d'amour ou de méfiance que les professionnelles attachent à telle ou telle affaire.

Les marchés financiers représentent une mine d'information pour et sur les entreprises. Ces dernières peuvent extraire analyser ces données et s'en servir pour prendre des décisions d'investissement. Par le transfert d'informations, le marché financier facilite la coordination de la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie. En effet, sur l'ensemble des firmes et des entrepreneurs qui sollicitent du capital, les intermédiaires financiers et les marchés sélectionnent les plus prometteurs. Ainsi, on obtient une allocation du capital plus efficiente et par là, une accélération de la croissance selon Greenwood et Jovanovic (1990) car dans un contexte concurrentiel cette allocation permettra de se rapprocher de l'optimum ce qui se traduit par une accélération du taux de croissance.

2.1.2.3\ Exercice de contrôle sur les entreprises et la mutation des structures de production :

Le développement du marché boursier peut avoir une influence sur le contrôle des entreprises. En effet, pour Diamond et Verrachia (1982)⁴⁹, ainsi que Jensen et Murphy (1990)⁵⁰ montrent que les marchés boursiers efficients aident à concilier les intérêts des gestionnaires et des actionnaires.

En donnant à des sociétés la possibilité de régler au moyen de leurs titres, l'acquisition d'autres affaires, le marché financier facilite les regroupements d'entreprises via des alliances, les restructurations, les fusions et les rachats d'entreprises. C'est surtout par la possibilité que la bourse offre aux sociétés cotées de battre leur propre monnaie qu'elle concourt activement au financement du haut de bilan c'est-à-dire lorsque l'achat de filiales, ou la simple prise de participation se font via la remise de titres sans faire appel à la trésorerie de l'entreprise. Les opérations de restructuration via le marché boursier peuvent s'effectuer sous forme d'OPA, d'OPE ou de négociation de bloc de titres.

L'offre publique d'achat (OPA) est « une opération financière qui permet à une entreprise de prendre le contrôle d'une autre en proposant publiquement aux actionnaires de

⁴⁹ W.R.SODJAHIN, Ope Citée, P07.

⁵⁰ Idem.

cette dernière de racheter leurs actions à un prix plus élevé que les cours du marché »⁵¹. Une OPA peut se faire avec l'accord (amicale) ou non (hostile) des dirigeants. L'entreprise qui cherche à prendre le contrôle d'une société cotée peut aussi lancer une offre publique d'échange (OPE) en offrant en rémunération ses propres actions ou titres d'une autre entreprise au lieu du paiement par espèces.

La privatisation d'entreprise publique, réalisée grâce à la vente par l'Etat des titres de sociétés dont il était propriétaire, ont permis de modifier la structure financière de nombreuses entreprises et ainsi de faciliter le processus de privatisation.

La réduction de l'asymétrie de l'information facilite à son tour le financement externe et permet une meilleure réallocation des ressources. Un marché financier qui améliore le contrôle des entreprises tend à améliorer une accumulation plus rapide du capital et de fait améliorer la croissance.

2.1.2.4\ La liquidité du marché :

La liquidité est la facilité est la rapidité avec laquelle les agents peuvent convertir leur actifs en pouvoir d'achat à un prix convenable. Les projets les plus rentables requièrent des engagements financiers à long terme, mais les épargnants n'aiment pas perdre le contrôle de leurs épargnes pour de longues durées. Dans ces conditions, les investisseurs sont prêts à prendre d'avantage de risque et exige une rentabilité plus faible de leurs investissements, ce qui a pour conséquence que les entreprises peuvent se financer à moindre coût. Ainsi, lorsqu'un marché financier n'accroît pas la liquidité, les projets à rendement élevé auront du mal à être financés.

La liquidité est la caractéristique des marchés suffisamment large : il faut dès lors qu'il existe une quantité importante de titres en circulation mise à la disposition du public (flottant) et que le volume quotidien des transactions soit assez étoffé pour permettre des échanges qui n'entraînent pas systématiquement des fluctuations erratiques des cours. Cette liquidité est facilitée par le rôle que jouent certains investisseurs institutionnels disposant d'important portefeuille de titres et d'excédent de trésorerie, ils sont en mesure d'assainir rapidement un marché perturbé par une surabondance de liquidité ou un excès de titres.

⁵¹ M.JOUDI, « La bourse des valeurs et marché financier », Papier, 2006, P03.

Ce que l'on peut retenir est que les marchés financiers permettent aux investisseurs de vendre facilement leurs titres, pendant que les firmes ont un accès permanent aux capitaux. En facilitant les transactions, les marchés financiers réduisent le risque de crédit.

2.1.2.5\ Gestion et diversification du risque :

L'innovation financière rendue possible par la déréglementation des produits et la création des marchés dits « dérivés » a mis en évidence le rôle du marché financier dans la gestion des risques. Couvrir une exposition aux risques, spéculer, procéder à des arbitrages occupent aujourd'hui nombres d'opérateurs dans les salles de marchés car l'interconnexion des différents compartiments du marchés de capitaux et la variation plus erratique des cours accentuent l'importance de cette fonction.

Hormis la réduction du risque de crédit, le marché financier peut atténuer le risque dit idiosyncratique, c'est-à-dire les risques liés aux projets individuels, aux entreprises, aux industries, aux régions, aux pays. Cette atténuation du risque se fait via la diversification.

Ainsi les marchés qui facilitent la diversification du risque tendent à induire des portefeuilles qui intègrent d'avantages les projets avec les plus grandes espérances de rendement. Cette diversification favorise l'accumulation du risque capital et peut accélérer les changements technologiques et donc la croissance économiques.

Les analystes traditionnels du système financier insistent sur son rôle dans l'allocation efficace du capital, mais l'allocation efficace du risque au sein de l'économie est toute aussi importante pour le système.

Exemple : l'introduction d'une entreprise financée uniquement par des capitaux propres, permet à certains d'acquérir le risque des actions de l'entreprise et au contraire à d'autre de s'en défaire, ce risque n'est pas un risque supplémentaire dans l'économie mais simplement la titrisation du risque de l'activité de l'entreprise.

En somme, un marché financier grand, développé favorise la croissance économique. Etant donné cette conclusion, la question qui se pose est la suivante : quelles sont les caractéristiques d'un marché développé ?

2.2\ Caractéristique d'un marché financier développé et compétitif :

Face à l'ampleur des besoins de capitaux que requière le développement d'une économie, le système bancaire jugé souvent trop « court-termiste » ne saurait à lui seul donner

les réponses qui conviennent. Sa contribution au financement des investissements renforce l'endettement des entreprises. De plus la complexité de sa structure ne facilite pas une allocation optimale des ressources aux emplois, à la différence du marché un lieu pertinent d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable mais pour se faire le marché doit réunir certains critères. L'utilisation pertinente des critères classiques (atomicité, homogénéité, fluidité, transparence) d'analyse d'un marché parfait permet de mettre en évidence le cahier des charges que doivent respecter le dispositif institutionnel et les acteurs qui lui donnent vie.

2.2.1\ Caractéristiques d'un marché pur et parfait

2.2.1.1\ L'atomicité :

Pour être efficace, un marché doit préserver ses caractéristiques de marché parfait mettant en présence un grand nombre d'acheteurs et de vendeurs, qui négocient un produit défini existant, en principe, en quantité suffisante pour que joue véritablement la loi du marché.

Le marketing de place doit d'abord se forcer en permanence d'élaguer et en même temps d'élargir l'offre de titres donc sa base d'émetteurs en convainquant de nouvelles entreprises d'accéder à la cote, en particulier les entreprises jeunes et technologiques. Du côté de l'offre de capitaux, le nombre d'investisseurs que ça soit personne moral ou physique doit être important afin que l'offre soit suffisamment diversifiée. Pour se faire, faudrait inciter l'investissement de l'épargne en bourse et faciliter le dialogue émetteurs-souscripteurs tout en remettant en cause le système traditionnel d'intermédiation.

En outre, il ne faut pas négliger la capacité financière des non résidents. La mise en place d'une structure afin de les encourager à investir sur la place contribuerait à augmenter l'offre de capitaux ainsi qu'à la vulgarisation des vertus de la place.

2.2.1.2\ L'homogénéité :

L'idée d'homogénéité se réfère au concept d'uniformité ; ainsi est-il indifférent d'acheter sur un marché tel ou tel matière première normalisée, blé, coton, café ou or.

Si la monnaie est un bien fongible par excellence, il n'en est pas de même pour les titres. A la diversité des émetteurs s'ajoute la multiplicité des modalités des titres. « Ce

manque d'homogénéité est un facteur d'attrait pour l'épargne »⁵². L'imperfection du marché qui résulte de l'abus de formules ésotériques rencontre ici des limites à ne pas franchir si l'on veut éviter de décourager une bonne part de l'offre de capitaux.

Le marché financier reste en tout état de cause un marché où les actifs échangés ont par nature un caractère hétérogène.

2.2.1.3\ La fluidité :

Un marché est fluide lorsqu'il n'y a aucune restriction à l'entrée ou à la sortie. Tout les marchés financiers sont relativement fluides en ce sens que la matière première, l'argent, est abondante et facile à obtenir pour autant que l'on soit solvable et disposé à en payer le coût de revient.

Le marché financier proprement dit est assez fluide pour autant que le candidat émetteur en accepte les contraintes et répond aux normes requises, qu'elles soient réglementaires ou de marché. L'entrée est également plus aisée au niveau de l'offre de capitaux, grâce notamment au développement des formules collectives d'épargne, ainsi aux efforts fournis en permanence par la place en faveur de toute catégorie d'investisseurs.

La sortie en revanche, ne présente pas d'obstacles pour les investisseurs. C'est la fierté d'une place que d'offrir la liquidité, c'est même un des arguments commerciaux les plus forts pour la plupart des investisseurs attentifs à préserver leur entière liberté de choix de la durée de leur présence.

Par contre la sortie est plus difficile pour la collectivité émettrice. L'admission de l'action à la cote n'a même pas, en principe, d'échéance. Les autorités de tutelles veillent à ce que les émetteurs ne puissent en sortir qu'en bon ordre.

2.2.1.4\ La transparence :

La bourse est à priori l'exemple type de marché transparent, c'est-à-dire d'un marché où tous les opérateurs possèdent une parfaite connaissance des éléments composant ce marché. Tout est connu pour tous et au même moment grâce au système informatique qui affiche les cours en temps réel sur des écrans. L'information est importante dans la prise de décision des opérateurs.

⁵² A.CHOINEL et G.ROUYER, op.cit, p 24.

Dans la compétition acharnée que se livrent les différentes place financières mondiales. Une bourse doit poursuivre sans relâche un effort de modernisation et mettre en place des organisations et systèmes qui mettraient en avant les vertus intrinsèques de la place via une information, une concertation et une promotion appropriée.

A coté de ces critères, on ne peut omettre un critère essentiel qui ne peut se dissocié de la notion de marché développé, ainsi lorsqu'on parle de marché financiers développé, on parle indéniablement de marché efficient.

2.2.2\ L'efficience :

Ce terme et un anglicisme aujourd'hui accepté dans le langage économique, il est possible de l'appréhender à priori comme l'aptitude d'un organe à réaliser sa fonction. La première définition théorique et relativement rigide, posée par FAMA (1965) : « *Un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif* »⁵³.

Ainsi le marché est efficient si les prix qui s'y forment constituent des signaux fiables pour les décisions d'allocation des ressources. De cette définition il est possible d'identifier trois types⁵⁴ d'efficience :

- L'efficience allocationnelle, indiquant que le marché est capable d'orienter les fonds vers les investissements les plus productifs et ainsi contribuer au développement de l'économie ;
- L'efficience dite opérationnelle, selon laquelle les intermédiaires financiers mettent en relation de manière satisfaisante les offreurs et les demandeurs de capitaux et ce au coût le plus faible.
- L'efficience informationnelle, pour laquelle à tout moment le cours boursier reflète toute l'information disponible concernant la vie de la firme, ainsi que l'influence des événements sur les performances futurs de la firme.

⁵³ P.GILLET : « L'efficience des marchés financiers », Ed Economica, P11, 1999.

⁵⁴ S.LADRIC et V.MIGNON, « L'efficience informationnelle des marchés financiers », Collection REPERES, 2006, P08.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

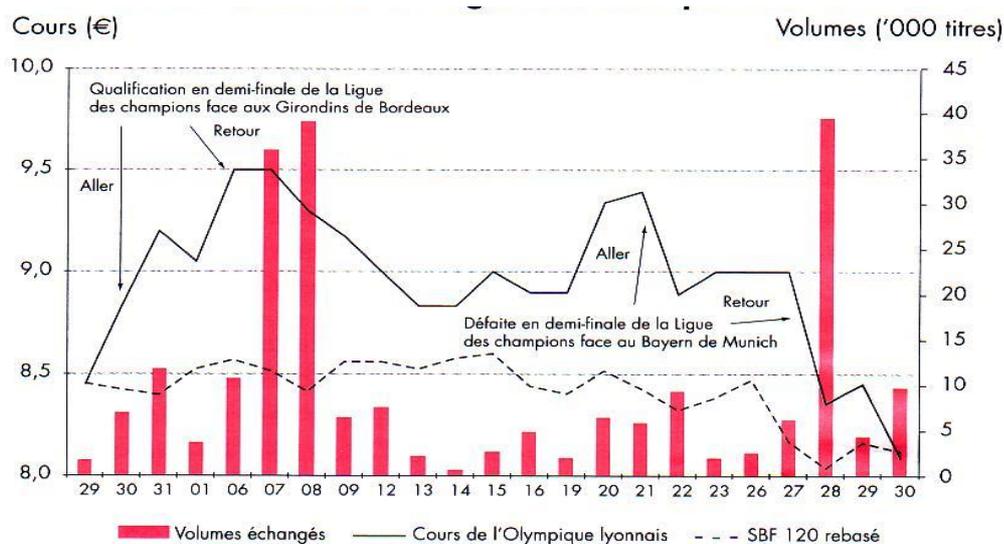
Ces trois types ne sont pas indépendants car il ne peut y avoir d'allocation optimale que si l'information est bien prise en compte et que les transactions se réalisent au meilleur prix. Ainsi l'efficience informationnelle est la plus importante.

Sur un marché efficient le prix intègre instantanément les conséquences des événements passés et reflète toutes les anticipations des événements futurs. On peut alors tester l'efficience selon trois façons :

- La capacité à prévoir les cours ; sur un marché efficient il n'est pas possible de prévoir les rentabilités futures, les prix observés reflète toute l'information que l'on peut tirer de l'étude des cours, des volumes passés, des variables de taux d'intérêt ou de rendement.

- La réponse des marchés à des événements ponctuels : Le marché est dit efficient lorsque les prix observés reflètent une information publiquement disponible (rapport annuel, article de presse, prospectus d'émission, annonce d'un nouveau contrat, d'une augmentation de dividendes...). Le prix d'une action doit réagir immédiatement et ponctuellement à l'annonce d'une information significative. Aucun effet prix ne doit survenir avant l'annonce ni le lendemain de celle-ci. En voici un exemple tiré du monde du football illustré dans le graphe⁵⁵ qui suit :

Figure 2 : Exemple d'efficience des marchés : les tribulations de l'OL en ligue des champions Avril 2010.



Source : Datastream.

⁵⁵ P.VERNIMMEN, Ope Citée, P357.

Pour éviter que les investisseurs ayant un accès plus rapide à l'information n'utilisent cet avantage au détriment des autres investisseurs, les autorités boursières suspendent le cours avant l'annonce de l'information et la cotation ne reprend qu'après quelques heures, ce qui permet à l'information de se diffuser auprès de l'ensemble des investisseurs. Aucun investisseur ne peut donc être spolié.

L'influence des informations privilégié sur le marché ; les marchés sont efficient quand les investisseurs possédant une information privilégié ou un monopole sur certaines informations sont incapables d'avoir une influence sur le prix des titres. Ceci étant vrai lorsque les autorités de marché répriment et empêchent les délits d'initié. On range aussi dans cette catégorie l'analyse des performances des gestionnaires professionnels, sans utiliser des informations privilégiées, ont une compétence qui devrait leur permettre de réaliser une meilleure performance que le marché. Mais dans un marché efficient il n'en est rien. Ils ont même plutôt tendance à avoir des performances légèrement moins bonnes que celles de marché.

Comme pour les marchés pur et parfait, la réalisation pratique de la théorie de l'efficience présuppose qu'un certain nombre de conditions soient réunies. L'hypothèse de l'efficience des marchés financiers implique la réalisation des cinq conditions⁵⁶ essentielles :

2.2.2.1\ La rationalité :

Les individus sont rationnels lorsqu'ils agissent de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent : ils doivent acheter un titre lorsqu'une bonne nouvelle inattendue est annoncée et non le vendre. Pour être plus précis, les investisseurs rationnels agissent de façon cohérente pour maximiser leur utilité autrement dite, leur satisfaction pour un niveau de risque donné.

2.2.2.2\ La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs :

Cela suppose deux choses. Premièrement que l'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques. L'analyste financier chevronné et le petit porteur doivent donc recevoir simultanément toutes les informations afférentes aux titres

⁵⁶ P.GILLET, Ope Citée, P19-26.

qu'ils détiennent ou qu'il soit susceptible d'acquérir. Deuxièmement, les agents économiques puissent traiter l'information en temps réel, ce qui n'est pas toujours possible vu la masse d'informations financières quotidiennes pouvant parvenir à un même agent. Si c'est possible pour un professionnel qui peut intervenir directement depuis le desk⁵⁷ de la société de bourse, il est plus difficile à vérifier pour un non-professionnel.

2.2.2.3\ La gratuité de l'information :

En effet, si l'information à un coût, les agents économiques peuvent parier que ce coût soit supérieur à la perte probable engendrée par l'ignorance de cette information. Ils pensent donc pouvoir s'exonérer du suivi des informations financières, qui ne pourraient alors pas être intégrée dans le prix des titres.

2.2.2.4\ L'absence de coût de transaction et d'impôt de bourse :

Tous les marchés financiers mondiaux connaissent les coûts de transaction, ne serait ce que pour rémunérer l'ensemble des intermédiaires qui assurent la transmission des ordres, la maintenance des systèmes d'informations, gèrent les échanges de titres ou garantissent la bonne fin des échanges. En outre, un certain nombre de marchés supportent un impôt de bourse qui accroît les coûts de transaction. Ces coûts revêtent deux formes :

- Les coûts explicites qui sont constitués par les commissions, les frais de courtage et, éventuellement, l'impôt de bourse. Ils varient en fonction de la quantité échangée, du type d'agent (particulier ou institutionnel), de la place de cotation du type d'actif et du marché ;
- Les coûts implicites qui sont à priori indécélables, Ils concernent les marchés où la cotation est assurée par des spécialistes. Ces coûts représentent la différence entre cours offert et le cours demandé appelé le bid-spread ou fourchette. Ce cout varie en fonction de la place de cotation, du marché, de la liquidité de l'actif traité, du jour et de l'heure de l'échange.

« Les agents économiques peuvent hésiter à investir ou à désinvestir si des coûts de transaction ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable »⁵⁸. En

⁵⁷ Pratiquement tous les traders disposent sur leur desk d'au moins un terminal affichant en temps réel toutes les informations diffusées par les agences de presse.

⁵⁸ P.GILLET. Op Citée, p18, 1999.

présence de coûts de transaction, l'investisseur n'agira sur le marché que s'il estime que le gain espéré est supérieur aux coûts de la transaction. Dans ce cas le prix du titre ne reflètera pas instantanément la totalité des informations le concernant. Donc raisonner, en finance de marché sans tenir compte des coûts de transaction reviendrait à négliger en finance d'entreprise, l'incidence de la fiscalité dans les calculs de rentabilité d'un projet.

2.2.2.5\ L'atomicité des investisseurs et la liquidité :

L'information est d'autant intégrée dans le cours d'un actif si celui-ci est fréquemment négocié, permettant ainsi un ajustement. A contrario, les titres peu négociés reflètent avec retard l'information disponible, mais aucun investisseur ne peut en profiter, vu les faibles volumes de transaction.

Ainsi, même si une information très négative lui est transmise, un investisseur possédant un nombre important de titres ne les met pas sur le marché s'il pense qu'indépendamment du prix, il ne trouvera pas de contrepartie susceptible d'être intéressé par les titres. De même, il hésitera à vendre ces titres si, simplement, du fait du jeu de l'offre et de la demande, la simple présentation de ces titres sur le marché provoque, du fait de leur nombre, une chute vertigineuse des cours. Ainsi, selon cette théorie il n'existe de comportement chartiste.

Or, la plupart de ces conditions ne sont pas totalement réunies sur les marchés financiers modernes. En effet, il est facile de montrer que sur ces marchés, les investisseurs ne sont pas tous rationnels, l'information ne circule pas parfaitement tandis que les coûts de transaction ne sont pas nuls.

A coté de ces critères, il revient d'y ajouter un critère qui relève de la finance comportementale.

2.2.3\ Le comportement des investisseurs :

Un investisseur peut, à un moment donné adopter l'un des trois comportements suivants :

- la couverture ;
- la spéculation ;
- l'arbitrage.

2.2.3.1\ La couverture :

L'investisseur qui pratique la couverture (*hedger* en anglais) sur un marché financier cherche à se protéger d'un risque qu'il ne souhaite pas prendre. La couverture est un concept général, un comportement simple, sain, naturel pour ceux qui ne sont pas des financiers. Ainsi un industriel européen qui exporte aux Etats Unis vendra à terme des dollars contre des euros, ce qui lui garantit un taux de change certain pour ses recettes futurs en dollars. Il est couvert. De même, un organisme de crédit qui se finance par des ressources de mêmes durées est couvert. De ce fait, se couvrir, c'est vouloir ne pas prendre le risque considéré.

2.2.3.2\ La spéculation :

Contrairement à la couverture qui élimine le risque, la spéculation se caractérise par l'acceptation d'un risque. Le spéculateur est celui qui prend position, il fait un pari sur l'évolution future d'une valeur. S'il pense que la valeur va monter, il achète. Si elle s'élève effectivement, il aura gagné. Dans le cas inverse, il aura enregistré une perte.

Le spéculateur professionnel est souvent appelé trader. *Trading* signifie négoce et les négociants (traders) passent leur journée à acheter à bas prix une devise, une action, une obligation, une option...etc., dont ils anticipent la hausse, et à les vendre lorsqu'ils anticipent leur baisse. On retrouve l'adage fameux « *buy low, sell high, go golf* ». ⁵⁹

Tout investisseur est spéculateur, cette spéculation n'est pas gratuite : elle est fondée sur une conviction, une compétence, une analyse du risque.

On reproche souvent aux marchés de permettre la spéculation, or il faut bien comprendre que les spéculateurs ont un rôle fondamental à jouer, un rôle économique sain : assumer des risques que d'autres ne veulent pas supporter. Tout spéculateur minimise ainsi le risque des autres intervenants. Les excès de spéculation sont des épiphénomènes qui ne doivent pas remettre en cause l'utilité et le fonctionnement normal des marchés financiers. C'est ainsi qu'un industriel européen, endetté en dollars, qui souhaite se protéger contre le risque de change, pourra transmettre ce risque par le biais d'un achat à terme de dollars, au spéculateur qui le supportera. Ainsi l'industriel connaît le cours dollars/euros auquel il va rembourser son prêt, il a donc éliminé le risque de hausse du cours. A l'inverse, le spéculateur prend le risque d'une fluctuation de dollar entre le moment où il conclut l'opération et celui

⁵⁹ P.VERNIMMEN, Ope Citée, P361,

de la livraison effective. C'est un comportement qui est radicalement opposé à celui de la couverture.

De même, dans un marché, les besoins de ressources à long terme ne sont pas satisfaits alors qu'il y a un surplus d'épargne à court terme. Il faudra bien qu'à un moment donné que quelqu'un prenne le risque de s'endetter à court terme pour placer à long terme. Le spéculateur fait alors la transformation dont il assume les risques.

2.2.3.3\ L'arbitrage :

A la différence du spéculateur, l'arbitragiste ne prend pas de risque mais essaie de dégager un bénéfice en tirant partie des seules imperfections susceptibles d'apparaître entre différents marchés.

On réalisera ainsi une opération d'arbitrage après avoir observé qu'à Londres l'action Solvay vaut moins cher qu'à Bruxelles. On achètera alors des actions Solvay à Londres pour les revendre simultanément ou presque à Bruxelles à un prix plus élevé. Achetant à Londres, l'arbitragiste fait monter le cours à Londres ; vendant à Bruxelles, il fait baisser le cours à Bruxelles, jusqu'à obtenir une égalité des cours entre ces deux places.

L'utilité de l'arbitrage est primordiale car l'arbitrage tuant l'arbitrage, il participe au développement des marchés nouveaux en créant de la liquidité et il élimine les imperfections momentanées qui peuvent apparaître çà et là. En effet, dès qu'un déséquilibre apparaît, les arbitragistes vont acheter et vendre différents actifs, accroissant la liquidité du marché et réduisant ainsi le déséquilibre jusqu'à le faire disparaître.

*« L'arbitrage permet donc d'assurer l'égalité des prix à un même moment. Il assure la fluidité entre les différents marchés et contribue à leur liquidité. C'est l'opération de base qui permet de garantir l'efficience des marchés ».*⁶⁰

Enfin ces trois types de comportement conceptuels, ne correspondent pas à trois catégories rigides et hermétiques d'investissements. Un spéculateur pourra se livrer à des opérations d'arbitrage ou couvrir partiellement sa position ; un *hedger* pourra accepter de couvrir que partiellement sa position et donc spéculer sur la fraction non couverte.

Par ailleurs, ces trois types de comportements s'observent simultanément sur un marché. Un marché ne peut pas vivre uniquement avec des *hedgers* ou uniquement avec des

⁶⁰ P.VERNIMMEN, Op Cité, P363, 2011.

spéculateurs car ça crée des bulles spéculatives, ni fonctionner avec la seule présence des arbitragistes.

De ce fait « *un marché est fluide, liquide et affiche « de bon prix » lorsqu'il réunit des hedgers, des spéculateurs et des arbitragistes* ». ⁶¹

Un autre critère est à mettre en avant et qui est indispensable pour le développement de la finance, c'est celui de la confiance. Le fonctionnement de tout système financier repose sur le degré de confiance qu'ont les agents économiques en lui.

2.2.4\ La crédibilité du marché et la confiance du public :

La confiance du public est le socle de la crédibilité du marché financier, en est gravement et durablement affecté, d'où resurgie l'idée que la bourse, une belle aventure humaine, n'en est pas moins redoutable, car elle porte le poids des défauts, des faiblesses, des passions de ses acteurs.

Si la confiance est altérée, les acteurs se retirent et le marché s'effondre. Enraciner la confiance des agents économique envers le marché financier revient à orienter l'épargne de ces acteurs vers le marché, ce qui sous entend que le marché financier n'est pas un fait économique mais plutôt un choix social. Pour se faire, il faudrait tout d'abord faire connaître la bourse via un marketing intelligent, et instaurer une réglementation souple qui protégerait les différents acteurs notamment les créanciers.

Depuis une vingtaine d'années, des articles de recherche en économie ont montré qu'un système juridique protecteur des créanciers était favorable au développement des marchés financiers et à la croissance économique. Une étude empirique a été effectuée sur un échantillon de compagnies aériennes entre 1978-2003⁶². Cette étude indique que les flottes des compagnies aériennes des pays à faible protection des créanciers sont plus anciennes et petites que celles des pays où la protection est plus élevée. Toute chose égale par ailleurs, le montant ainsi que la qualité des investissements est réduit. Cela confirme l'idée suivante : un système juridique qui garantit les droits des créanciers favorise, le financement et ainsi l'investissement en biens d'équipement de qualité, et donc finalement la croissance économique.

⁶¹ Idem.

⁶² P. QUIRY et Y. LE FUR, La lettre Vernimmen. Net, n°98, juin 2011, P 07.

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

Il y a aussi la sécurité des contrats qui est un facteur essentiel au développement des marchés financiers, car seule cette sécurité permet aux investisseurs comme aux entrepreneurs de s'engager dans le temps, de donner un cadre fiable et consistant à leurs relations, d'évaluer les risques et de garantir des rendements futurs. « L'intangibilité des contrats privés est le pilier de la civilisation et des libertés »⁶³.

Cette sécurité des contrats a progressé dans les pays développés grâce à :

- La désinflation qui a permis aux acteurs de s'engager dans des périodes de plus en plus longues ;
- Le recul des intermédiations d'Etat, de la propriété publique a convergé avec le reflux des idéologies de la propriété collective et de l'appropriation forcée des richesses ou des moyens de productions.

Enfin, le contexte politique, social et économique spécifique, la démographie, la capacité de traitement numérique de l'information, les capacités de mémoire quasi illimitées et la mise en place de réseaux de transfert de l'information en temps réel et dans son intégrité, de plus le recul des menaces de guerre peuvent être invoqués comme des raisons du développement et de la généralisation des marchés financiers.

⁶³ E.JUVIN, op. Cit, P296.

Conclusion :

Le marché financier représente l'un des deux circuits de financement de l'économie à côté de l'intermédiation bancaire. Il a pour vocation de mettre en relation directe les demandeurs et les pourvoyeurs de fonds. Son organisation, ses intervenants ainsi que son cadre réglementaire font de lui une industrie de collecte, de transformation et d'allocation de ressources.

Le marché financier favorise la croissance économique et joue un rôle majeur dans l'expansion des activités financières et le renforcement des liens entre la sphère réelle et la sphère financière. Aujourd'hui ses rôles sont beaucoup plus étendus tels :

- La mise en commun des fonds pour entreprendre des projets de grande taille ;
- Subdivision du capital des entreprises permettant aux investisseurs de diversifier leurs investissements ;
- Permet de répartir dans le temps, l'espace ou les secteurs les ressources disponibles ;
- Il fournit des outils de gestion des risques, des informations à bas coût sur les prix, ce qui permet une prise de décisions décentralisées, et il atténue les conflits entre les parties à un contrat.

D'un point de vue conceptuel, le marché financier est d'autant efficace qu'il est liquide, qu'il y a atomisticité, que l'accès à l'information est libre pour tous, que le coût des transactions est faible et que les individus sont rationnels au sein d'un système financier développé et un environnement socio économique stable.

Un marché financier réunit trois types d'opérateurs les hedgers, les spéculateurs et les arbitragistes. Ces trois intervenants sont indispensables pour offrir aux entreprises qui utilisent les marchés financiers les produits de financement et de couverture dont elles ont besoin à des prix normaux.

L'essor des marchés financiers est une réalité de long terme, elle va de pair avec leur globalisation et leur internationalisation. L'économie dans laquelle nous vivons n'est plus une économie d'endettement mais une économie de marché financier caractérisée par l'appel direct des entreprises à l'épargne par émission d'action ou d'obligation. Le marché financier est considéré donc comme un outil de développement des économies.

Les Etats maghrébins semblent aujourd'hui résolument engagés dans la voie de la modernisation de leurs économies, modernisation rendue nécessaire par le contexte de mondialisation ambiant. L'une des voies qu'emprunte ce processus de modernisation est le

CHAPITRE I : CADRE GENERAL DU MARCHE FINANCIER

marché financier qui, outre le fait qu'il soit un instrument de développement des entreprises, impose également aux Etats et aux entreprises tant des obligations morales et déontologique que des contraintes financières et technologiques. Ces exigences, loin de constituer des obstacles, reflètent plutôt l'allure des défis, qui sont ceux des dirigeants maghrébins d'aujourd'hui et de demain, défis qui, du reste, peuvent et doivent être surmontés.

**CHAPITRE II : ÉTUDE
COMPARÉE DE
L'ENVIRONNEMENT
ECONOMIQUE : MAROC,
ALGERIE, TUNISIE**

Introduction :

La déclaration instituant la création de l'Union Maghreb arabe (UMA) a été signée à Marrakech le 17 février 1989. Paraphée par la Mauritanie, la Lybie, la Tunisie, l'Algérie et le Maroc, l'UMA vise à : renforcer les liens de fraternité qui unissent les Etats membres et leurs peuples, réaliser le progrès et la prospérité des sociétés qui les composent et la défense de leurs droits ; contribuer à la préservation de la paix fondée sur la justice et l'équité ; poursuivre une politique commune dans différents domaines et œuvrer progressivement à réaliser la libre circulation des personnes, des services, des marchandises et des capitaux.

L'intégration du Maghreb est une nécessité économique incontournable, vu la concurrence intense que se livrent les différents blocs régionaux.

Depuis plusieurs années, les pays du Maghreb ont entrepris plusieurs réformes visant la libéralisation de leurs économies, la restructuration et la mise à niveau de leurs secteurs financiers avec une attention particulière accordée à la modernisation des marchés financiers, notamment boursiers. Ces derniers sont considérés comme des instruments adéquats pour la réalisation des programmes de privatisation, et la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers l'investissement productif. Ils jouent également un rôle appréciable dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et l'attractivité des capitaux étrangers.

Ce chapitre se propose d'établir une analyse comparative des performances des marchés financiers maghrébins durant ces dernières années, cette comparaison se fera sur l'Algérie le Maroc, la Tunisie. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation préliminaire de la situation économique de ces pays s'avère nécessaire car le niveau de développement du marché financier dans un pays donné est intimement lié à sa situation économique et à l'environnement des affaires, qui y prévaut et ce sera l'objet de ce chapitre.

Section 1 : Situation économique

Jusqu' aux années 80, les pays maghrébins avaient en commun une tradition de forte emprise de l'Etat sur l'économie, notamment, en Algérie où le modèle de développement autocentré avait été adopté. Depuis, ils ont initié un mouvement général d'ouverture et de libéralisation économique à des rythmes plus ou moins différenciés.

Ainsi, le Maroc et la Tunisie ont mis en place le programme d'ajustement structurel (PAS) respectivement en 1983 et 1986 et se sont engagés dans un accord d'association avec l'Union Européenne, respectivement en février 1996 et en mai 1995.

A l'opposé, en Algérie, l'instabilité politique et la guerre civile ont contribué à enrayer le processus de libéralisation économique pendant près de dix années. Le PAS n'a été adopté qu'en 1994 et l'accord d'association avec l'Union Européenne n'a été ratifié qu'en avril 2002.

Aujourd'hui l'approfondissement en cours du processus de libéralisation économique et d'ouverture des économies maghrébines devrait favoriser la convergence de leurs politiques économiques et conforter leur transition vers un système d'économie de marché.

Dans ce sens, les pays maghrébins se sont engagés dans un vaste processus de réformes destinées à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et favoriser le développement de leur secteur privé. Depuis, les indicateurs économiques se sont globalement améliorés, même si des différences marquées persistent au sein de ces trois pays.

1-1\ Croissance du PIB (variation annuelle en %) :¹

Le pourcentage annuel de croissance du PIB aux prix du marché basé sur les devises locales constantes. Les données agrégées sont basées sur les dollars américains constants de 2000.

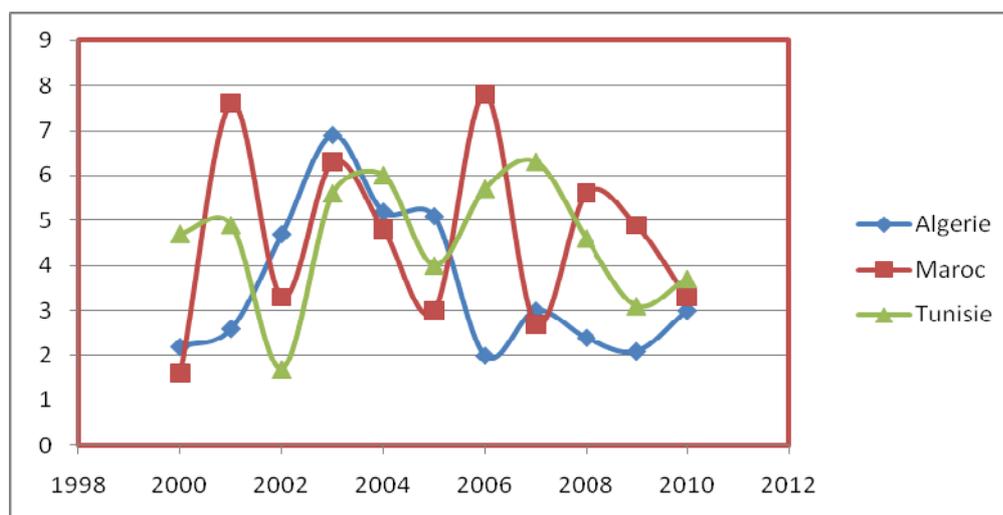
¹ Source : Données sur les comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données sur les comptes nationaux de l'OCDE.

Tableau n°1 : Evolution du PIB

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	2,2	1,6	4,7
2001	1,6	7,6	4,9
2002	4,7	3,3	1,7
2003	6,9	6,3	5,6
2004	5,2	4,8	6
2005	5,1	3	4
2006	2	7,8	5,7
2007	3	2,7	6,3
2008	2,4	5,6	4,6
2009	2	4,9	3,1
2010	3	3,3	3,7
PIB MOYEN	3,56	4,63	4,57

Source : Banque Mondiale

Figure 3 : Evolution du PIB



Source : propre création

Au **Maroc**, la croissance économique est caractérisée par une évolution en dents de scie, marquant des hauts et des bas selon les variations de la production agricole qui a toujours été fort dépendante des conditions climatiques. En conséquence, l'évolution de la croissance est caractérisée par une forte volatilité.

Cette volatilité qui semble être structurelle gêne le bon fonctionnement du processus d'accumulation de la richesse à même de générer la croissance et garantir sa pérennité.

Toutefois, c'est le pays qui enregistre la meilleure performance et cela est dû à la forte reprise du PIB non agricole de 4,5 % en 2010, il a été tiré par la bonne performance des secteurs manufacturiers et a permis de compenser une contraction dans le secteur primaire, la

poursuite de la bonne performance du secteur non-agricole, y compris le secteur touristique, ainsi qu'une bonne récolte céréalière devraient amener la croissance du PIB global en 2011 à environ 4,5 à 5 %.

Malgré son exposition aux mêmes chocs exogène que le Maroc (sécheresse successive, renchérissement des cours pétroliers,...), la **Tunisie** n'est pas loin derrière le Maroc affiche de bonne performances économiques avec un taux de croissance annuel moyen de 4,5 %.

La réalisation d'un tel niveau de croissance, en dépit de la récession mondiale surtout dans la Zone Euro, s'explique par la bonne tenue de la demande intérieure, en particulier la consommation privée et les investissements publics.

Ce taux de croissance moyen est dû aussi à la bonne tenue des performances dans le secteur agricole et à la forte croissance des services, notamment le tourisme : accroissement de la production de céréales qui a atteint 25,3 millions de quintaux en 2010 contre environ 12 millions en 2009 et, un afflux de 7 048 999² touristes en 2008.

La croissance a également été forte dans les industries non manufacturières 3,7% en 2009 contre 0,2% en 2008 en relation avec la reprise enregistrée dans le secteur des hydrocarbures hors raffinage de pétrole (3,5% contre -5,1%)³. En revanche, Le léger recul estimé en 2005, avec un taux de croissance de 4%, s'explique par l'infléchissement des taux de croissance des entreprises manufacturières qui représentent environ 20% du PIB, et par les faibles performances du secteur agricole, dont la part dans le PIB est stabilisée à hauteur de 12%. Les industries manufacturières, affectées par la contraction de la demande extérieure due à la crise mondiale, ont enregistré une baisse de 3,3% en 2009 contre une croissance de 3,5% en 2008. Ce repli a touché les principaux secteurs exportateurs, en particulier les industries mécaniques et électriques (-6% contre 8,4%), le secteur du textile, habillement, cuirs et chaussures (-10% contre -3,1%) et les industries chimiques (-0,9% contre -2,2%)⁴. Cette contre performance est due aussi à la concurrence qui s'intensifie, que ce soit avec les pays de l'Europe de l'Est, ou encore l'Asie, notamment pour le secteur textile dont le repli a persisté avec l'expiration des accords multifibres. Par contre, le secteur des services, qui représente plus de 40% du PIB, a continué sa progression et enregistré un taux de croissance

² « Tunisie année touristique 2008 », BAB NET TUNISIE.

³ Rapport annuel de la Banque Centrale de Tunisie (2009),

⁴ Idem.

moyen d'environ 9%, tiré par les transports et communications, et par la bonne tenue des activités touristiques⁵.

Quant à l'Algérie, le secteur des hydrocarbures constitue la principale source de croissance même si le PIB hors hydrocarbures a connu une bonne évolution au cours des dernières années.

En 2010, outre les hydrocarbures, c'est la réalisation et l'intensification des grands investissements publics, ainsi que la consommation des ménages, qui ont tiré la croissance. Toutefois, la croissance de 3.5 % enregistrée en 2010 reste modérée au regard des potentialités de l'économie algérienne, et insuffisante pour résorber le chômage et atténuer la crise du logement. La croissance du PIB hors hydrocarbures a été de 5.5 % en 2010, en deçà des deux années précédentes (9.3 % en 2009 et 6.1 % en 2008)⁶. Les perspectives de croissance à moyen terme sont encourageantes, mais elles restent soumises aux variations des cours des hydrocarbures. La croissance devrait être soutenue à court terme par :

- i) les effets induits sur le secteur des hydrocarbures d'une reprise de la croissance au niveau mondial, entraînant une hausse du prix du baril favorable à l'Algérie ;
- ii) de fortes dépenses publiques ;
- iii) l'accélération du rythme d'exécution du programme d'investissements publics au titre du plan quinquennal 2010-2014.

Au niveau sectoriel, la croissance a été le fait des bonnes performances du secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP), des services, de l'agriculture et de l'énergie. En 2010, la production agricole a crû de près de 11 %, contre 9.2 % en 2009. Les programmes d'investissements successifs en cours depuis 2004 continuent de dynamiser le secteur du BTP, qui réalise 9 % à 10 % de croissance annuelle. La valeur ajoutée du secteur des hydrocarbures a connu un léger recul en 2010 (baisse de la production en volume), avec des perspectives de reprise en 2011 du fait des prévisions à la hausse de la demande mondiale, de l'effet-prix des exportations d'hydrocarbures, et des projets d'investissement qui devraient contribuer à améliorer la productivité du secteur. L'industrie est restée pratiquement stable en 2010. La production des industries manufacturières, filières stratégiques pour le développement industriel, enregistre des contre-performances, notamment dans les sous-secteurs des textiles et du cuir. En revanche, le secteur des services continue d'afficher une bonne progression d'une année sur l'autre. Avec 26 % de la valeur ajoutée totale en 2009, le

⁵ BAD, Tunisie « document de stratégie pays », P03.

⁶ Office Nationale des Statistiques (O.N.S)

secteur des services marchands demeure le second plus important contributeur à la création de la richesse nationale, et le premier pour la production hors hydrocarbures.

1-2\ RNB par habitant, PPA (en dollars internationaux courants) ⁷

RNB par habitant basé sur les taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA). Le RNB en PPA est le revenu national brut converti en dollars internationaux courants au moyen des taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA).

Les trois pays du Maghreb : l'Algérie, le Maroc et la Tunisie font partie de la catégorie des pays à revenu intermédiaire. La Banque mondiale classant les pays en fonction du revenu et de la richesse de leur population, les pays à revenu intermédiaire sont définis comme ceux dont le revenu par habitant varie de 1.000 à 10.000 dollars, ce qui leur permet de bénéficier des prêts de la BIRD.

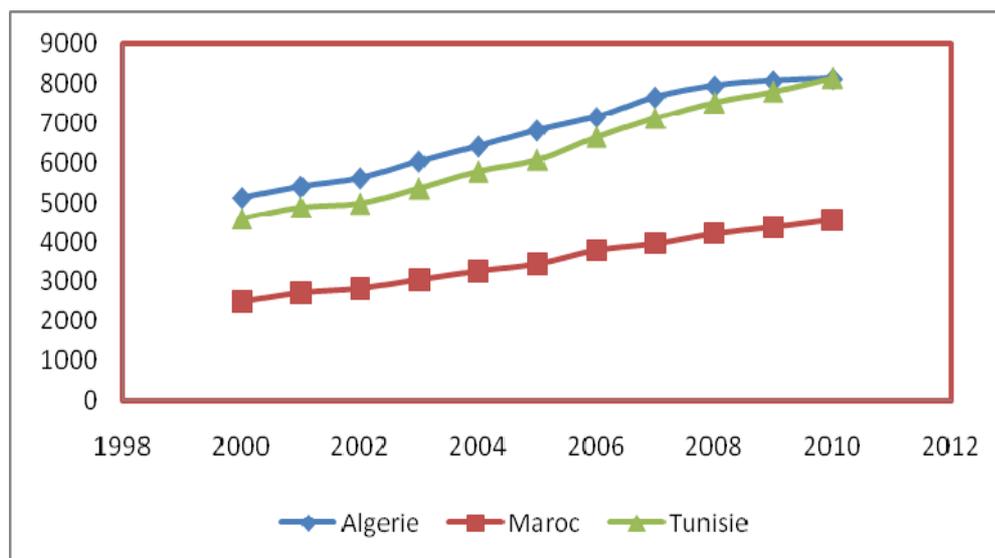
Tableau n°2 : Evolution du RNB par Habitant

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	5130	2510	4600
2001	5410	2730	4890
2002	5620	2840	4990
2003	6040	3060	5370
2004	6420	3270	5790
2005	6820	3450	6080
2006	7160	3790	6650
2007	7670	3960	7130
2008	7950	4210	7530
2009	8080	4380	7800
2010	8130	4560	8140
RNB MOYEN	6766,36	3523,64	6270

Source : Banque Mondiale

⁷ Source : Base de données du programme international de comparaison de la Banque mondiale.

Figure 4 : Evolution du RNB par Habitant



Source : propre création

En **Algérie** le revenu par habitant affiche une nette augmentation à partir des années 2000 comparativement à ses deux pays voisins, la relance budgétaire importante engendrée par la mise en œuvre des programmes de dépenses de l'État financés par la hausse des recettes provenant des hydrocarbures, et l'atténuation sensible des troubles civils explique ce regain en terme de revenus.

Au **Maroc** le revenu par habitant a été multiplié par 2,5% sur les dix dernières années. En dépit des progrès réalisés et des ressources importantes consacrées à la lutte contre la pauvreté et les inégalités sociales, les indicateurs sociaux demeurent globalement faibles au regard de son niveau de revenu, ce dernier enregistre une évolution lente suite à la faiblesse relative du taux de croissance économique conséquence de l'impact négatif des sécheresses successives.

La **Tunisie** enregistre depuis le milieu des années 1990, de bonnes performances économiques, à savoir un taux de croissance annuel moyen supérieur à 4%⁸ et des déséquilibres internes et externes contenus. Dans le même temps, grâce aux succès rencontrés par la politique de planification familiale mise en place, le taux de croissance démographique a été ramené en 2005 à 1,1%. La conjugaison de ces deux phénomènes s'est traduite par une augmentation sensible et continue du revenu par habitant, qui s'établit en 2009 à 7800 dollars. Ces progrès économiques et sociaux de la Tunisie sont le fruit des politiques macroéconomiques prudentes et des réformes structurelles initiées dès le début des années 1990.

⁸ BAD : Document de stratégie pays, Tunisie 2007-2011, p 5

1-3\ Indice de développement humain (IDH) ⁹

Indice composite mesurant le niveau moyen atteint dans trois dimensions essentielles du développement humain : santé et longévité, accès à l'éducation, et niveau de vie décent.

L'IDH représente une volonté de définition plus large du bien-être et fournit une mesure composite de trois dimensions de base du développement humain : la santé, l'éducation et le revenu.

Tableau n°3 : Indice de Développement Humain (1980-2010)

Pays	IDH	Rang
Maroc	0,567	114
Algérie	0,677	84
Tunisie	0,683	81

Source : PNUD

Les trois pays font parti des pays arabes qui ont réalisés les progrès les plus significatifs au cours de la dernière décennie en matière de développement humain.

Le **Maroc** a progressé dans chacun des indicateurs (clignotants) de l'IDH. Entre 1980 et 2010, l'espérance de vie au Maroc à la naissance a accrue de 14 ans, les années moyennes d'études ont augmenté de 3 ans. Le PNB du Maroc par habitant a accru de 86 % pendant la même période.

En **Algérie** l'IDH a été affecté positivement par l'indice d'espérance de vie à la naissance, mais négativement par celui du niveau d'instruction, la valeur de l'espérance de vie est comparable à celle des pays à fort développement humain tels que la Pologne, la Hongrie ou l'Argentine. L'espérance de vie à la naissance comme indicateur de l'état de santé de la population est passée en Algérie de 72,5 ans en 2000 à 72,6 ans en 2009. Les facteurs d'amélioration des IDH en Algérie sont essentiellement relatifs à la baisse de la mortalité infantile et de celle de l'infanto juvénile, toutefois la persistance d'une mortalité néonatale et la baisse insuffisante de la mortalité maternelle encore estimée à 92,6 pour 100.000 naissances.

⁹ Source : Calculés sur les bases de données fournies par le DAES (2009d), Barro et Lee (2010), l'Institut de statistique de l'UNESCO (2010a), la Banque mondiale (2010g) et le FMI (2010a).

La **Tunisie** se place en bonne position, elle enregistre des succès dans les trois dimensions de l'IDH, et l'éducation a fait l'objet de nombreuses mesures politiques. Le taux de scolarisation y a considérablement augmenté, spécialement depuis que le pays a promulgué en 1991 une loi rendant la scolarité obligatoire pendant 10 ans. Le déclin rapide de la fécondité et des taux élevés de vaccination contre la rougeole et la tuberculose représentent cependant des succès dans le domaine de la santé, tout comme l'éradication de la polio, du choléra, de la diphtérie et de la malaria.

Ce progrès n'est pas dû, comme on peut à tort le présumer, aux rentes du pétrole et du gaz, la haute performance des pays maghrébins est largement attribuée aux impressionnantes réformes menées sur le long terme en matière de santé et d'éducation, les dimensions non monétaires de l'IDH.

1-4\ Inflation, prix à la consommation (% annuel) ¹⁰

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation reflète les variations du coût d'un panier de biens et services acheté par le consommateur moyen. Le contenu de ce panier peut être fixe ou être modifié à intervalles réguliers.

Tableau n°4 : Evolution de l'inflation, prix à la consommation

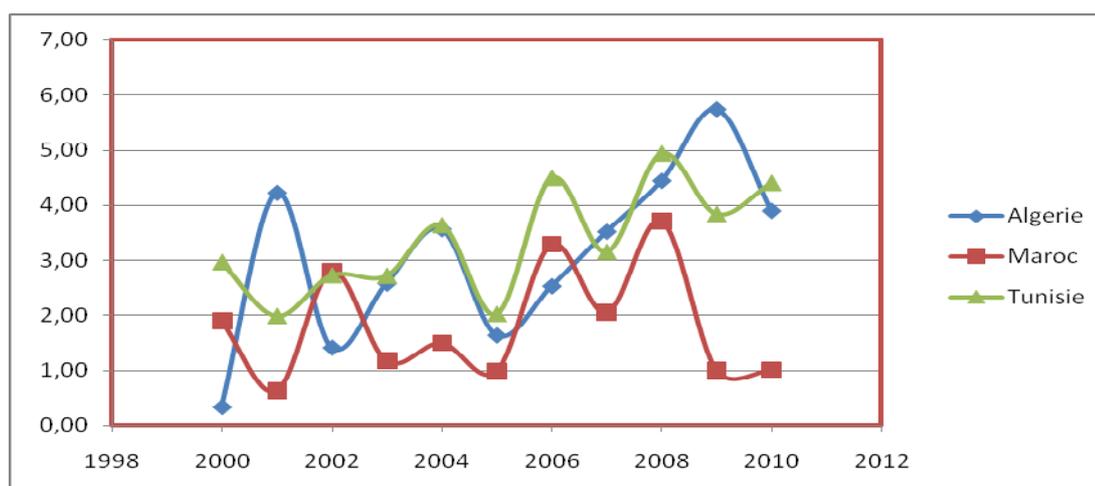
	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	0,34	1,89	2,96
2001	4,23	0,62	1,98
2002	1,42	2,8	2,72
2003	2,58	1,17	2,71
2004	3,57	1,49	3,63
2005	1,64	0,98	2,02
2006	2,53	3,28	4,49
2007	3,52	2,04	3,15
2008	4,44	3,71	4,93
2009	5,74	1	3,83
2010	3,9	1	4,4

Source : Banque Mondiale

¹⁰ Source : Statistiques financières internationales et autres fichiers de données du Fonds monétaire international.

Sources : Indicateurs du développement dans le monde

Figure 5 : Evolution de l'inflation, prix à la consommation



Source : propre création

En **Algérie**, l'évolution des indices des prix à la consommation est favorable situant les taux d'inflation à des niveaux acceptables. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est situé à 3,6% en 2004, à 1,6% en 2005, à 2,5% en 2006 et à 3,5% en 2007. En 2008, ce taux s'est positionné à 4,4%, dans un contexte de renchérissement des prix internationaux des produits de base, d'expansion de la dépense publique d'équipement et de fonctionnement (augmentation des salaires et du pré emploi) et de surliquidités de l'économie. Comparativement à l'inflation mondiale en 2008, le taux d'inflation en Algérie a été circonscrit dans des limites considérées comme acceptables par les institutions financières internationales. Ceci résulte à la fois des politiques monétaire et budgétaire ainsi que du soutien par les pouvoirs publics des prix de certains produits de base et intrants alimentaires. Les raisons de l'inflation peuvent s'expliquer par :

i) La non proportionnalité entre la dépense publique et les impacts économiques et sociaux : 200 milliards de dollars annoncés entre 2004/2009 et 286 milliards de dollars (Mds) entre 2010/2014 dont 130 Mds de restes à réaliser des projets de 2004//2009 pour un taux de croissance ne dépassant pas 2/3 % moyenne 2004/2010. Cela a, évidemment, un impact autant sur le taux d'inflation que sur le taux de chômage réel qui sont largement supérieurs au taux officiels, ainsi l'Algérie dépense deux fois plus pour deux fois moins de résultats (projets mal géré, une gouvernance mitigée ...).

ii) la faiblesse d'une politique salariale cohérente privilégiant les créateurs de valeur ajoutée, le travail et l'intelligence au profit d'emplois rente ce qui fait que la productivité globale est une des plus faible au niveau de la région. Pour preuve le ratio masse salariale sur le PIB pour 2009/2010 est inférieur à 20% contre plus de 45% à la fin des années 1976/1979

contre une moyenne mondiale supérieure à 60% démontrant que les augmentations de salaires pour les secteurs à valeur ajoutée (inclus la santé et l'enseignement) ne sont pas la cause essentielle de l'inflation mais que celle-ci réside plus dans les emplois improductifs.

iii) l'extension de la sphère informelle qui favorise les actions spéculatives est le produit de la bureaucratie et des dysfonctionnements des appareils de l'Etat nourrissent des liens dialectiques entre la sphère informelle et la logique rentière. L'allongement des circuits de commercialisation informels favorisent les rentes de monopoles d'où le contrôle des prix sur essentiellement le détaillant sont – ou seront – de peu d'efficacité, car ils ne s'attaquent pas à l'essence des phénomènes.

iv) l'inflation importée, mais, la question qui se pose est de savoir pourquoi lorsque le taux d'inflation mondial allait vers zéro en 2009 cela n'a profité ni aux producteurs ni aux consommateurs algériens. Le dérapage à la baisse du dinar, a gonflé artificiellement les recettes fiscales (voilant l'importance du déficit budgétaire). Le fonds de régulation des recettes calculés en dinars algériens, les taxes exorbitantes au niveau des douanes qui s'appliquent à un dinar dévalué pour entretenir notamment les couches rentières ont largement contribué à la hausse des prix. Cela renvoie à une économie totalement rentière où 98% des exportations sont le fait d'hydrocarbures et 75% des importations (équipement, matières premières où plus de 80% des entreprises privées et publiques fonctionnent avec des inputs importés) et les biens finaux représentent entre 2009/2010 environ 70/75% de nos besoins.

La **Tunisie** a appliqué à partir de 1993, une politique monétaire déflationniste pour maintenir le taux d'inflation autour de 3%.

L'inflation en Tunisie est d'origine importée, l'influence, d'un côté, des variables monétaires telles que l'offre de monnaie et le taux d'intérêt. Et d'un autre côté, l'influence de variables structurelles telle que le taux du salaire annuel moyen.

Ceci est expliqué par la politique d'indexation du prix sur les salaires et des salaires sur les prix. Les autorités politiques augmentent les salaires pour chaque période de trois ans. Cette augmentation des salaires est suivie par un accroissement plus que proportionnel de l'accroissement du niveau général des prix.

Le **Maroc** a accompli ces dernières années des progrès significatifs dans le domaine économique et financier.

Le rythme des réformes structurelles s'est accéléré et des avancées majeures ont été réalisées au niveau de la stabilité du cadre macroéconomique dont la maîtrise de l'inflation demeure un élément fondamental. En effet, grâce à une politique monétaire prudente réussie, le taux d'inflation a été maîtrisé à des niveaux acceptables. Il a été ramené de 3% en 1996¹¹ à 1,9% en 2000 puis à 0,6% en 2001. Cependant l'année 2010 a été marquée par des tensions inflationnistes caractérisée par une hausse quasi généralisée de tous les produits alimentaires et agricoles, les services et l'habillement, avec un taux moyen de plus de 4%.

Parmi les conditions de ciblage de l'inflation nous citons mise en œuvre :

- Le renforcement et le développement du secteur financier, notamment le marché des capitaux, en vue de rationaliser le système de financement de l'économie et de maintenir la stabilité économique et financière.

1-5\ Chômage, total (% de la population) ¹²

Le chômage fait référence à la part de la population active qui est sans emploi mais qui est disponible pour et à la recherche d'un emploi. Les définitions de la population active et du chômage diffèrent selon le pays.

¹¹ Rapport du Ministère des finances et de la privatisation ; direction de la politique économique générale « opportunité de mise en œuvre d'une politique de ciblage de l'inflation au Maroc » ; Kamal LOUALI p 3, année 2004.

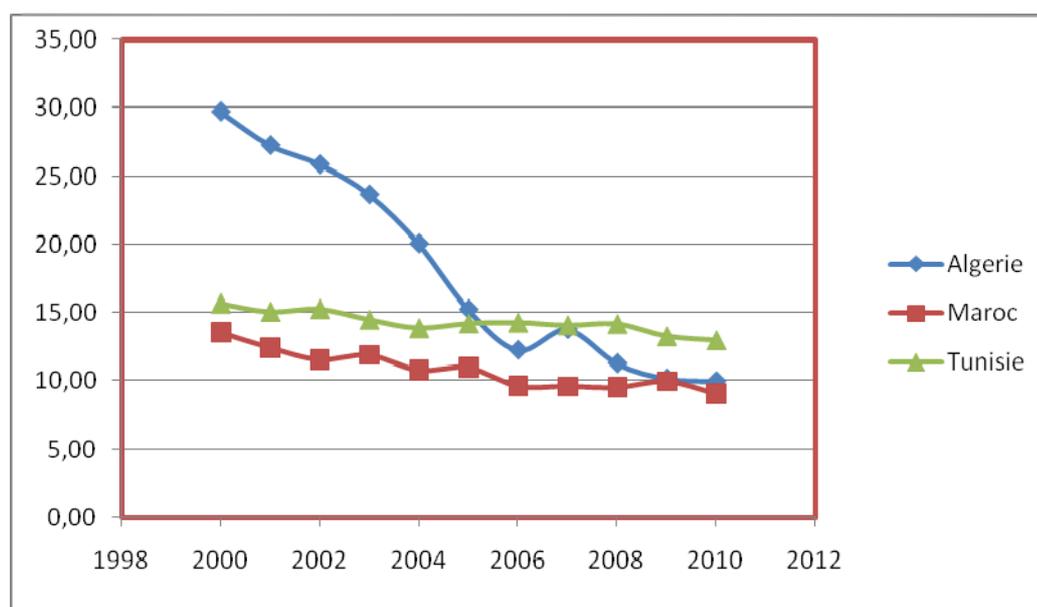
¹² Source : Organisation internationale du Travail, base de données des principaux indicateurs du marché du travail.

Tableau n°5 : Evolution du Chômage

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	29,77	13,6	15,7
2001	27,3	12,46	15,1
2002	25,9	11,59	15,3
2003	23,7	11,92	14,51
2004	20,09	10,83	13,9
2005	15,27	11,01	14,24
2006	12,27	9,67	14,3
2007	13,8	9,65	14,1
2008	11,3	9,57	14,2
2009	10,2	10,01	13,3
2010	10	9,1	13

Source : Banque Mondiale

Figure 6 : Evolution du taux de chômage



Source : propre création

En **Algérie** le taux de chômage total a nettement chuté depuis 2000 il a été réduit de moitié sur cinq ans, passant de 30 % (le taux le plus élevé depuis la fin des années 1980) à 15,3 % en 2005. La croissance économique récente a probablement contribué à la baisse de ce taux, les dépenses de l'État demeurent le moteur principal de la création de postes de travail tel que le lancement des programmes d'insertion sociale et professionnelle (Programmes de travaux d'utilité publique à haute intensité de main d'œuvre, Programme « Blanche Algérie », Programme de pré-emploi, programme des emplois saisonniers d'intérêt local et Programme de réalisation de 100 locaux par commune) ont également connu une

hausse significative durant la période 2007-2008. Ils ont visé, prioritairement, le placement des jeunes primo-demandeurs.

L'emploi dans le secteur de la construction et des travaux publics a connu une croissance régulière depuis 2000 variant de 3 % en 2001 à 8 % en 2004, en raison surtout de la hausse des dépenses publiques en capital financées par les recettes provenant des hydrocarbures.

Par ailleurs, le nombre d'emplois permanents diminue tandis que le nombre d'emplois temporaires augmente, ce qui reflète probablement une participation plus active du secteur privé dans l'évolution du marché du travail.

La croissance de l'Algérie se caractérise par sa forte intensité en main-d'œuvre, ce qui reflète une productivité relativement faible. Toutefois, la réglementation du marché du travail et la fiscalité du travail ne semblent pas poser de problèmes importants en Algérie comparativement à ce qu'on observe dans d'autres pays.

En **Tunisie**, l'emploi est toujours considéré comme une priorité parmi les objectifs des décideurs de politique économique. Le code d'investissement de 1974 lie les avantages accordés au nombre d'emploi créé et non à l'apport en capital comme fut le cas du code de 1969. Le code d'investissement de 1974 prolonge en fait l'orientation de la loi d'avril 1972 portant création d'un régime particulier pour les industries intensives en main d'œuvre et produisant pour l'exportation. Cette orientation va se poursuivre en incitant les entreprises à s'installer dans les zones défavorisées et endiguer l'exode rural. Un code unique est enfin promulgué fin 1993.

Depuis l'adoption du PAS, la Tunisie a enregistré d'importantes performances macro économiques en terme de croissance, d'inflation maîtrisée ... Ces performances contrastent cependant avec un taux de chômage de 13.5%, considéré assez élevé par les décideurs de politique économique. Cette ampleur du chômage s'explique de différentes façons.

Le chômage serait imputé, en Tunisie, à l'imperfection du marché du travail, son ampleur et sa persistance -en dépit des mesures de flexibilité introduites- est, en Tunisie, la résultante de facteurs multiples touchant l'ensemble des marchés. Il y'a, par exemple, de fortes interactions entre le marché du travail et le marché des capitaux, la politique budgétaire, la politique du commerce extérieur. D'une façon générale, tous les instruments de politique économique qui touchent ces variables vont exercer -directement ou indirectement- des incitations positives ou négatives à l'égard de l'emploi.

Le problème du chômage est assez délicat car il concerne une population active sans distinction d'âge qui devient de plus en plus instruite (part de la population active ayant un niveau supérieur passe de 9,5% en 2000 à 15% en 2007).

Au **Maroc**, le chômage de par son ampleur, reste un phénomène plus inquiétant. L'analyse du marché du travail au Maroc révèle l'existence d'un déséquilibre patent quant à l'accès de la femme au marché du travail. Elle révèle également que le chômage touche beaucoup plus les jeunes que les diplômés.

Le chômage au Maroc est la conséquence de l'incapacité de l'appareil productif à absorber les importants flux des jeunes qui arrivent annuellement sur le marché du travail. La croissance est une condition nécessaire à la résorption du chômage, mais elle n'est pas suffisante si elle n'est pas créatrice d'emplois et / ou si elle ne participe pas à la lutte contre les inégalités d'accès au marché du travail.

1-6\ Stocks de la dette extérieure (% du RNB)¹³

Ratio entre le stock de la dette extérieure totale et le revenu intérieur brut.

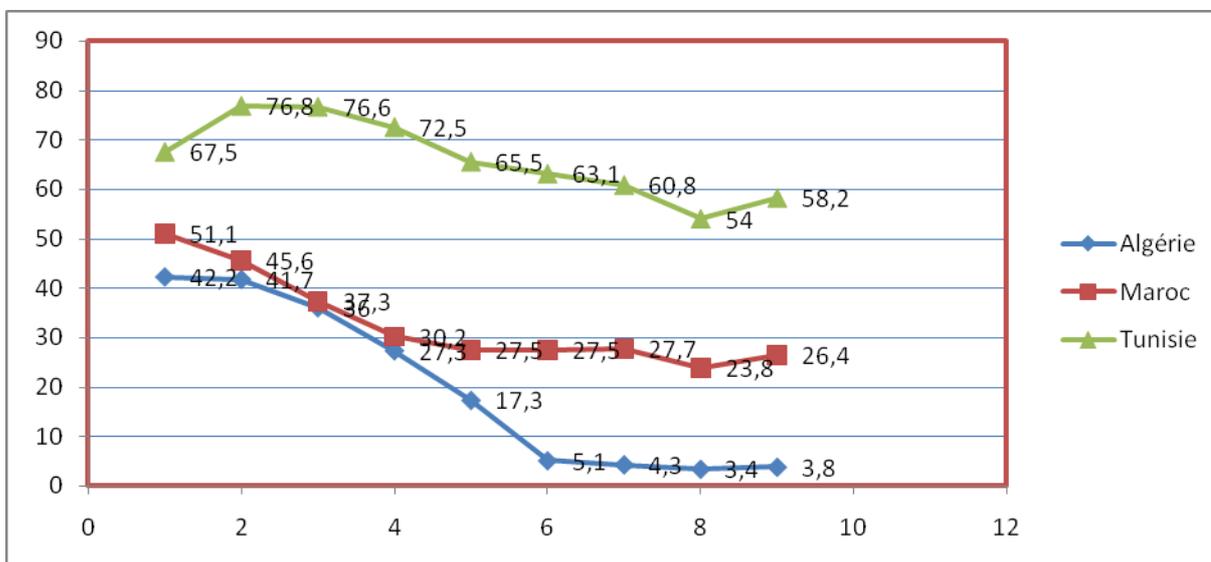
Tableau n°6 : Evolution du stock de la dette extérieure (% du RNB)

	Algérie	Maroc	Tunisie
2001	42,2	51,1	67,5
2002	41,7	45,6	76,8
2003	36	37,3	76,6
2004	27,3	30,2	72,5
2005	17,3	27,5	65,5
2006	5,1	27,5	63,1
2007	4,3	27,7	60,8
2008	3,4	23,8	54
2009	3,8	26,4	58,2

Source : Banque mondiale

¹³ Banque mondiale, Global Development Finance.

Figure 7 : Evolution du stock de la dette extérieure



Source : propre création

C'est dans le domaine des finances publiques et plus précisément dans le domaine de la dette publique que l'Algérie enregistre la meilleure performance grâce à l'amélioration des recettes d'exportation des hydrocarbures et le remboursement anticipé de la dette extérieure qu'elle a permis. Ainsi, l'Etat algérien est le moins endetté de la région comme le montre la figure n°5.

L'Algérie a réglé 16 milliards de dollars entre 2004 et 2006. Le stock de la dette extérieure de l'Algérie s'établit à 7,7 milliards de dollars en 2006, contre 16,4 milliards de dollars à fin 2005.

L'Algérie a remboursé, par anticipation, depuis la signature d'un accord avec le Club de Paris et un autre avec le Club de Londres, une dette de plus de 12 milliards de dollars. Ces 12 milliards de dollars comprennent une dette de 7,9 milliards de dollars auprès du Club de Paris, 800 millions de dollars du Club de Londres, groupe informel de créanciers bancaires privés s'occupant de dettes publiques, des crédits multilatéraux de 4 milliards de dollars contractés auprès de la Banque mondiale et de la Banque africaine de développement. Si l'on tient compte de l'annulation de la dette algérienne auprès de la Russie, estimée à 4,73 milliards de dollars, l'Algérie a réglé globalement entre 2004 et 2006 une dette extérieure de 16 milliards de dollars. Grâce au prix élevé des hydrocarbures dont l'Algérie tire plus de 97% de ses rentrées en devises, ses réserves de change ont augmenté à 174 milliards de dollars.

Au **Maroc** la politique mise en œuvre par le Gouvernement en vue de réduire l'endettement extérieur, notamment la gestion active de la dette, à travers les remboursements anticipés de prêts onéreux et les opérations de conversion de dette en investissements publics et privés, continue à fournir des bons résultats reflétés par la baisse régulière du taux d'endettement extérieur public (qui est passée de 22,2% du PIB en 2005 à 19,9% en 2006) ; quant au taux d'endettement extérieur par rapport aux recettes de la balance des paiements, il est passé de 51% à 43%. La position extérieure demeure solide en dépit de la persistance du creusement du déficit commercial. La dette extérieure est en baisse régulière (2002-2008). Toutefois le ralentissement de la croissance, les tombées d'échéance sur des prêts bancaires et la baisse des activités industrielles pèsent sur l'économie du royaume en 2010 car la dette extérieure publique enregistre une hausse à près de 20 milliards de dollars fin septembre 2010. Pour 2011, la même tendance à l'endettement est prévue, selon lequel le Maroc ne peut dans la conjoncture économique internationale actuelle stopper le cycle de son endettement, au risque de mettre en péril la reprise de la croissance.

L'étude des ces indicateurs, nous renseigne sur les performances enregistré par chaque pays, de plus qu'ils ont une relation étroite avec le niveau de développement de leurs bourses. L'IDH nous renseigne sur le niveau de vie de ces populations et de leurs niveau d'instruction, sachant que la vulgarisation des mécanismes d'une bourse ainsi qu'un tissu productif performant ne peuvent se concrétiser qu'au sein d'une population instruite. D'un autre coté le chômage, l'inflation et le revenu par habitant nous renseignent sur la capacité de la population à dégager une épargne qui servira à financer des investissements. Une inflation volatile est synonyme de taux d'intérêt volatil qui influe sur le niveau des émissions et d'investissements en bourse. De plus la croissance du taux de chômage est de nature à accroître le risque titre du pays et le rend moins attractif pour les investisseurs étrangers. Quant à la croissance économique, elle nous renseigne sur le niveau de productivité et la bonne santé des entreprises, comme il a été dit dans le premier chapitre, il y a un lien de double causalité entre la croissance et le niveau de développement d'un marché financier.

Pour terminer, on remarque après avoir analysé tous ces indicateurs, qu'une évolution positive s'est enregistrée dans ces pays en cette décennie en termes d'IDH, de revenu par habitant. Toutefois, les taux de croissance et d'inflation sont volatils. En termes de croissance, le Maroc enregistre la meilleure performance conjuguée à une inflation plus ou moins maîtrisée.

Section 2 : Climat d'investissement, Privatisation et Réformes des marchés boursiers

L'acte d'investissement est le plus souvent fonction des mesures d'encouragement, des coûts des facteurs et des contraintes d'ordre institutionnel et réglementaire qui conditionne le climat des affaires. En effet, les éléments qui agissent le plus sur la décision d'investissement sont les incitations fiscales, les procédures douanières et fiscales, le comportement de l'administration, la qualité de la justice, le niveau de la corruption, la qualité des systèmes financiers et les législations du travail et de la concurrence.

A cet effet, les pays maghrébins ont adopté des lois sur l'investissement, visant le développement des secteurs clefs et l'encouragement des investissements, notamment étranger. La démarche généralement adoptée par ces pays consiste à stimuler l'investissement par des exemptions fiscales et douanières dans certains secteurs d'activité, créer des organismes de promotion des investissements afin de faciliter la relation entre les investisseurs et l'administration.

Bien que cette stratégie ait rencontré un certain succès, des différences notoires en matière de politique d'attractivité des capitaux étrangers persistent au sein de ces pays.

2-1\ Climat des affaires :

Trois indices synthétiques qui mesurent pour le premier, la compétitivité de l'environnement économique (c'est-à-dire la qualité des facteurs de productions, la demande locale, le contexte concurrentiel et le tissu industriel) ; pour le deuxième, la facilité de faire des affaires (c'est-à-dire la complexité du système fiscal, le degrés de protection des investissements, la facilité de créer une entreprise, de faire du commerce avec l'étranger , d'obtenir des crédit, de recruter et de licencier) ; le troisième indice est celui accordé au secteur privé. Le climat des affaires tel qu'il a été défini sera étudié selon les critères suivants :

2-1-1\ Facilite d'accès aux investissements

C'est la facilité ou la difficulté pour un entrepreneur de démarrer et d'exploiter une petite ou moyenne entreprise conformément à la réglementation en vigueur au moyen d'indicateurs de comparaison.

Tableau n°7 : Facilité d'accès aux investissements (Rang)

	Algérie	Maroc	Tunisie
Facilité de faire des affaires	136	114	55
Création d'entreprise	150	82	48
Obtention des permis de construire	113	98	106
Transfert de propriété	165	124	64
Obtention des prêts	138	89	89
Protection des investisseurs	74	154	74
Paiement des taxes et impôts	168	124	58
Commerce transfrontalier	124	80	30
Exécution des contrats	127	106	78
Fermeture d'entreprises	51	59	37

Source : Doing business 2011

Concernant la facilité d'accès à l'investissement, la **Tunisie** se place en première position par rapport à ses pays voisins dans presque tous les paramètres, c'est ainsi que le code des investissements de 1993 amendé en 1999 prévoit des incitations communes pour tous les investisseurs et des incitations spécifiques pour certains domaines prioritaires. La principale incitation commune est la déduction de l'impôt sur les bénéfices réinvestis à hauteur de 35% des revenus personnels imposables et les bénéfices des sociétés. Les entreprises ont également l'option d'amortir leur capital sur une durée de vie de plus de sept ans selon une formule de solde décroissant plutôt que selon la formule de l'amortissement linéaire. De plus, tout équipement importé pour lequel un équipement similaire n'est pas disponible localement est imposé au taux de 10%. La TVA et la taxe sur les ventes sont suspendues sur l'équipement importé non fabriqué en Tunisie et sur l'équipement acheté localement.

Les incitations spécifiques sont accordées, en particulier, à l'exportation et au développement régional. Depuis 1999, de nouvelles incitations sont prévues pour la PME et les nouveaux entrepreneurs. Remarquons toutefois que les incitations les plus généreuses sont accordées aux entreprises offshores (totalement exportatrices) : exonération pour dix ans de

l'impôt sur les bénéfices après la première transaction à l'exportation, un dégrèvement fiscal de 100% sur les revenus réinvestis.

Différents indicateurs montrent que le **Maroc** occupe une position relativement favorable pour les critères relatifs à la création d'entreprises, d'obtention des permis de construire et du crédit. La mise en place des centres régionaux d'investissement (CRI) et l'office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale (OMPIC) a en effet beaucoup contribué à la facilitation de l'investissement au Maroc. Toutefois, des réformes supplémentaires seraient nécessaires, notamment en matière d'obtention de licences, de paiement des taxes, d'exécution des contrats et de mise en œuvre de la législation du travail.

Le climat des affaires en **Algérie** a connu une évolution "acceptable" ces dernières années cela est dû aux efforts entrepris par l'Etat tels :

Les avantages fiscaux accordés aux investisseurs (régime général, régime dérogatoire) ;

- La levée entière de la contrainte liée au contrôle technique obligatoire sur les marchandises à l'importation ;
- La levée partielle de l'obligation du Credoc et l'interdiction d'exportation de produits céréaliers ;
- L'installation du conseil national de la concurrence, du couloir vert en douane et de la dépénalisation de l'acte de gestion dans les entreprises publiques.

N'empêche que beaucoup de progrès restent encore à accomplir sur le chemin de l'amélioration de l'environnement économique des entreprises.

Les faiblesses portent essentiellement, sur un déficit d'opérationnalité des politiques publiques, l'insensibilité aux surcoûts liés aux déficiences de politiques publiques, le faible intérêt accordé au respect des lois algériennes en vigueur et la prééminence des débats idéologiques sur les réalités concrètes vécues par les producteurs nationaux.

2-1-2\ Procédures de démarrage (nombre) et temps nécessaire pour enregistrer une entreprise ¹⁴

Les procédures de démarrage sont celles qui sont nécessaires pour créer une entreprise, notamment les interactions pour obtenir les permis et licences requis et pour compléter toutes les inscriptions, vérifications et publications d'avis nécessaires

¹⁴ Source : Banque mondiale, Le projet Doing Business (<http://français.doingbusiness.org/>).

Sources Indicateurs du développement dans le monde

Tableau n°8 : Procédures de démarrage (nombre)

	Algérie	Maroc	Tunisie
2003	14	11	10
2004	14	6	10
2005	14	6	10
2006	14	6	10
2007	14	6	10
2008	14	6	10
2009	14	6	10
2010	14	6	10

Source : Banque mondiale

Le temps nécessaire pour créer une entreprise est le nombre de jours calendaires requis pour remplir toutes les procédures permettant d'exploiter en toute légalité une entreprise.

Tableau n°9 : Temps nécessaire pour enregistrer une entreprise (jours)

	Algérie	Maroc	Tunisie
2003	24	36	11
2004	24	12	11
2005	24	12	11
2006	24	12	11
2007	24	12	11
2008	24	12	11
2009	24	12	11
2010	24	12	11

Source : Banque mondiale

L'Algérie a, certes, réduit le nombre de jours nécessaires pour démarrer une affaire mais les contraintes qui bloquent l'investissement demeurent toujours.

Le nombre de procédures reste élevé et ces dernières exigent beaucoup de temps et d'argent, en Algérie, le démarrage d'une entreprise nouvelle requiert 14 procédures, 27,3% du revenu

par habitant et 24 jours, alors que la Tunisie s'en tire également assez bien pour ce qui est du classement par coût de ces opérations en pourcentage du revenu par habitant avec 8,3%.

En effet, en 2004 pour lancer des affaires en Algérie, il faut passer par 18 étapes, plus de 29 jours en moyenne. Au Maroc et en Tunisie, le nombre de procédures n'est respectivement que de 6 et 10. 11 jours seulement sont requis pour la création d'une entreprise au Maroc et 12 en Tunisie. L'immatriculation d'une nouvelle entreprise (l'enregistrement de la propriété) en Algérie prend plus de 50 jours et nécessite 16 procédures. Le respect des contrats est essentiel pour permettre aux entreprises de trouver de nouveaux emprunteurs, clients ou partenaires. Il appartient aux tribunaux de faire respecter les contrats passés. Or, dans ces pays, les tribunaux sont lents, inefficaces, voire corrompus.

Pour le cas algérien, la Banque mondiale parle de 49 procédures, des contrats sont jugés complexes. Une réglementation lourde s'associe généralement à une plus grande inefficacité des institutions publiques, longs retards, coûts élevés et peu de productivité et d'investissement. La difficulté d'obtenir des crédits. Ce qui veut dire que la réglementation algérienne n'est pas conçue pour favoriser les transactions de crédit. En matière de mise en faillite, en Algérie, les procédures sont jugées trop longues.

2-1-3\ Nouvelles entreprises enregistrées (nombre)

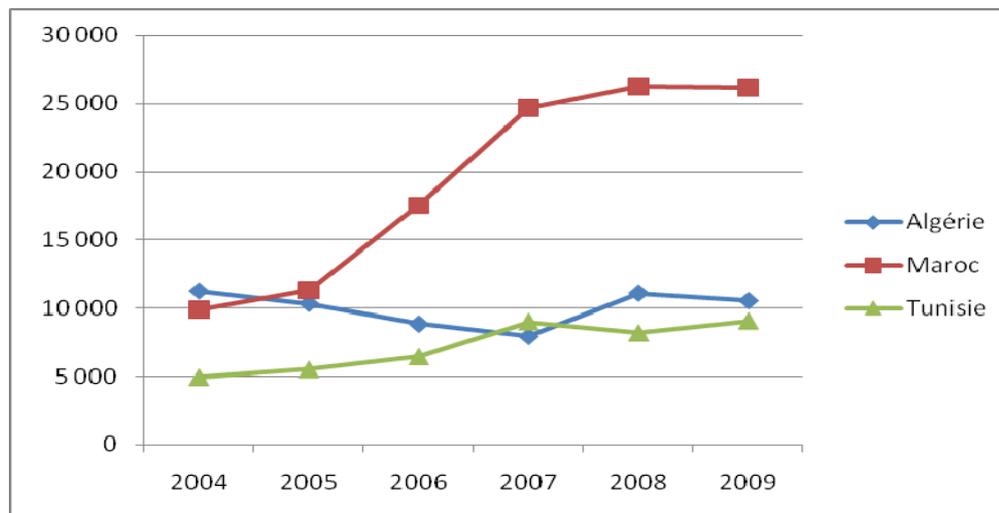
Les nouvelles entreprises inscrites désignent le nombre de nouvelles entreprises définies comme étant enregistrées pendant l'année en cours.

Tableau n°10 : Nouvelles entreprises enregistrées (nombre)

	Algérie	Maroc	Tunisie
2004	11 252	9 852	4 917
2005	10 346	11 292	5 491
2006	8 839	17 523	6 441
2007	7 932	24 676	9 034
2008	11 097	26 280	8 214
2009	10 544	26 166	9 079

Source : Banque Mondiale

Figure 8 : Evolution du nombre des nouvelles entreprises créées



Source : propre création

L'**Algérie** se place en deuxième position après le Maroc en termes de nombre d'entreprises créées. On remarque une évolution soutenue du nombre d'entreprises créées à partir de 2004, cela est dû aux nouvelles réformes économiques engagées à partir de 2000 touchant la promotion de l'investissement accompagnées des dispositifs de soutien à la création des micros entreprises (ANSEJ, ANGEM, CNAC), ces financements ont été rendu possible grâce à l'envolée des cours de pétrole.

En 2007, le nombre d'entreprises opérant en Algérie a atteint 320 000 entreprises dont beaucoup sont des PME, alors qu'on devait être une population de 800 000 à 1000 000 d'entreprises vu l'ampleur de la richesse, la superficie et la démographie. Le refus des banques d'accorder des crédits est la cause principale du blocage et du développement des PME en Algérie, une banque qui financera spécialement les PME-PMI devrait être créée pour faciliter la naissance d'entreprises, comme on le voit chez nos voisins du Maroc et de la Tunisie. De plus la faible performance du système financier qui exerce ce blocage au quotidien envers de jeunes promoteurs porteurs d'un projet ajoutons à cela, les retards accumulés en matière d'infrastructures de base au niveau des différentes régions du pays, qui agissent comme un facteur défavorable à l'investissement et qui freinent la volonté des opérateurs d'investir dans le marché algérien.

En **Tunisie**, la dynamique de création d'entreprises s'est bien maintenue durant l'année 2009, nonobstant la frilosité de l'investissement dans le bassin méditerranéen et le ralentissement général observé en Europe et dans la région. Les multiples initiatives engagées,

notamment, les mesures fiscales incitatives et l'assouplissement des procédures ont ainsi démontré leur efficacité dans une conjoncture particulièrement hostile.

La Tunisie continue à faire preuve d'esprit d'initiative et entretient une âme d'entrepreneur, pro-actif et habile à détecter les bons créneaux.

Le dispositif de modernisation mis en place (PMI) et d'aide à l'innovation et à l'exportation, offrent à l'entreprise naissante un soutien précieux et lui permet de croître à pas sûrs.

Le **Maroc**, se situe en première position en termes de création d'entreprises. Le nombre d'entreprises et de commerces nouveaux lancés au Maroc entre 2003 et 2004 s'est accru de 21%, à la faveur de la simplification des procédures d'investissement et de privatisation (télécommunications) qui ont permis de drainer un afflux important d'IDE sous forme de Fusions –Acquisitions ajouté à cela les transferts des immigrés via le projet FACE MAROC, « *Faciliter la Création d'Entreprises au Maroc* » pour aider les immigrés à entreprendre et investir dans leur pays d'origine.

Ce sont 28 840 nouvelles entreprises qui ont été créées en 2010, soit une hausse de 3,6% par rapport à 2009¹⁵. Mais la structure de ces créations reste toujours la même : prédominance de la Sarl (société à responsabilité limitée) avec 58% des créations et de la Sarl à associé unique (39%), pour ce qui est de la forme juridique et du secteur tertiaire, pour le domaine d'activité, plus de 90% de ces créations ont en effet choisi d'opérer dans le secteur tertiaire : 32% dans le commerce, 30,8% dans les services et 27,7% dans le BTP et les activités immobilières. Dans l'industrie, les créations représentent 6,3%, en hausse de 9,5% par rapport à 2009. Et cette configuration (forme juridique et secteur d'activité) est quasiment la même depuis longtemps.

Cela confirme la tertiarisation de l'économie marocaine. Pour l'heure, la richesse produite provient pour quelque 55% des services et près de 6% du BTP ; l'industrie, l'énergie et les mines n'y contribuant que pour 20% environ.

Toutefois, si on compare le nombre d'entreprises créées à la démographie de chacun de ces pays la Tunisie se place en première position.

¹⁵ Office marocain de la propriété industrielle et commerciale, <http://www.lavieeco.com/actualite/28-840-entreprises-creees-en-2010-3.6--5455.html>

2-2\ Flux des investissements directs à l'étranger

Les investissements directs à l'étranger, ou investissements directs étrangers (IDE en abrégé, traduction de l'acronyme anglais *FDI* pour *Foreign Direct Investment*), également appelés investissements directs internationaux (IDI) par l'OCDE, sont les mouvements internationaux de capitaux réalisés en vue de créer, développer ou maintenir une filiale à l'étranger et/ou d'exercer le contrôle (ou une influence significative) sur la gestion d'une entreprise étrangère

Tableau n°11 : Flux d'investissements directs à l'étranger

Unité : Milliards de dollars

Pays	2009	2010
ALGERIE	21.03	17.34
MAROC	44.75	42.58
TUNISIE	33.56	31.86

Source : CIA WOLRD FACTBOOK

Les annonces d'investissements directs étrangers dans les pays du Maghreb reprennent en apparence de la couleur après une mauvaise année 2009. Mais contrairement à l'est de la méditerranée où les annonces IDE et leurs montants augmentent, le Maghreb est marqué par une chute sensible des montants en jeu. Les montants annoncés ne dépassent pas les 3 milliards d'euros en 2010 alors que le montant annuel moyen des IDE était depuis 2003 de plus de 8 milliards. Tous les pays maghrébins sont logés à la même enseigne en termes de baisse des montants d'investissements. La Tunisie a mis en avant 92 annonces d'investissements au cours des trois premiers trimestres 2010 contre 78 pour toute l'année 2009. La hausse pour le Maroc peut être qualifiée de sensible. L'Algérie enregistre un recul, une contre performance de - 25%. L'Algérie est le seul pays MED où la baisse du nombre de projets d'investissement se double d'une diminution du nombre de partenariats, en l'occurrence très marquée : seulement 8 projets détectés en 9 mois contre 35 en 2009, cela est probablement imputable à :

i) L'adoption de nouvelles mesures contraignantes pour les investisseurs étrangers, et au flou relatif qui a prévalu quant à leur possible caractère rétroactif ;

ii) la mesure de recadrage des investissements étrangers et du commerce extérieur décidé par le gouvernement algérien (caractère obligatoire du Credoc, la règle de 51/49%) ont

eu impact sur le comportement des investisseurs qui ont pris une position d'attente pour voir dans quelles conditions ils peuvent venir investir en Algérie.

Le tableau n°11 montre la prédominance des flux d'IDE au Maroc, en raison de l'essor important du processus de privatisation et de la conversion de la dette extérieure en investissement. Le programme de privatisations lancé en 1992 a engendré des entrées d'IDE significatives. Ces privatisations ont en outre généré des recettes publiques importantes qui ont permis de financer une partie des importantes réformes structurelles engagées.

Du point de vue des réformes structurelles, une attention particulière a été portée à l'amélioration de l'environnement des affaires en vue d'augmenter l'attractivité du territoire marocain pour les IDE. Un effort de modernisation du système financier a été engagé puisque l'encadrement du crédit a été supprimé en 1991, et le Dirham a été rendu convertible en 1993 en même temps que l'environnement bancaire a été modernisé. Le Maroc a également assaini ses comptes publics et modernisé son administration et a procédé à une réforme du système fiscal.

Concernant l'ensemble de ces mesures incitatives la Tunisie n'est pas en reste. Depuis plusieurs années, les IDE enregistrent une évolution importante et représentent ainsi, près de 10% des investissements productifs, génèrent le tiers des exportations et 1/6 du total des emplois. Près de 2900 entreprises¹⁶ à participation étrangère sont implantées sur le territoire tunisien. Elles y trouvent des ressources humaines qualifiées, des procédures administratives simplifiées, une législation favorable à l'investissement privé, un accès privilégié à la majorité des marchés euro méditerranéens, une assistance personnalisée et une infrastructure fonctionnelle favorable en amélioration constante. Le gouvernement de ce pays a été particulièrement actif pour encourager les investisseurs étrangers à s'implanter en offrant des primes à l'investissement substantiel, celles-ci sont essentiellement distribuées aux investissements à vocation exportatrice. Les filiales implantées sont, par exemple, entièrement exemptées de l'impôt sur le revenu pendant les dix premières années d'activité suivie d'une réduction de 50 % de l'impôt sur le revenu pour les cinq années suivantes. Les investisseurs étrangers peuvent réaliser des augmentations de capital de 100% sans autorisation préalables. Le Code d'Investissement unique institué en 1994 offre, ainsi, des incitations fiscales aux investisseurs avec des formalités bureaucratiques simplifiées dans une seule agence, le « guichet unique ». Le tourisme et certains services implantés dans des zones de développement régionales reçoivent des subventions d'investissement de 7 % du montant du projet, une

¹⁶ Le ministère de la coopération internationale, Tunisie

participation d'État pour les dépenses d'infrastructure et une prise en charge totale des cotisations sociales patronales.

Toutefois, malgré ces réformes et ces incitations la part des IDE dans le Maghreb reste maigre par rapport à l'IDE mondial.

Hormis le Maroc et dans une moindre mesure la Tunisie, les facteurs qui handicapent l'attractivité des IDE peuvent être regroupés en trois grandes composantes. La première est d'ordre institutionnel et a trait à l'environnement des affaires, généralement caractérisé par la lourdeur administrative et par la déficience des institutions nationales, particuliers de l'appareil légal et judiciaire et le faible niveau de développement des infrastructures.

La seconde contrainte est d'ordre économique et financier : tel que la croissance économique, qui est globalement en dessous des performances moyennes des pays en voie de développement en raison principalement de la sécheresse endémique et de l'instabilité politique et sociale. De plus, la petite taille des marchés Maghrébins ainsi que l'absence d'une intégration régionale entre ces pays pèse également sur l'attractivité des IDE. Non moins important, dans l'ensemble de ces pays, les marchés financiers apportent peu de soutien à l'investissement productif, tandis que les systèmes bancaires sont faiblement concurrentiels.

Enfin, la faiblesse de l'attractivité financière est liée à une contrainte d'ordre social, notamment en termes de qualité de la main d'œuvre et de la réglementation du marché de travail. Parallèlement, en termes de stabilité sociale le taux de croissance moyen du PIB par habitant demeure faible et contraste avec les bons résultats affichés par les pays émergents qui ont réussi leur intégration à l'économie mondiale (exp: CHINE).

2.3\ La privatisation

L'une des principales préoccupations de cette fin de siècle, réside dans la reconsidération du rôle de l'Etat dans la sphère économique.

Longtemps perçu comme porteur de progrès social, l'Etat, est considéré aujourd'hui comme un handicap et un obstacle au développement et à la croissance économique.

Dés le début des années 70, sous l'effet du ralentissement de la croissance, de la recrudescence du chômage et de l'accélération de l'inflation, un mouvement de libéralisme foncièrement opposé à l'interventionnisme de l'Etat s'est répandu en Europe.

Cette opposition envers toute intervention de la part de l'Etat, renforcée par l'effondrement du bloc des pays de l'Est et la mondialisation de l'économie s'est étendue petit à petit jusqu'à gagner les pays à orientation socialiste où les contre-performances des entreprises publiques, le déficit budgétaire et l'aggravation de l'endettement ont inévitablement contraint ces derniers à négocier un programme d'ajustement structurel avec les institutions internationales à savoir la Banque Mondiale et le Fonds Monétaire International et se sont engagés à mettre en œuvre des mesures économiques et financières ayant pour but de réduire le rôle de l'Etat dans la sphère économique et de promouvoir la liberté de l'entreprise.

Les pays maghrébins n'ont donc naturellement pas échappé à ce mouvement et ont entamé un programme de réformes visant à définir les fondements d'une nouvelle économie ; l'économie de marché basée sur le dynamisme du secteur privé et le désengagement de l'Etat de la gestion directe de l'économie.

La privatisation est un élément fondamental d'une politique de relance et doit être au cœur de la nouvelle politique économique pour des raisons essentielles, à savoir sa contribution à :

- *La Réduction du déficit budgétaire* : Les privatisations ont un effet positif sur le budget de l'Etat ; d'une part elles réduisent les subventions, les recapitalisations et les aides financières diverses accordées aux entreprises publiques et donc consolider l'équilibre des finances publiques et d'autre part leur cession permet à l'Etat d'encaisser de l'argent ;
- *L'Amélioration de l'efficacité économique des entreprises* : L'amélioration du rendement de l'économie nationale est l'objectif de la plupart des programmes de privatisation, il tire sa logique du fait que l'entreprise privée recèle en elle une capacité à être plus efficiente que l'entreprise publique, en favorisant l'émergence de structures concurrentielles, de nouveaux comportements fondés sur le risque et une nouvelle culture managériale de l'entreprise et, de ce fait augmenter le nombre d'entreprises éligibles à l'introduction en Bourse;
- *L'Attraction des capitaux étrangers* : L'investissement étranger présente de nombreux avantages ; il permet entre autre, de pallier l'insuffisance de la capacité nationale d'investissement sur le plan financier et managérial, mais aussi un apport de technologie et de savoir faire qui manque cruellement aux entreprises publiques ;

- Décentralisation de l'économie et élargissement de la propriété des actifs productifs ;
- Le Soutien au développement du marché des capitaux (par l'émission et la vente d'actions) ;
- L'Amélioration de la compétitivité et la modernisation des places financières ;
- La réduction de l'interférence du gouvernement dans l'économie ;...

La notion de privatisation se distingue d'un pays à l'autre, en effet «la privatisation est synonyme de restructuration (Tunisie), d'autonomie (Algérie), de transfert (Maroc) ». ¹⁷

Afin de s'arrimer au train de l'économie mondiale et de se mettre au niveau des exigences internationales, les autorités publiques de ces trois pays maghrébins ont engagé les réformes économiques indispensables à cette nouvelle orientation, la privatisation étant l'un des aspects les plus clairement annoncés, plus qu'un choix délibéré s'est imposée comme une alternative raisonnable.

Dans le souci de dynamisation de leurs marchés financiers, les pays Maghrébins ont procédé à des privatisations de leurs entreprises en faisant appel à la bourse.

Ce vaste programme de privatisation engagé au début des années 90 a contribué de manière significative à approfondir le marché boursier marocain et tunisien.

En effet, la mise en œuvre d'un programme de privatisation exerce un effet d'entraînement important sur le marché financier, effet d'entraînement qui se traduit par les facteurs essentiels suivants :

- La privatisation fait connaître la bourse,
- La privatisation alimente le marché,
- La privatisation accentue la réforme du marché financier.

En outre, l'existence d'une bourse efficiente facilite et permet la cession des sociétés privatisables dans des conditions relativement avantageuses, elle facilite également la privatisation en mobilisant l'épargne qu'elle canalise.

¹⁷ N.E.Sadi, La privatisation des entreprises publiques en Algérie, l'Harmattan, Paris, 2005, p 69 IN A.Bouachic, Les privatisations au Maroc, Marrocco printing and publishin.co, p 252.

Au Maroc, les jalons de la politique de désengagement de l'Etat ont été établis depuis 1989 avec la promulgation de la loi n° 39-89¹⁸ autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé. Les opérations de privatisation ont effectivement commencé en 1993. Ce processus a contribué à la redynamisation de la Bourse des valeurs de Casablanca. En effet, la privatisation a constitué un facteur essentiel de la croissance de la place Casablancaise. Depuis 1989, année coïncidant avec la première privatisation par le marché, la capitalisation boursière a été multipliée par plus de 83 fois, passant de 5 milliards de DH à 417 milliards de DH à fin 2006. Les sociétés privatisées pèsent pour plus de la moitié sur le marché de Casablanca. On remarque, également, une forte corrélation entre l'amélioration des indicateurs boursiers et le rythme des privatisations. Plusieurs cotations en Bourse sont l'issue des opérations de privatisation¹⁹. Le bilan de privatisation fin 2005 affiche 70 sociétés totalement ou partiellement privatisées²⁰ été cédées depuis 1993. Ces privatisations ont permis de dégager un total de recettes cumulées de plus de 77 milliards de dirhams²¹, dont 16% réalisées par offre publique de vente (OPV) à la bourse des valeurs (contre 54% par appel d'offres et 29% par attribution directe). La part des OPV à la Bourse de Casablanca dans les recettes de privatisation, à fin 2005, reste limitée comparativement à celle observée en Egypte (68%), mais demeure supérieure à celle réalisée en Tunisie (4,5%). Les OPV en bourse, comme mode de transfert des entreprises publiques, restent également faibles en Tunisie. Elles représentaient, au 10 avril 2006, à peine 4,5% des recettes de privatisations et 7% des entreprises privatisées (12 entités sur un total de 197).

A noter qu'entre 1993 et 2007 au Maroc le nombre de privatisation s'est évalué à 76 dont 14 effectuées via la bourse, ces introductions ont amélioré la liquidité et la profondeur du marché financier créant des conditions attrayantes pour les investisseurs et favorisant le développement de professions et d'activités nouvelles (banques d'affaires, OPCVM, sociétés de bourse...). Sur le plan du renforcement de l'actionnariat populaire, la participation du public et des salariés aux opérations de privatisation, notamment celles faisant l'objet d'appel public à l'épargne, sont aussi un motif de fierté. Les privatisations suscitent toujours l'engouement du public qui souscrit plusieurs fois les titres mis en vente. Ainsi, la bourse a

¹⁸ Royaume du Maroc, « impact de la privatisation sur l'investissement u Maroc », Rapport de la Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation, P 02.

¹⁹ Royaume du Maroc, « Analyse des performances des marchés boursiers des pays signataires de l'Accord d'Agadir », Rapport de la Direction des Etudes et des prévisions financières, P 16.

²⁰ Idem

²¹ Au Maroc, plus de 80% des recettes de privatisation à fin 2005 ont été réalisées par les investisseurs étrangers (75% par les français). En Tunisie, la participation étrangère est estimée à 75% du programme de privatisation.

connu de 10.000 à 20.000 souscripteurs pour les premières opérations, puis 50.000 pour la BMCE, la SNI et la SAMIR, alors que le record a été enregistré avec l'introduction de 14,9% du capital de Maroc Telecom en 2004, qui a connu 130.000 souscripteurs.

En Tunisie, Depuis 1987, le programme de privatisation ne cesse d'enregistrer des performances remarquables, se distinguant par 3 phases principales: La première, de 1987 à 1994, a concerné des entreprises à structure financière déséquilibrée ; La deuxième, de 1994 à 1997, a ciblé la réforme économique et l'instauration d'un cadre juridique et institutionnel adéquat alors que la troisième, déclenché depuis 1998, a favorisé l'intégration de grandes sociétés (cimenteries...) avec, en appui, le recours aux banques conseils et à des techniques plus élaborées.

Depuis le lancement du programme de privatisation fin 1987 jusqu'à 2009, le gouvernement tunisien a engrangé 5963 millions de dinars, bilan de 217 opérations de privatisation d'entreprises publiques ou semi-publiques Ces opérations ont rapporté au trésor public quelque 6,013 milliards de dinars²².

Parmi les 217 opérations de privatisation et de restructuration réalisées figurent 114 privatisations totales (53 % du total) et 41 opérations de liquidation (19 %). Les opérations de concession ne concernaient que 5 entreprises, soit 2 % du total. Les investissements étrangers représentent la part du lion des recettes de privatisations et restructurations avec un taux de 87 %, soit 5181 MDT.

Le secteur des services domine la recette de la privatisation tunisienne avec 81,6 % du total. Il est suivi par le secteur industriel (surtout les industries des matériaux de construction, des céramiques et du verre) avec 17,7 % générant 1055 MDT. Quant au secteur agricole, ce dernier n'a permis d'acquérir que 41 MDT.

Le désengagement de l'Etat des secteurs productifs tunisien, a entraîné une modernisation des techniques de production ainsi que des procédures de gestion des entreprises transférées au secteur privé. De plus, ce processus a donné un incontestable coup de fouet à l'investissement direct étranger et raffermi l'intérêt que portent les investisseurs étrangers à l'économie tunisienne.

La privatisation via la BVMT a réalisé, globalement, les objectifs qui lui sont confiés par les autorités publiques et qui ont visé trois volets fondamentaux :

- *La bourse* : ceci s'est traduit par l'effet positif qu'ont joué les Epr sur les capitalisations boursières et les indices de rendement de la BVMT : TUNIDEX et l'indice BVMT.

²² http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=519&a=17765&temp=1&lang=&w=

- *L'entreprise* : Les Epr ont connu dès leurs introductions en bourse une amélioration de leurs rentabilités financières et de leurs rendements globaux. D'ailleurs, parmi les quatre meilleures sociétés au niveau de rendement global enregistré après introduction en bourse trois sont des Epr. Cette expansion s'est répercuté sur les actionnaires qui, dans la majorité des cas, ont connu une rémunération de plus en plus importante de leurs actions ou à la limite une stagnation. Les cas de baisse de dividende, sont dus aux stratégies des entreprises et ne signifient en aucun cas sa faillite ou sa difficulté financière. En effet, elles ont essayé d'atteindre des objectifs d'expansion de leurs activités, de développement et parfois d'allègement de leurs endettements.

- *L'Etat et le public* : La privatisation via la bourse a permis de réaliser certains objectif qui sont souvent recherchés par les décideurs tel que la promotion de l'actionnariat populaire et la mobilisation de l'épargne nationale. Ces objectifs ont connu, dans le cas tunisien, les meilleurs succès toutes les fois qu'un noyau d' «actionnaires entrepreneurs » a été construits. Ceci, constitue certes une révolution au niveau de la culture de l'épargnant. Ce dernier commence à quitter son domaine d'investissement traditionnel (placement bancaire, investissement dans les logements) pour participer à l'achat, au contrôle et même à la prise de décisions au sein des entreprises privatisées.

Cependant, un tel dynamisme ne doit pas voiler certaines réalités concernant essentiellement la qualité des EPr qui s'est concentrée sur les entreprises les plus rentables et efficaces de l'économie du fait que la majorité évoluait dans des structures de marchés monopolistiques ou quasi monopolistiques. Pour les autres privatisations médiatisées par la bourse les ventes n'étaient pas toujours sans risque et certaines difficultés sont apparues. Mais d'une façon générale et vue toutes les contraintes qui caractérisent la Tunisie et un marché boursier émergent comme la BVMT nous pouvons dire que la privatisation a créé un dynamisme boursier et a permis à ce marché de devenir plus attractif et plus apte à traiter des volumes de capitaux de plus en plus important.

En Algérie, les premières dispositions concernant la privatisation ont été promulguées en 1994. Depuis certaines confusions et contradictions caractérisent les textes qui y sont relatives. Le processus d'élaboration du dispositif s'est déroulé en trois étapes :

Première étape : l'article 24 de la loi de finance complémentaire de 1994, autorisait la cession des actifs isolés des entreprises publiques à des personnes physiques ou morales. L'article 25, quant à lui autorise la cession partielle du capital de l'entreprise.

Ces deux articles sont venus répondre aux pressions exercées par les institutions internationales, cette étape a connu quelques tentatives isolées et n'a pas connu de suite.

Deuxième étape : cette étape concerne la promulgation de l'ordonnance 95-22 qui a vocation à s'appliquer à toute les formes de privatisation qu'elles soient totales ou partielles.

Cette ordonnance a connu un échec total du à son incompatibilité avec les réformes économiques engagées depuis 1994, et a fait l'objet d'un amendement en 1997 dans le sens d'un élargissement notamment aux salariés des entreprises à privatiser.

Troisième étape : le 20 Août 2001, fut promulguée l'ordonnance n°1-04 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques. Elle a introduit également l'augmentation de capital comme technique de privatisation.

Ce nouveau dispositif a permis d'apporter plusieurs innovations et de combler plusieurs insuffisances qui ont entravées le bon déroulement des programmes de privatisation.

L'article 26 de la loi 01-04 les classe comme suit : «les modalités de cession peuvent s'effectuer par le recours aux mécanismes du marché financier (par introduction en bourse ou par offre publique de vente à prix fixe), soit par appel d'offres, soit par la procédure de gré à gré ».

Le résultat de ce processus de réformes engagées a permis depuis la promulgation de la loi 01-04 du 20/8/2001 relative à la privatisation des entreprises publiques, d'enregistrer 458 opérations de privatisation. Alors que 89 opérations seulement ont été réalisées entre les exercices 2001 et 2004, une progression rapide a été enregistrée entre les exercices 2003 et 2007 ou il a été constaté 113 opérations en 2005 et 116 en 2006²³. Ainsi entre 2003 et 2008 453 opérations de privatisation ont été opérées soit par appel d'offre ou de gré à gré²⁴ :

- 210 Privatisations totales ;
- 34 privatisations partielles (>50%) ;
- 13 privatisations partielles (<50%) ;
- 76 reprises par les salariés (RES) ;
- 30 partenariats (joint-ventures) ;
- 90 cessions d'actifs à des repreneurs privés.

Le recours au mécanisme de la Bourse a été retenu comme mode de privatisation avec la promulgation de l'ordonnance 95-22. Ce n'est que quelques années plus tard, et plus

²³ Synthèse du rapport de l'Algérie sur l'état de mise en œuvre du programme d'action en matière de gouvernance, novembre 2008. P 20.

²⁴ KPMG ALGERIE, Guide Investir en Algérie, 2011, P38 ; Ministère de l'industrie et de la promotion des investissements : http://www.mipi.dz/index_fr.php?page=priv&titre=priv5.

particulièrement en 1998, que l'Etat a procédé à la première opération de privatisation partielle par le canal du marché financier, de l'entreprise d'industrie alimentaire ERIAD-Sétif, qui a fait l'objet d'une augmentation de son capital à hauteur de 20 %. S'en est suivie celle de l'entreprise de production pharmaceutique SAIDAL par une offre publique de vente à prix fixe portant sur 20 % de son capital social.

Ainsi que celle de l'entreprise de gestion de l'hôtel El AURASSI, qui a fait l'objet d'une ouverture de capital à hauteur de 20 % par la procédure d'offre publique de vente à prix fixe. Comparativement au nombre d'entreprises privatisées, celles ayant transité via le marché boursier sont insignifiantes, ne représentant que 0,6%. Ce qui revient de dire que la privatisation en Algérie n'a pas contribué à la dynamisation du marché boursier comme c'est le cas au Maroc et en Tunisie.

2.4\ Réformes des marchés boursiers

Les pays maghrébins se sont engagés, à des degrés variables, dans un processus de réformes visant à créer les conditions favorables au développement des marchés financiers. Ce processus a concerné aussi bien le cadre légal et réglementaire des marchés que leur ouverture aux capitaux étrangers.

2.4.1\ Réformes légales et réglementaire :

Les réformes légales et réglementaires et l'établissement des organes de régulation visent l'amélioration de la transparence et la sécurité des opérations boursières, ce qui constitue une condition nécessaire pour leur développement. Toutefois, le rythme et la profondeur de ces réformes diffèrent d'un pays à l'autre.

La bourse de Tunisie, a connu deux grandes réformes depuis sa création : une première réforme qui a démarré en 1988 dans le but de mettre en place un cadre juridique moderne permettant au marché financier de mieux contribuer au financement de l'économie et la deuxième réforme a été adoptée fin 1994 et elle est venue compléter celle de 1988, avec la promulgation de la loi de novembre 1994 portant sur la réorganisation du marché financier tunisien, cette dite lois, amendée en 1999, régissant les marchés financiers, a dotée la bourse de Tunis (BVMT) de bases modernes de fonctionnement et a confié au conseil de marché boursier financier des pouvoirs de supervision et de sanction (voir partie II).

A l'instar de ce pays, plusieurs réformes ont été lancées au Maroc dès 1993. Celles-ci visent à doter le pays d'une infrastructure boursière moderne, favorisant l'encouragement du financement direct de l'économie marocaine, à travers le renforcement de

la transparence du marché et la protection des épargnants et des investisseurs. Ces réformes²⁵ ont porté notamment sur :

- L'adoption en 1993 de trois lois relatives respectivement à la réorganisation de la bourse des valeurs et aux intermédiaires, à la création d'un conseil Déontologique des valeurs mobilières (CDVM), et à la mise en place du cadre juridique pour la création des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
- La transformation en 1995 de la bourse de Casablanca en une entité privée, avec la création de la société de la bourse des valeurs de Casablanca (SBVC) dont le capital est détenue à part égale par les Sociétés de Bourse.
- La création en 1997 d'un dépositaire central et l'instauration d'un régime de dématérialisation des titres pour faciliter leur conversion et leur circulation. En Mai 2001, la réduction du délai de dénouement théorique des opérations boursières de j+5 à j+3 avec la mise en place d'un système de garanti de bonne fin en 2003.
- Le lancement en 2002 de deux indices boursier (MASI et MADEX), et l'adoption en 2004 d'une nouvelle méthodologie de calcul de ces indices, basée sur le principe du flottant.
- En 2004, les lois adoptées en 1993 ont été amendé afin de répondre au développement de la Bourse de Casablanca. Ces amendements ont porté sur l'élargissement des pouvoirs du CDVM en matière de contrôle et d'investissement et la réorganisation de la place Casablancaise en cinq compartiments afin de renforcer la lisibilité des investisseurs et assouplir les conditions d'accès à la cote, durant la même année, un texte de loi régissant les offres publiques d'achat, de vente ou d'échange des actions, a été promulgué. En 2005, de nouveaux critères de séjour à la cote ont été mis en œuvre.

La Bourse d'Alger, dont l'entité opérationnelle est la Société de gestion des valeurs mobilières (SGBV), a été lancée en 1999. L'autorité de régulation est la Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), opérationnelle depuis 1996.

La modernisation et la dématérialisation des titres ont conduit l'autorité du marché à promouvoir la création d'un dépositaire central des titres géré par une société par actions dénommée «Algérie clearing» qui a été créée en 2002, est entrée en activité en 2004 et dont les actionnaires sont les banques.

²⁵ Royaume du Maroc, Ope Citée, P05

En plus des dispositions législatives contenues dans la loi boursière, la COSOB a édicté une réglementation substantielle pour réguler le marché boursier dans toutes ses composantes (appel public à l'épargne, statut des intermédiaires en opérations de Bourse, statut des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières — Sicav et FCP — statut des émetteurs, l'information financière obligatoire et périodique, le dépositaire central, les comptes- conservation des titres, etc.).

2.4.2\ Incitations fiscales.

Les marchés boursiers maghrébins bénéficient d'une fiscalité relativement avantageuse, comme le montrent les exonérations des impôts sur les dividendes ainsi que sur les plus-values.

En Tunisie, la fiscalité sur les dividendes et les plus-values sur la cession d'actions des sociétés cotées est la même pour tous, quel que soit le statut de l'actionnaire, personne physique ou morale. Elles sont ainsi exonérées de l'impôt sur les revenus des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés.

D'autre part, les provisions pour dépréciation des actions cotées en bourse sont déductibles de l'impôt sur les sociétés et ce, dans la limite de 30% du bénéfice imposable.

Il faut noter enfin qu'un avantage fiscal est prévu par la loi sous la forme d'un abattement de 35% à 100% des bénéfices ou des revenus imposables pour la souscription au capital initial ou à l'augmentation de capital des sociétés suivantes :

- les entreprises exportatrices
- les entreprises du secteur informatique
- les entreprises implantées dans les zones de développement régional ou dans les zones économiques franches.

Concernant les titres de créances, Les intérêts sont soumis à une fiscalité en tant que revenus des capitaux mobiliers. Cette fiscalité prend la forme d'une retenue à la source.

- Pour les personnes morales, la retenue à la source est de 20% imputable sur l'impôt sur les sociétés.
- En revanche, cette retenue à la source est libératoire pour les personnes morales exonérées de l'impôt sur les sociétés comme les SICAV.

- Pour les personnes physiques, la retenue à la source est également de 20%. Néanmoins, les intérêts des obligations sont avec ceux des autres formes d'épargne, déductibles de l'assiette de l'impôt sur le revenu dans la limite d'un plafond annuel de 1500 ²⁶ dinars.

Au Maroc pour encourager l'introduction de nouvelles sociétés en bourse, un abattement de 25% de l'impôt sur les sociétés (IS) pendant 5ans a été instauré par la loi de finance 2001. En cas d'introduction accompagnée d'une augmentation de capital d'au moins 20%, un abattement de 50% de l'IS est prévu²⁷. Instituées à l'origine pour une durée de 3ans, ces mesures ont été reconduites jusqu'au 31 décembre 2006 (lois de finances 2004).

Par ailleurs le Maroc a instauré un régime fiscal favorable à l'investissement dans les valeurs mobilières. Il s'agit notamment de l'exonération des plus-values réalisées par les non résidents sur les cessions de valeurs mobilières cotées en bourse de Casablanca. Pour les personnes physiques résidentes, la taxe sur les profits de Cessions des valeurs mobilières (TPCVM) a été introduite en janvier 2006, après quatre ans d'exonération (lois de finances 2006). De son côté, le régime des abattements applicable en la matière aux personnes morales résidentes a été reconduit pour une période de deux ans supplémentaire (jusqu'au 31 décembre 2007).

La loi de finance 2011²⁸ prévoit que les sociétés qui introduisent leurs titres à la bourse des valeurs bénéficient d'une réduction au titre de l'impôt sur les sociétés de :

- 25% pour les sociétés qui introduisent leurs titres de capital en bourse par ouverture de leur capital par la cession d'actions existantes ;
- 50% pour les sociétés qui introduisent leurs titres de capital en bourse avec une augmentation d'au moins 20% de leur capital, avec abandon du droit préférentiel de souscription. Ces titres sont destinés à être diffusés dans le public concomitamment à l'introduction en bourse de ces sociétés.

Cette mesure n'est pas applicable aux établissements de crédit, aux entreprises d'assurance, de réassurance et de capitalisation, aux sociétés concessionnaires de services publics et aux sociétés dont le capital est détenu totalement ou partiellement par l'Etat.

²⁶ Source : www.bvmt.com.tn

²⁷ Toutefois, les mesures envisagées ne concernent pas les sociétés privatisables et les sociétés financières.

²⁸ DIRECTION GÉNÉRALE DES IMPÔTS, Guide des impôts Dispositif d'incitations fiscales, Maroc Edition 2011, p20.

Ces réductions en faveur des entreprises qui s'introduisent en bourse, apportées par la loi de finances pour l'année 2004 sont prorogées jusqu'au 31 décembre 2012.

- Report des moins-values résultant des cessions de valeurs mobilières sur une période de quatre ans au lieu d'une année à l'instar du report déficitaire en matière de revenus professionnels ;
- Exonération de l'abondement dans la limite de 10% du prix de cession des souscriptions ou rachat d'actions (stocks options) et réduction de la période d'indisponibilité de 5 à 3 ans à compter de la date de la levée de l'option.

Dans le cas algérien des avantages fiscaux favorables relatifs aux revenus des capitaux mobiliers sont accordés et qui sont mentionnées ci-après :

- Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), pour une période de cinq (5) ans à compter du 1^{er} janvier 2008, les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés cotés en bourse ainsi que ceux des actions ou parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.
- Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), les produits et les plus-values de cession des obligations, titres assimilés et obligations assimilées du Trésor cotés en bourse ou négociés sur un marché organisé, d'une échéance minimale de cinq (5) ans émis au cours d'une période de cinq (5) ans à compter du 1er janvier 2008. Cette exonération porte sur toute la durée de validité du titre émis au cours de cette période.
- Sont exemptées des droits d'enregistrement, pour une période de cinq (5) ans, à compter du 1er janvier 2008, les opérations portant sur des valeurs mobilières cotées en bourse ou négociées sur un marché organisé.

Dans la suite de ces mesures, de nouvelles dispositions incitatives ont été prises récemment par la loi de finances pour 2010 afin de développer le marché et les opérations de bourses. Ainsi, outre le fait que sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés réalisés dans le cadre d'une opération d'introduction à la bourse, ces opérations sont aussi exemptées des droits d'enregistrement.

2.4.3\ Ouverture aux capitaux étrangers :

Les pays maghrébins ont opté pour une ouverture graduelle de leurs marchés boursiers aux investisseurs étrangers, en ligne avec la convertibilité de leurs comptes courants ainsi que la libéralisation d'une partie de leur compte capital.

Bien que le marché boursier marocain soit très ancien, son ouverture aux capitaux étrangers est relativement récente. Cette ouverture est consécutive à une refonte de textes qui élargit les possibilités d'intervention du capital étranger.

- Pas de restriction à l'accès au marché
- Rapatriement sans restriction du capital et des revenus d'investissement.

La Bourse de Casablanca a entamé sa libéralisation dès 1988, suivi DES années plus tard par la Tunisie en 1995, néanmoins, l'acquisition d'actions de sociétés cotées

La Bourse de Casablanca a entamé sa libéralisation dès 1988, suivi DES années plus tard par la Tunisie en 1995, néanmoins, l'acquisition d'actions de sociétés cotées à la Bourse de Tunis par des investisseurs étrangers est soumise à une autorisation préalable du conseil du marché financier si elle dépasse le seuil de 49% de la capitalisation boursière. Le marché marocain est également le premier du groupe à avoir été coté à l'American Depository Receipt, en Avril 1996, suivi de la Tunisie en 1998. Par ailleurs, le marché de Casablanca est représenté dans les principaux indices boursiers émergents tel le « MSCI EM Index » et le « S&P/IFCG», il est également présent dans le « S&P/IFCI » qui regroupe 22 pays émergents considérés comme relativement ouvert à l'investissement étranger.

-La participation étrangère à la Bourse de Casablanca :

La place Casablancaise a pu être séduisante pour les investisseurs étrangers car selon les statistiques de la CDVM, leurs placement ressortent à 24MDS de DH à fin 2006 soit 37,8% d'évolution par rapport à 2005, la quasi-totalité soit 99% de ces fonds sont détenus par des personnes morales principalement françaises. La part de ces dernières dans les IDE de la place est passée de 77% en 2006 à 74,2% en 2007 et ce, en raison de l'augmentation de la part des personnes morales espagnoles non résidentes de 6,7% à 9%.

Depuis le début de la crise financière internationale la participation étrangère à la Bourse de Casablanca est restée quasiment stable. Malgré le climat d'incertitude entourant l'impact de la crise sur les résultats des sociétés cotées, il n'y a pas eu de désengagement de la part des

investisseurs étrangers en 2009 dans la mesure où la participation étrangère demeure essentiellement à caractère stratégique.

Les personnes morales étrangères non résidentes continuent de représenter la quasi-totalité de l'investissement étranger en actions cotées avec un montant de 143 milliards de DH. La part des marocains résidents à l'Etranger (MRE) a quant à elle continué d'augmenter pour s'établir à 400 millions de DH contre 382 millions de DH en 2008 et ce, malgré les mauvaises performances du marché boursier enregistrées en 2009, prouvant encore une fois la confiance qu'ils ont en le potentiel des entreprises de leur pays.

-La participation étrangère à la bourse de Tunis :

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, suscite un intérêt croissant parmi les investisseurs étrangers –dont en particulier les fonds- depuis le début de la décennie en cours.

La part de la participation des étrangers dans la capitalisation boursière en Tunisie s'évalue successivement à : 27,62% (2006), 28% (2007), 24,74%(2008), 21,92% (2009), 20,15%(2010).²⁹

Toutefois cette participation reste limitée par rapport à celle enregistrée au marché Marocain qui est de l'ordre de : 29,8% en 2006, 25,42% en 2007, 28,5% en 2008, 29,69% en 2009.³⁰

Le nombre de titres détenus par les étrangers à la bourse de Tunis a enregistré une hausse de 118% en 2006 due principalement à d'importants achats de compagnies aériennes tels que *Tunis Air* (dont la participation étrangère est passée de 12,45% en 2006 contre 6,91 en 2005) et *Karthago Airlines* (dont la participation est passée de 29,10% en 2006 contre 16,67% en 2005) et bancaires (BIAT) dont la participation est passée de 12,95% en 2006 contre 9,48 en 2005, ³¹etc.

La part des investisseurs étranger à la bourse de Tunis s'est stabilisée à 28,2% en 2006, soit +0,6% par rapport à 2005³².

En somme, les privatisations et les investissements étrangers ont permis d'élargir le marché et de dynamiser les bourses des valeurs de la Tunisie et du Maroc. Toutefois, les programmes de privatisation en cours semblent venir à terme. Ceci est d'autant plus

²⁹ Bourse de Tunis ; *Rapport Annuel 2010*, P26

³⁰ <http://www.maroc212.com/IED-a-la-Bourse-de-Casablanca.html>

³¹ Guide investir au Maroc, Investissements Directs Etrangers dans le monde et au Maroc, 2007 P 37

³² Idem 38

préoccupant que les entreprises européennes, certes premiers investisseurs dans la région, ont poursuivi leurs stratégies d'acquisitions transfrontalières dans d'autres régions telles que l'Asie, l'Europe Centrale et l'Amérique du Sud.

Face à cette situation, les deux pays devraient explorer d'autres facteurs d'attractivité des investisseurs nationaux et étrangers, et poursuivre la consolidation du cadre juridique et réglementaire, pour que les opérations de privatisation se réalisent dans des conditions de rigueur et de transparence, et aussi de profiter des crises actuelles afin d'attirer des flux d'investissements étrangers notamment en provenance des pays du Golf et constituer ainsi une bourse refuge pour les pétro dollars.

-La participation étrangère à la bourse d'Alger :

Le marché boursier est aussi bien ouvert aux résidents qu'aux non-résidents. Pour les investisseurs étrangers, la Banque d'Algérie a promulgué un règlement n° 2000-04 relatif aux mouvements des capitaux au titre des investissements de portefeuille des non-résidents qui autorise ces derniers à acheter librement des valeurs mobilières cotées.

L'article 4 de ce règlement garantit le transfert des revenus (dividendes et intérêts) produits par les investissements de portefeuille des non-résidents.

Dans les conditions actuelles du marché boursier algérien aucun investisseur étranger n'est tenté d'en prendre part. En effet, le non développement du marché financier algérien qui a du mal à attirer les entreprises nationales a beaucoup à parcourir pour arriver à capter des capitaux étrangers.

2.5\ L'épargne et système financier :

Un système financier peut être considéré comme étant fonctionnel pour le développement économique, lorsque celui-ci contribue à accroître l'utilisation des ressources existantes de manière dynamique.

D'après les analyses traditionnelles du lien entre la finance et le développement économique, l'épargne est la pré-condition de l'investissement productif.

Afin que le marché financier puisse exercer sa fonction première d'allocation des ressources aux emplois les plus productifs, il faudrait qu'il existe au préalable une épargne suffisante et que cette dernière transite par le circuit officiel (banque, assurance, trésor et bourse). Car lorsque, le rendement dans le secteur informel est plus important, l'épargne aura tendance à se diriger vers ce secteur au détriment du marché boursier.

Ainsi l'expansion du marché financier est tributaire à moyen et long terme du développement de l'épargne.

-Epargne brute (% PIB) :

L'épargne brute est calculée comme étant le revenu national brut moins la consommation totale plus les transferts nets.

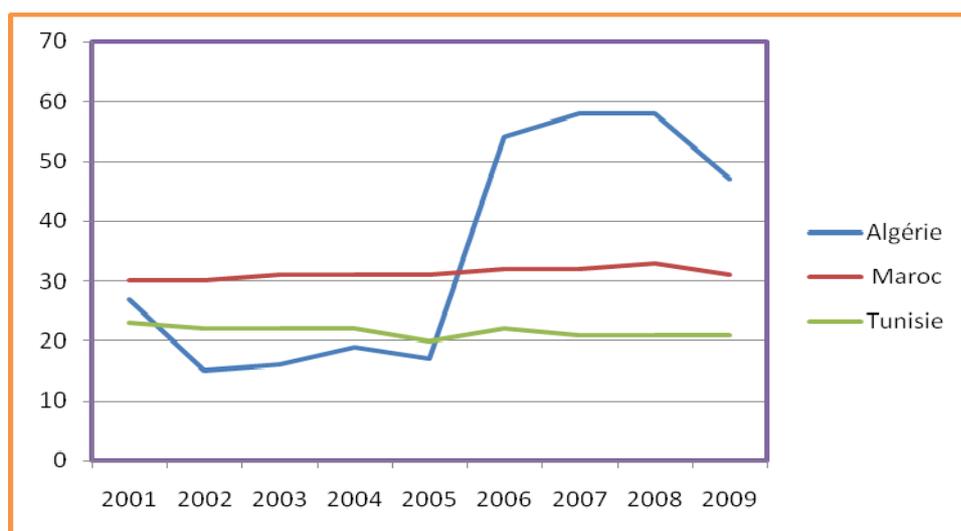
Il existe cinq types d'épargnant en dehors des administrations : les institutionnels, les ménages, les entreprises, les transferts des immigrants, les investisseurs étrangers.

Tableau 12 : Evolution de l'Epargne Brute (% PIB)

	Algérie	Maroc	Tunisie
2001	27	30	23
2002	15	30	22
2003	16	31	22
2004	19	31	22
2005	17	31	20
2006	54	32	22
2007	58	32	21
2008	58	33	21
2009	47	31	21

Source : Banque Mondiale

Figure 9 : Evolution de l'Epargne Brute (%PIB)



Source : propre création

Le tableau N°12 démontre que le niveau de l'épargne intérieure dans les trois pays est assez important en Algérie, suivant une évolution stationnaire pour le Maroc et la Tunisie, concernant l'Algérie cette évolution a pris des proportions importantes à partir de 2006 consécutivement à la croissance du revenu national brut tiré par une hausse importante des prix des hydrocarbures.

En principe cette épargne devrait être suffisante pour le financement des investissements nécessaires pour une croissance soutenue, pour ce faire, elle devrait transiter via le circuit officiel tel que la Bourse.

Contrairement à l'Algérie, En Tunisie et au Maroc, les taux d'intérêt restent sous contrôle dans le but de financer le déficit budgétaire et ce, grâce à la position dominante de l'Etat dans le secteur bancaire. Cela entraîne une diminution de l'épargne expliquée du fait que, les ménages ont accès facilement aux crédits bancaires, donc ils peuvent facilement consommer aujourd'hui, en dépassent leur revenu grâce à l'emprunt bancaire. Par conséquent, l'épargne stagne.

Toutefois cette épargne est constituée d'une épargne financière essentiellement liquide et à court terme, Cette structure ne favorise pas le financement des investissements productifs à long terme. En effet, la bonne règle financière veut que les investissements longs soient financés par des ressources longues. Les banques peuvent, jusqu'à concurrence de certaines limites, transformer les ressources courtes en emplois longs, mais pas pour des durées de 10 à 20 ans qui constituent les maturités nécessaires aux investissements d'infrastructure.

L'épargne financière dans ces pays est en majorité détenue par le système bancaire au détriment des autres organismes financiers tels que les compagnies d'assurance et les caisses de retraite et les fonds de pension sachant que ces institutionnels ont un rôle fondamental dans la dynamisation de la bourse.

En effet, les institutionnels drainent de l'épargne publique, mais cette épargne est immobilisée et n'est pas exigible immédiatement comme les sommes en dépôt sur les comptes à vue. D'autre part les organismes en question ont généralement une obligation réglementaire ou contractuelle ou statutaire de faire fructifier cette épargne afin de pouvoir verser dans le cas des compagnies d'assurance les indemnités, dans le cas des fonds de pension les retraites à leurs souscripteurs.

Au lieu de distribuer du crédit comme les banques, les investisseurs institutionnels achètent les titres actions ou obligations sur le marché primaire et secondaire et de ce fait vont canaliser l'épargne vers la bourse et contribuer à son dynamisme.

Le marché des assurances au Maghreb :

Le marché des assurances au Maroc, en Algérie et en Tunisie a connu une hausse de 1,7% en 2010.

Le Maroc occupe la deuxième place derrière l'Afrique du Sud avec la moitié du marché maghrébin. Néanmoins, le secteur reste confronté à d'importants défis : libéralisation, concentration, assurance maladie obligatoire. La proportion de personnes couvertes par des polices d'assurance ne serait que de 3%, c'est dire les perspectives d'avenir... Avec une prime moyenne par individu à 58\$ en 2009.

Quant à la Tunisie et l'Algérie, cette prime est successivement de 70\$ et 23,35\$ en 2009. En ce qui concerne la proportion de personnes couvertes par une police d'assurance est de l'ordre de 1,9% en Tunisie et 0,7% en Algérie en 2009. Ce qui place l'Algérie en troisième position avec un marché des assurances et de réassurance composé de seize sociétés : sept sociétés publiques (74% du marché), sept sociétés privées (20% du marché) et deux mutuelles.

Cependant, l'année 2010 a été caractérisée par un renversement de situation, Le marché algérien a atteint 1 milliard de primes avec une prépondérance pour l'assurance automobile. La Tunisie, qui a le taux de dépense d'assurance le plus élevée par habitant, se situe à la troisième place, cela est dû à la transition politique à l'œuvre en Tunisie qui met la croissance du marché domestique de l'assurance en suspend. Le chiffre d'affaires 2010 de l'assurance dans le Maghreb est estimé à 3,4 Md€. Ce total masque de fortes disparités. Le Maroc affiche 1,9 Md€, tandis que l'Algérie n'enregistre que 900 M€ et la Tunisie avec 576 M€. Avec une population quasi identique à celle de l'Algérie, le marché marocain de l'assurance fait preuve d'avantage de maturité que celui de ses voisins, où les acteurs restent plus concentrés et où le marché est encore balbutiant. L'Algérie, par exemple, dominée par les entreprises publiques, laisse peu de place aux capitaux étrangers, qui ne peuvent pas disposer de la majorité dans les sociétés.

Selon Standard et Poor's, Le Maghreb devient une terre d'opportunités tant qu'il est sous-équipé en couverture assurantielle. Les opérateurs mondiaux le savent et commencent à y déployer leurs filiales. Les grands acteurs français, favorisés par une langue commune, n'hésitent plus à franchir la Méditerranée. Dernières entrées en date : Axa et la Macif en Algérie. En juin 2011.

Pour palier à l'insuffisance de l'épargne longue il faudrait développer le secteur des assurances qui ne revêt pas de caractère obligatoire contrairement les caisses de retraite.

Ce que l'on peut constater de ce qui vient d'être cité, est que le secteur des assurances dans ces pays n'est pas assez important pour être en mesure d'absorber et d'exploiter les capacités du marché de l'épargne Maghrébin. Pour remédier à cette situation il faudrait d'une part poursuivre l'assainissement du secteur des assurances :

- Identifier les besoins des clients ;
- Cerner les changements de l'environnement ;
- Adapter les produits existants ;
- Lancer de nouveaux produits.

D'autre part il faudrait mettre en exergue les produits de la banque assurance.

Une autre source de financement peut être envisageable et qui permettrait d'accroître d'avantage le volume de l'épargne à savoir :

-L'argent des migrants : en termes quantitatifs, les transferts issus de l'immigration méditerranéenne demeurent difficiles à cerner, ceci tant dans les pays d'accueil que dans les pays d'origine : aucune structure propre n'ayant, par exemple, été mise en place pour recueillir ces fonds en Algérie pour qui, il est reconnu que la majorité des flux emprunte les canaux informels et de ce fait, les statistiques officielles ne représentent qu'une petite part du total des flux.

Il faut noter que les chiffres les plus disponibles et les plus fiables restent essentiellement ceux du Maroc, l'un des pays les mieux organisés au monde sans doute à cet égard : près de 4 milliards d'euros de transferts par an depuis 5 ans, dont plus de la moitié viennent de France ; dont 4,274 Mds € en 2006, dont 2,974 Mds via les banques³³. Ces flux représentent :

- 21,6% des recettes courantes de la balance des paiements marocaine;
- plus de 50% des recettes d'exportation ;
- un revenu supérieur à celui du tourisme ou des phosphates

Au total, il semble qu'il faut parler d'un flux annuel de 10 Mds € entre l'Europe et les trois pays du Maghreb, alors que de nouveaux pays d'envoi apparaissent et prennent une place de plus en plus importante, comme les pays du Golfe et le CANADA .En France, les transferts

³³ Source : Office des changes du Maroc.

sont le fait d'au moins 41% des migrants, qui font transiter de 15% à 25% de leur revenu en moyenne, à travers 8,4 envois par an. Les foyers destinataires reçoivent en moyenne 2 470 € par an.

La croissance de ces transferts s'explique c'est que l'argent n'est plus uniquement envoyé au pays pour le soutien familial. Il y est investi et épargné par les immigrés qui tentent de profiter du différentiel de pouvoir d'achat qui existe entre les deux rives de la Méditerranée

La communauté des Tunisiens résidant à l'étranger a transféré 1669 millions de dollars (année 2007) selon le dernier rapport de la banque mondiale (Migration and Remittances) ces transferts constituent la quatrième source de devises. Les tunisiens arrivent 3ème dans la région après l'Algérie avec 2906 millions de dollars et le Maroc qui s'accapare la première place avec 5700 millions de dollars.

Cela permet ainsi d'envisager que le développement économique des pays du Maghreb puisse non pas tarir mais bien augmenter les transferts, en même temps qu'il contribuerait à fixer l'épargne constituée localement. Car il faut tenir compte d'une masse considérable – quoique parfaitement indéterminée de manière fiable et que l'on peut seulement estimer à environ 7 Mds €³⁴ par an – de capitaux ayant pour origine les pays du Maghreb et ne trouvant à s'investir qu'en Europe ou aux USA, faute de trouver localement des supports adéquats de placement. Ainsi, alors que les transferts sont la première source de devises, l'épargne maghrébine, en sens contraire, fuit littéralement la région, par manque d'opportunités et manque de confiance. Un autre frein structurel au développement apparaît ainsi, qui tient aux incertitudes ressenties quant à l'avenir des trois pays et quant à leur stabilité politique par leurs ressortissants mêmes.

La réallocation productive des flux financiers issus de l'immigration maghrébine est actuellement compromise à un double titre : 1) les flux disparaissent en large partie du circuit bancaire ; 2) ils ne trouvent guère de supports d'épargne adéquats. Les transferts financiers réalisés par les migrants demeurent en effet très largement non bancarisés.

L'épargne des migrants et locale sont une source importante de capitaux qui peut donner un souffle au marché financiers mais faute de culture boursière, de culture de risque et d'opportunité financière les populations Maghrébine préfèrent investir leur argent dans des

³⁴ Peterson Institute for International Economics ; Banking and Insurance Sector Study, Washington, DC May 29, 2008, Prospects for Greater Global and Regional Integration in the Maghreb

placements plus sûrs tels que les valeurs immobilières, terrains, métaux précieux...etc, afin de remédier à cela il faudrait

- Diffuser la culture boursière chez les particuliers;
- Former les métiers de la bourse ;
- Mettre en place des organismes de placement en valeurs mobilières qui se chargeraient de gérer les placements des tiers en valeurs mobilières et -ainsi canaliser l'épargne vers le marché.

- La Gestion collective : Pour le petit épargnant qui désire investir en Bourse et qui n'a aucune idée des valeurs à acheter ou à vendre, il lui est conseillé de placer son argent dans ce qu'on appelle un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

« Un OPCVM ou organisme de placements collectifs en valeur mobilières, est une entité qui gère un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières »³⁵.

Derrière le terme OPCVM se cache deux grandes familles de produits : les SICAV (société d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds communs de placement). Ces deux types d'OPCVM sont très proches. Ils diffèrent essentiellement par leur nature juridique.

Les OPCVM sont créés pour les raisons suivantes :

- Assurer une répartition des risques inhérents aux valeurs mobilières pour une meilleure gestion des portefeuilles par des professionnels, surtout ceux des particuliers qui n'ont pas une connaissance approfondie sur les différents marchés boursiers ;
- Décharger les épargnants des soucis liés à la complexité du suivi des valeurs mobilières ;
- Offrir des produits permettant de bénéficier d'avantages fiscaux.

Les OPCVM se répartissent en quatre types :

- Les OPCVM actions.
 - les OPCVM obligations ;
 - les OPCVM diversifiés ;
 - les OPCVM monétaires.

³⁵ E.LE SAOUT, OP citée, P101.

La restructuration du marché tunisien des organismes de placement en valeurs mobilières (OPCVM), enclenchée en 2001, a donné des résultats probants au cours des dernières années, avec une progression annuelle moyenne de 20% des actifs gérés, les OPCVM tunisiens font preuve d'un dynamisme certain.

En 2009, des agréments ont été accordés à huit Fonds communs de placement (FCP) de type mixte et à trois Fonds communs de placement à risque (FCPR), ce qui a porté le nombre d'OPCVM agréés à 106 unités à la fin de 2009 dont 13 FCPR.

L'entrée en activité d'une SICAV obligataire et de 11 FCP mixtes a porté le nombre total d'OPCVM actifs en matière de mobilisation de l'épargne institutionnelle à 98 unités dont 10 FCPR en 2010 contre 34 unités en 2004, vecteurs importants de la mobilisation de l'épargne et de la dynamisation du marché financier.

La hausse du nombre d'OPCVM en activité s'est accompagnée d'un accroissement de 9,5% de celui de leurs actionnaires et porteurs de parts, pour atteindre 46.755 investisseurs, détenant un actif net de 4.380 MDT à la fin de 2009. L'élargissement de l'exonération totale des plus-values et des dividendes encaissés aux personnes morales depuis 2001 a, cependant, provoqué un engouement des particuliers pour ce genre de placements, devenus plus rentables que l'épargne auprès des banques. Le rendement moyen des OPCVM (4,21% en 2008) se compare favorablement au taux de rémunération moyen de l'épargne bancaire, qui s'est limité à environ 3%.

Créer en 1995 les OPCVM au Maroc ont connu un essor important et continuent à jouer un rôle significatif dans le développement du marché

A l'instar de l'augmentation du nombre d'OPCVM en activité, l'actif net géré par ces fonds est en perpétuelle augmentation, il représente en 2007 plus de 132 Milliards DH alors qu'il n'était que de 35 milliards de dirhams à la fin de l'année 2000. C'est une évolution remarquable de plus de 277%.

L'augmentation du nombre d'OPCVM par type est attribuable à une évolution soutenue des différentes catégories d'OPCVM, néanmoins cette évolution est plus marquée pour les OPCVM de type obligation. Ces derniers représentent plus de 58% du nombre total d'OPCVM en 2007, ils sont passés de 6 en 1996 à 138 de nos jours. Les OPCVM actions sont au nombre de 60 fin 2007 suivis des OPCVM de type diversifiés avec 40 fonds ce qui fait un total de 238 OPCVM.

En terme de progression, le nombre d'OPCVM obligatoire à augmenter de plus de 89% entre 2000 et 2007. Les OPCVM actions et diversifiés quant à eux n'ont évolué respectivement que de 58% et 33%³⁶.

En Algérie, les OPCVM sont régis par l'ordonnance n° 96-08 du 10 janvier 1996. Souvent nées par des banques et des compagnies d'assurance, leur constitution est subordonnée à l'obtention d'un agrément de la COSOB. Pour les SICAV, il est exigé un projet de statuts. Concernant les FCP, un projet de règlement suffit. Selon l'article 41 de l'ordonnance suscitée, l'OPCVM est soumis à certaines règles prudentielles et de gestion précisées par un règlement de la COSOB. Le but de leur création est le maintien de la liquidité du marché.

Ces organismes parviennent à drainer une épargne considérable et à mobiliser d'énormes ressources grâce à l'implication directe des petits épargnants, mais aussi des entreprises et des institutionnels qui seront par la suite investies sur le marché en contre partie des produits très diversifiés proposés aux investisseurs.

La loi de finances pour 1996 a exclu du champ d'application de L'IBS, les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) dans la mesure où ils se chargent uniquement de gérer le portefeuille des actions des souscripteurs.

- Sont exonérés de l'IRG ou de l'IBS, pour une période de cinq (05) ans, à compter du 1er janvier 2008, les produits des actions ou parts d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM).

Malgré ces avantages il n'existe qu'un seul organisme de placement collectif en l'occurrence la société CELIM (Charikate El Istithmar el Mali).

Les Banques :

On considère aujourd'hui que ce clivage entre systèmes « bank oriented » ou « market oriented » n'est plus réellement pertinent. Dans les faits les institutions financières sont essentielles au fonctionnement des marchés, parce qu'elles participent à l'émission et à la distribution des titres ainsi qu'à l'animation des transactions. On parle d'ailleurs d'intermédiation de marchés pour désigner les fonctions exercées par les banques dans les activités qui relèvent de la finance directe. Ce qui montre que la mise en relation des agents

³⁶ M^{elle} El Mahi Mariame, Séminaire : théorie et marché financier, Les Organismes de Placement Collectifs en Valeur Mobilières : « OPCVM », 2009, P7

non financiers suppose toujours une forme de médiation. Diverses études empiriques ont mis en évidence cette complémentarité. Par exemple la banque d'investissement et de financement : qui apporte des services sophistiqués à des grandes entreprises dans une logique d'un sur mesure partiel ou total. Elle a quelques milliers de clients tout au plus. Elle offre principalement les services³⁷ suivants :

- Accès au marché action : (equity capital market, ECM) : la banque assiste l'entreprise pour son introduction en Bourse, puis dans les opérations d'augmentation de capital qui suivent : elle contribue à préparer et à réaliser ces opérations. Elle peut également conseiller l'entreprise dans l'émission de produits qui deviendront à terme des actions (bons de souscription d'action, obligations convertibles...);
- Accès au marché obligataire (debt capital markets, DCM) : de même, la banque pourra assister les moyennes et grandes entreprises à lever de la dette directement auprès d'investisseurs grâce à l'émission d'obligation.
- Conseil et fusions acquisitions (M&A) : service offert aux entreprises pour s'occuper de l'opération de fusion acquisition en faisant appel au marché financier.
- Accès au marché des changes, taux d'intérêt, des matières premières pour la couverture des risques, la gestion des opérations de change et les opérations pour compte propre de la banque (d'arbitrage, de couverture ou de spéculation), en faisant appel au marché à terme.

La banque de gestion d'actif qui a ses propre clients-les investisseurs institutionnels, les particuliers fortunés- mais travaillent aussi par le biais de SICAV ou de fonds communs de placement (FCP) pour les clients de la banque de détail.

Il faut souligner que les systèmes bancaires Marocain et Tunisien sont plus développés que celui de l'Algérie avec des taux de bancarisation plus élevés et un mode de gestion plus évolué qui leurs permettraient de s'engager dans des activités de désintermédiation non seulement en créant des OPCVM et des FCP mais également canaliser l'épargne vers les marchés financiers via la Titrisation. Selon Creane et Al (2004), le niveau de développement du secteur bancaire est plus élevé en Tunisie suivi du Maroc, l'Algérie vient en dernière position (voir annexe 1 et 4). Et selon la même source, le niveau de développement financier de la décennie 90 les classe de la même manière (voir annexe 2 et 3).

Au terme de cette section, nous pouvant dire que sur le plan du climat des affaires, d'investissement étranger, des reformes financières, de privatisation via la bourse, le Maroc

³⁷ P.VERNIMMEN, Ope Citée, P357.

se placent en première position suivi de la Tunisie. Même si des progrès ont été enregistrés par l'Algérie mais reste minime par rapport au pays voisins, il faut savoir que selon les propos du directeur générale des impôts, la fiscalité algérienne se classe en première position dans le bassin méditerranéen, l'une des conditions d'attractivité des investisseurs, et de la promotion de l'investissement, de ce fait le vrai problème se situe dans la lourdeur des procédures, la bureaucratie et la forte corruption. De plus, la lenteur du processus de privatisation dénote le manque de volonté de la part de l'Etat.

Il ne faut pas négliger aussi le contexte historique la décennie noire qui a freiné la mise en application effective du plan d'ajustement structurelle en Algérie et, a permis au Maroc et la Tunisie d'enregistrer une avancé remarquable grâce à un climat de sécurité durant la même période.

Conclusion :

Pour conclure ce chapitre, nous dirons que, les réalisations socio-économiques dans le petit Maghreb diffèrent d'un pays à l'autre, chaque gouvernement ayant opté pour un modèle de développement économique.

Depuis l'adoption du P.A.S, l'Algérie, a fourni d'importants efforts afin de diversifier son économie et attirer les investisseurs étrangers mais le pays demeure quasiment rentier (pétrole + gaz). Du côté de la Tunisie, avec des ressources naturelles limitées, elle a été la première à avoir lancé un programme de mise à niveau industriel, et a adopté une politique de libéralisation et d'ouverture aux investisseurs étrangers, ce qui lui a permis de diversifier son économie et de mieux résister aux chocs externes.

Enfin, le Maroc, deuxième pays à avoir lancé un programme de mise à niveau, se caractérise par une bonne croissance économique mais qui reste volatile en raison de l'importance du secteur agricole. Avec une politique de libéralisation des secteurs stratégiques (Telecom, énergie, transport, finance...), d'attractivité des IDE et signature d'accord de libre échange (UE, USA, pays arabes), le Maroc affiche de meilleurs résultats.

Parmi les trois pays du Maghreb, le Maroc fait bonne figure en terme de réformes économiques et institutionnelles. Tout comme la Tunisie, il a su mener sans dégâts sa réforme du secteur financier. L'Algérie a pris le train en marche afin de réduire le gap par rapport à ses deux voisins. Cependant, il est à signaler que le Maroc a été le premier à démarrer le processus en 1986, suivi de la Tunisie en 1987. L'Algérie ne leur a emboîté le pas qu'en 1989 avec un net ralentissement pendant les années 90, où la seule préoccupation des autorités était la stabilité politique et sécuritaire.

Toutefois, les trois pays ont enregistré, une évolution en termes de privatisation, d'amélioration du climat des affaires (Tunisie, Maroc), du niveau d'épargne (Algérie) et de stimulation de l'épargne institutionnelle (Maroc, Tunisie).

Ces résultats auraient été plus significatifs, s'il y avait dans le cadre de la création de l'UMA, une intégration politique, économique, commerciale et pas seulement géographique. Car pour l'avenir les trois pays auront à affronter les mêmes obstacles et relever les mêmes défis: accroître le taux d'investissement et dégager un taux de croissance soutenu en favorisant le développement de la concurrence bancaire et renforcement du rôle du secteur privé.

Beaucoup leur reste à faire en matière de lutte contre la corruption, réduction des lourdeurs administratives, modernisation des infrastructures, amélioration du système éducatif afin qu'il puisse répondre à la demande d'emplois des entreprises...

Conclusion de la première partie :

Les marchés financiers ou bourses de valeurs sont les lieux où s'échangent différents produits financiers (actions, obligations) et d'autres produits dont le nombre n'est limité qu'à l'imagination des financiers.

Le rôle de ces marchés est de tout premier ordre. C'est à la fois un lieu de financement, de placement et d'allocation et de gestion des risques. Par sa liquidité, il permet aux investisseurs de se désengager à tout moment et, de ce fait faciliter le rapprochement entre le besoin de capitaux et l'offre d'épargne. Par la production des prix et de l'information, il tient le rôle du juge qui nous renseigne sur la performance des entreprises et donc il représente un baromètre de l'économie. Enfin, il permet d'effectuer des opérations d'arbitrage qui font disparaître les déséquilibres et assurer l'efficacité des marchés.

Les marchés financiers ont pris une place grandissante dans les économies avancées et sont devenus un système généralisé, que tout pays cherche à développer. Toutefois, les rôles que jouent les marchés financiers ne peuvent se concrétiser que lorsqu'ils enregistrent un certain dynamisme.

Le dynamisme d'un marché financier se reflète à travers le nombre et la performance des entreprises qui s'y cotent et du niveau d'épargne qu'il draine.

Dans cette logique, afin qu'un marché financier puisse exister, il faudrait qu'il y règne un environnement socio-économique favorable au développement des entreprises viables et stimuler l'épargne issue des petits porteurs et gros investisseurs institutionnels qu'ils soient locaux ou étrangers.

Pour prendre une analogie biologique, on ne peut rien faire pousser sur des cailloux, pour que quelque chose pousse il faut mettre au préalable un bon terreau.

C'est dans ce sens que le Maroc, Algérie et la Tunisie se sont lancés dans un vaste programme de réforme afin d'augmenter la croissance en améliorant le climat des affaires, attirer les investisseurs étrangers, moderniser leur système financier via des programmes de privatisation, des réformes fiscales et financières et réalisation d'infrastructures.

Les résultats de ces réformes ont été plus aboutis dans certains pays que d'autres, le Maroc enregistre de bonnes performances sur presque tous les plans, suivi de la Tunisie. Cependant, l'état d'avancement de ces réformes aujourd'hui est globalement similaire pour

ces deux pays. Quant à l'Algérie, elle enregistre un retard, qui peut s'expliquer par la lenteur de la mise en application des réformes, du manque de volonté de l'Etat de se désengager du secteur bancaire, et aussi d'encourager le secteur privé. Toutefois, ces trois pays ont encore du chemin à faire dans l'assainissement de l'environnement institutionnel et financier et l'amélioration de leur croissance qui reste liée à des facteurs exogènes.

Après avoir, survoler l'environnement macroéconomique de ces trois pays, il nous tient à présent de voir, si ces différences ont une relation avec le niveau de dynamisme de leurs bourses respectives.

PARTIE II :

Analyse comparative de la
performance des bourses du
Maroc, Algérie, Tunisie

Introduction à la deuxième partie:

Si l'on juge par l'expérience des dernières décennies, la croissance économique est le fruit d'une alchimie que tous les gouvernements cherchent à maîtriser sans toujours y parvenir.

Un pays ne peut se développer que dans la mesure où il dispose de capitaux suffisants et les affectent à bon escient. L'ampleur des besoins des capitaux de l'économie suppose un système adapté aux exigences d'un nouveau contexte.

Face à une structure caractérisée par une augmentation de l'épargne, une insuffisance de la structure financière des entreprises et un déséquilibre des finances publiques, apparaît plus que jamais la nécessité d'un marché financier moderne qui soit le lieu de rencontre d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable. C'est à cet effet qu'il s'est avéré impératif pour les pays maghrébins de se doter d'un marché financier. Ainsi, les politiques de réformes institutionnelles de ces pays ont placé la bourse au centre des préoccupations, afin de développer un marché financier atrophie et de permettre aux entreprises d'accéder à de nouvelles formes de financement, comme c'est un moyen adéquat pour favoriser les privatisations, que pour drainer les conditions de transparence. En effet, le marché financier représente un instrument de libéralisation économique, de mobilisation de l'épargne et de désengagement de l'Etat.

Depuis les années 90, les pays du Maghreb, à l'instar de nombreux pays dans le monde, ont engagé un ensemble de réformes financières axées sur la restructuration, réorganisation et modernisation du secteur financier. Imposée par un contexte international caractérisé par l'intégration des marchés financiers, ces réformes ont été pour certains pays une opportunité pour la mise en place d'un marché boursier et l'instauration de ses différentes structures (cas de l'Algérie), mais pour d'autres une réponse aux exigences de modernisation et d'adaptation aux standards internationaux (cas du Maroc et la Tunisie).

Dans une optique de comparaison entre les bourses des trois pays maghrébins (Algérie, Maroc et Tunisie), cette partie sera structurée en deux chapitres.

Le premier chapitre, traitera de l'architecture des marchés financiers de part leurs aspects institutionnel et réglementaire en présentant dans la première section les structures administratives et professionnelles et dans la seconde, l'organisation et le fonctionnement de ces marchés, institués et régis par des cadres législatifs récemment conçus ou par modification et complément de textes déjà existants.

On procédera ensuite dans le second chapitre à la comparaison entre ces bourses pour mesurer les écarts qui les séparent et situer l'expérience algérienne. Cette analyse du dynamisme de ces bourses sera appréhendée à travers le volume de transaction, la capitalisation boursière et les indices boursiers.

**CHAPITRE I : ARCHITECTURE
DES MARCHÉS FINANCIERS
MAGHREBINS**

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

Introduction :

La Bourse est un terme générique et multiforme qui ne se limite pas seulement à la simple définition de marché secondaire des valeurs mobilières, il englobe aussi, la place financière, le lieu géographique où s'effectuent les transactions, la séance boursière, l'ensemble des valeurs traitées ainsi que l'ensemble des opérateurs qui traitent ces valeurs.

L'amélioration des structures de fonctionnement et de l'efficacité des bourses demeure, en grande partie, du ressort du conseil d'administration et des équipes de gestion de ces institutions. Une bourse est comme une entreprise, son organisation et sa rentabilité reflète son image. De plus sa capacité à surveiller et à veiller au bon déroulement des transactions et à protéger les épargnants renforce la confiance des investisseurs. Enfin, sa segmentation, renseigne sur le taux d'accessibilité des entreprises à cette institution.

Ainsi dans ce chapitre nous présenterons dans une première section les structures administratives et professionnelles de chacune des bourses.

Alors que dans la seconde section nous exposerons l'organisation et le fonctionnement de ces bourses.

Section 1 : les structures administratives et professionnelles

Traditionnellement, le marché financier est placé sous la responsabilité de plusieurs autorités chargées soit d'élaborer la réglementation ou assurer le suivi de son application. Les structures de la bourse peuvent être classées en deux groupes :

- des organismes administratifs représentés par une société de gestion et une autorité de régulation et de contrôle ;
- des organismes professionnels constitués d'un dépositaire central de titres, d'un fonds de garantie et des intermédiaires en bourse.

1.1\ La société de gestion des valeurs mobilières.

Comme tout marché de la monnaie, le marché financier met en présence des acheteurs (émetteurs) et des vendeurs (investisseurs) au travers des intermédiaires financiers. Ce marché ne peut être entièrement laissé entre les mains des agents économiques privés qui représentent ses acteurs. Dans ce paysage, les autorités de tutelle veillent essentiellement au développement harmonieux du marché.

1.1.1\ La Bourse de Casablanca (B.C) ¹:

Créée en novembre 1929, la bourse de Casablanca, fut la première bourse à être mise en place dans le Maghreb. Elle a subi au cours son existence trois réformes successives tant sur le plan juridique que technique. La première, en 1948, a attribué à la bourse sa personnalité morale, la seconde, en 1967, a permis de la réorganiser juridiquement et techniquement et de la définir comme établissement public et puis la troisième initiée en 1986, approfondie en 1993 par promulgation d'une nouvelle loi N° 1-93-211 relative à la bourse des valeurs, cette dernière lui a conféré le statut d'une entreprise autonome devenue en août 1995 société de la bourse des valeurs de Casablanca puis en 2000 bourse de Casablanca société anonyme à conseil de surveillance et directoire.

La gestion de la bourse des valeurs de Casablanca est confiée à une société anonyme appelée la Bourse des Valeurs de Casablanca (BVC).

Le capital de la société gestionnaire de la bourse est souscrit dans son intégralité par les sociétés de bourse agréées, il est détenu à tout moment à parts égales par l'ensemble des sociétés de bourse. Sa mission s'articule autour des points suivants :

¹ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=3&Cat=1>

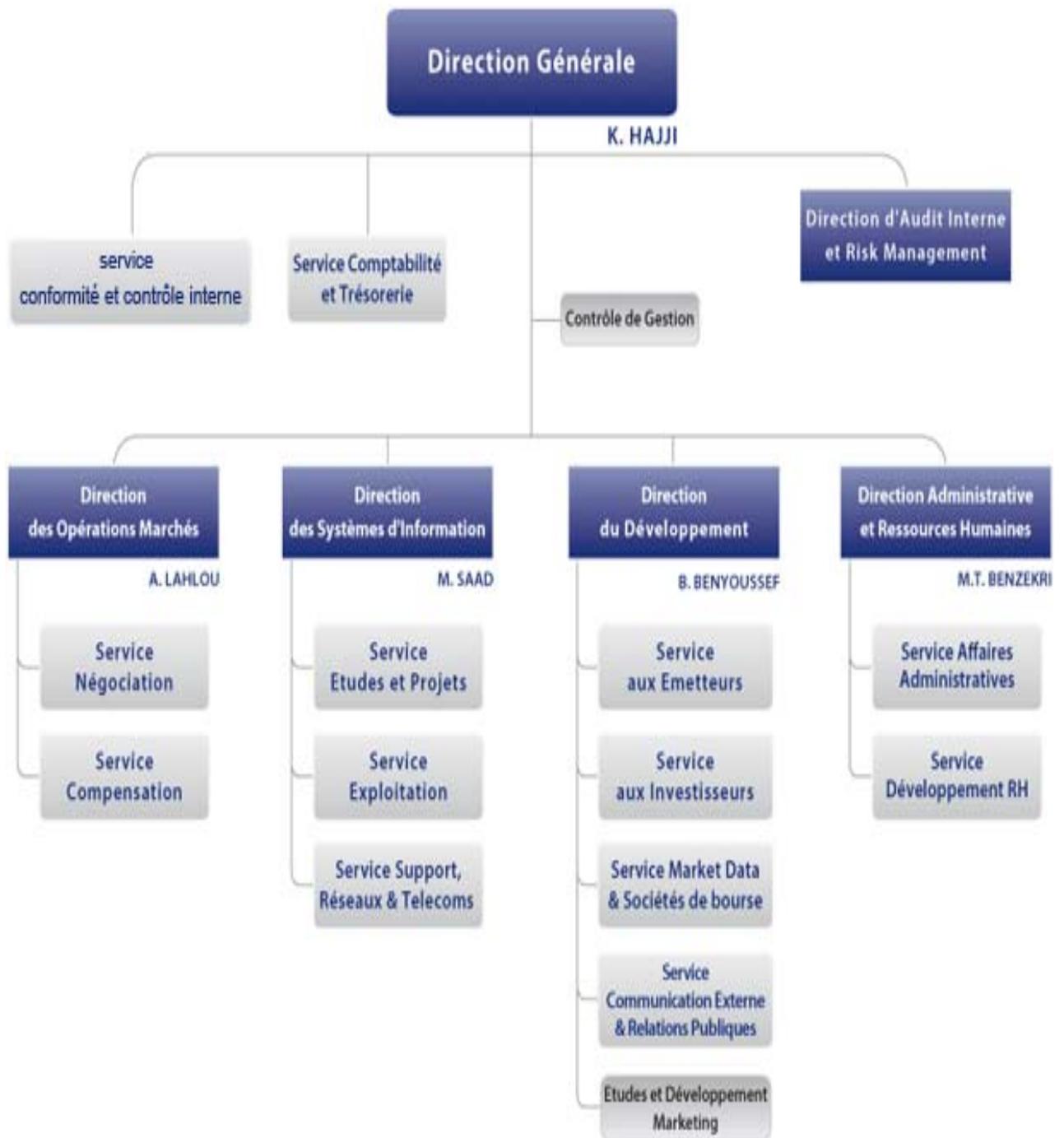
Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

- ✓ Prononcer l'introduction des valeurs mobilières à la cote de la Bourse des valeurs et leur radiation ;
- ✓ Organiser les séances de cotation à travers un système électronique ;
- ✓ Veiller à la conformité des opérations effectuées par les Sociétés de Bourse ;
- ✓ Porter à la connaissance du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières toute infraction qu'elle aura relevée dans l'exercice de sa mission.

L'organigramme de la bourse la bourse de Casablanca se présente comme suit :

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

Figure 10 : Organigramme de La Bourse des Valeurs de Casablanca



Source : <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=12&Cat=1>

1.1.2\ La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) ²:

La création de la bourse de Tunis quant à elle remonte à 1969, une première réforme a été entreprise dès 1988, une deuxième initiée en 1994 a permis la transformation radicale du marché financier tunisien avec la promulgation de la loi 94-117 portant réorganisation du marché financier qui sépare les fonctions de contrôle et de gestion du marché boursier, elle a consacré la BVMT en tant qu'entreprise de marché chargée de la gestion, sécurité et promotion du marché des valeurs mobilières. Enfin, Novembre 1995, Création de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, Société anonyme détenue par les intermédiaires en bourse.

La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) est une institution financière spécialisée, chargée du fonctionnement des marchés.

C'est l'organe exécutif du CMF. Les intermédiaires en bourse constituent en fait, une société anonyme, ayant pour mission la gestion du marché des valeurs Mobilières. Son siège est à Tunis.

C'est une institution qui est régie par les règlements du Conseil du Marché Financier et par les dispositions du code de commerce. Outre les missions qui lui sont confiées par les lois, les règlements et par ses statuts, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis est essentiellement chargée de ³:

- ✓ Mettre en place les structures techniques et administratives nécessaires à l'installation du marché ;
- ✓ Se prononcer sur l'admission et l'introduction des valeurs mobilières et produits financiers à la cote de la bourse et leur radiation, ainsi que sur la négociabilité des produits financiers sur ses marchés ;
- ✓ D'enregistrer les opérations effectuées sur ses marchés (sauf opposition du Conseil du Marché Financier);
- ✓ Suspendre la cotation d'une valeur et de publier les informations financières.

1.1.3\ La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs SGBV (Algérie) :

L'idée de la création d'une bourse en Algérie a émergé en 1990 dans le cadre des réformes économiques lancées depuis 1988. Constituée sous forme de société de valeurs

² Règlement Général de la Bourse Approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997, tel que modifié par les arrêtés du 9 septembre 1999, du 24 septembre 2005, du 24 septembre 2007 et du 15 avril 2008. Sous titre 1, de l'article premier à l'article 11.

³Papier, Association Professionnelle Tunisienne des Banques et des Etablissements Financiers, <http://www.apbt.org.tn>, p04.

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

mobilières en 1990, devenue en 1992 Bourse des valeurs mobilières. La bourse d'Alger est mise en place en décembre 1993 par décret législatif N° 93/10 du 23/05/1993 mais n'est constituée officiellement que le 25 mai 1997 et n'a pu exercer qu'à partir de 1998 en raison de l'absence d'un cadre réglementaire adapté à l'économie de marché.

La Société de Gestion de Bourse des Valeurs (SGBV) est appelée à doter l'économie algérienne d'une bourse qui reflète non seulement sa dimension nationale et internationale, mais aussi d'attirer les capitaux étrangers.

La SGBV revêt la forme d'une société par actions dont le capital est réservé exclusivement aux intermédiaires en opérations de Bourse (IOB) agréés par la COSOB, l'Etat n'a pas été retenu comme actionnaire direct car il a été estimé qu'il sera largement représenté, de façon indirecte, par les principaux IOB (banques, assurances,...) sous contrôle de l'Etat. Son capital social de 24 millions de DA, a été totalement libéré à sa création et réparti en parts égales entre ses douze membres fondateurs : Les banques et les compagnies d'assurances (en leur qualité d'IOB). Toutefois, des modifications ont été apportées à ses statuts portant principalement sur les opérations de recapitalisation de la Bourse d'Alger réalisées au cours de la période 2002- 2009. Ainsi le capital Social de la SGBV (Bourse d'Alger) est porté à 475, 2 Millions de DA avec augmentation de l'ordre de 396 Millions de DA provenant des IOB- BANQUES et à raison de 66 Millions de DA par IOB –Banque. Depuis sa création en date du 25 mai 1997, la SGBV a mis en place les moyens humains, matériels et techniques nécessaires aux transactions, afin de :

- ✓ Permettre l'ouverture du capital social des entreprises publiques ou privées ;
- ✓ Assurer un financement direct de l'investissement par l'épargne.

La SGBV qui est chargée d'assurer le déroulement des transactions sur les valeurs mobilières en bourse, exerce certaines missions sous le contrôle de la COSOB, définies par le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières⁴; à savoir :

- ✓ L'organisation matérielle des séances de bourse et la gestion du système de négociation et de cotation des valeurs mobilières admises en bourse ;
- ✓ L'organisation et le bon déroulement des opérations d'introduction en bourse ;
- ✓ La publication d'informations relatives aux transactions en bourse et l'édition d'un bulletin officiel de la cote (BOC).

⁴ Article 18 du décret législatif en vigueur.

Schéma organisationnel de la société de gestion des valeurs mobilières :

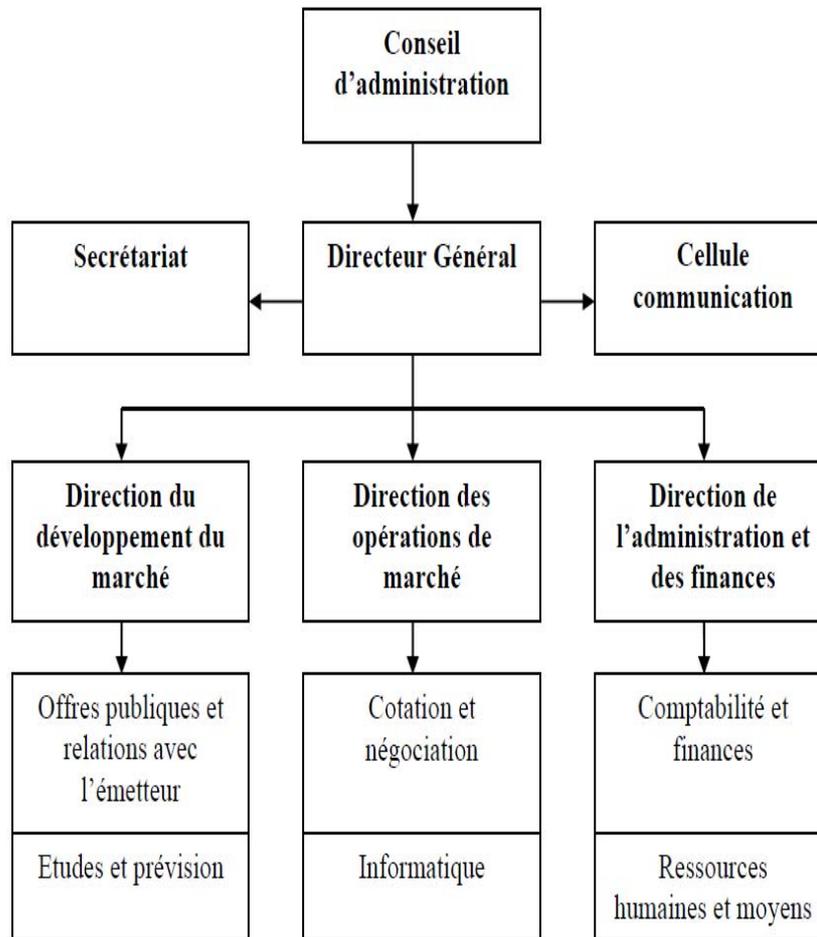


Figure 11 : Organigramme de la société de gestion des valeurs immobilières

Source : SGBV

1.2\ Les tutelles de régulation et de contrôle :

La Bourse est un marché réglementé, organisé et contrôlé par des autorités de tutelle. Il existe plusieurs instances propres à chaque marché qui ont pour objet de veiller au bon déroulement des échanges comme la gestion des systèmes informatiques ou l'admission des valeurs sans oublier la protection des investisseurs. Pour ce qui est des marchés maghrébins ces instances sont les suivantes :

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

1.2.1\ Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières CDVM (Maroc) ⁵:

Au Maroc, La création active du CDVM a eu lieu en juillet 1994. Le CDVM est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il a pour missions principales de :

- ✓ Protéger l'épargne investie en valeurs mobilières ou en autres placements suite à un appel public à l'épargne ;
- ✓ Veiller au respect de la loi par les intermédiaires financiers (sociétés de bourse, banques et OPCVM).
- ✓ Informer les investisseurs par la délivrance d'un visa aux notes d'information qui sont mises à la disposition du public. Ces notes sont publiées lorsqu'il y a un appel public à l'épargne, (introduction en bourse, émission de valeurs mobilières, augmentation de capital...);
- ✓ Instruire les demandes d'agrément des SICAV et des fonds communs de placement (FCP).

1.2.2\ Le Conseil du Marché Financier CMF (Tunisie) :

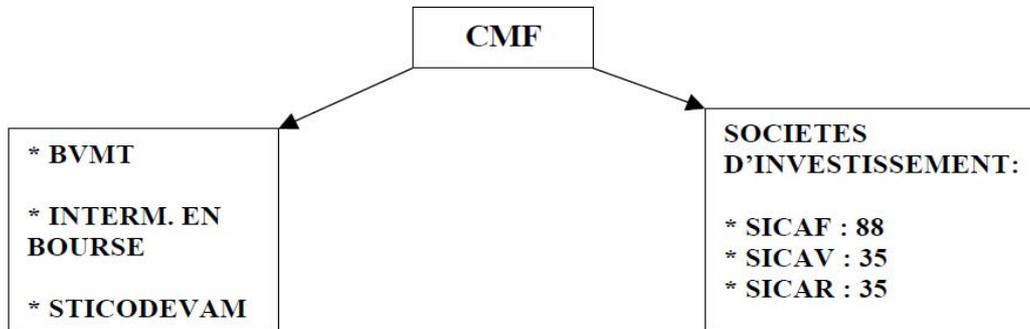
En Tunisie, cette structure a été instituée par la loi N° 94-117 du 14/11/1994, portant réorganisation du marché financier, sous le nom du Conseil du marché financier CMF. Il démarre ses activités le 15 novembre 1995. Cette institution est dotée de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Elle est chargée :

- ✓ De veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, en produits financiers négociables en bourse et en tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ;
- ✓ De l'organisation et du bon fonctionnement des marchés financiers et des titres négociables en bourse ;
- ✓ De la tutelle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, (OPCVM) ;
- ✓ Du contrôle permanent:
 - de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis ;
 - des intermédiaires en bourse ;
 - de la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres. -STICODEVAM-

⁵ Royaume du Maroc, Rapport annuel du CDVM 2010, P09.

Nb: Les titres de marchés et instruments créés par des opérations de banque ou de bons ou de billets à court terme négociables sur les marchés relevant de la Banque Centrale de Tunisie ne sont pas soumis au contrôle du Conseil du marché Financier.

Figure 12 : CMF autorité du marché financier tunisien



1.2.3\ La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations en Bourse COSOB (Algérie) :

En Algérie, le décret législatif N° 93-10 du 23/05/1993 a défini les organismes composant la bourse et a prévu la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations en Bourse (COSOB).

Elle constitue l'autorité de tutelle et de contrôle du marché des valeurs mobilières sous l'autorité du Ministère des Finances. C'est un organe représentant les pouvoirs publics, elle est dotée de l'autonomie administrative et financière. Elle a pour principales missions l'organisation et la surveillance le marché en vue de protéger l'épargne investie en valeurs mobilières (ou tout autre produit financier donnant lieu à un appel public à l'épargne à l'exclusivité des produits financiers négociés sur un marché relevant de l'autorité de la banque d'Algérie), ainsi que de veiller au bon fonctionnement et à la transparence du marché. Elle a un pouvoir de surveillance et de sanction mais également un pouvoir disciplinaire et arbitral tel que défini par le décret su-cité⁶.

➤ La fonction réglementaire :

La commission agissant dans les limites de ses compétences et attributions, telles que définies par les dispositions du décret législatif su-cité, édicte ses propres règlements relatifs à son domaine d'action. Ce pouvoir réglementaire concerne :

⁶ Rapport annuel COSOB 2009, P8-10.

- ✓ L'agrément des IOB, les règles professionnelles qui leur sont applicables, l'étendue et le contenu de leurs responsabilités ainsi que les garanties qu'ils doivent à leur clientèle ;
- ✓ Les modalités d'information du public ;
- ✓ L'admission aux négociations des valeurs mobilières, leur radiation et la suspension des cotations ;
- ✓ La gestion de portefeuille de valeurs mobilières admises en Bourse ;
- ✓ Les conditions d'agrément et de fonctionnement des SICAV et des FCP ;
- ✓ Les procédures de règlement/livraison des titres notamment du dépositaire central des titres ;
- ✓ Les règles relatives à la tenue de comptes conservateurs de titres.

➤ **La fonction de surveillance et de contrôle :**

Dans le souci de préserver le respect des lois et la transparence du marché, La COSOB veille à s'assurer que les règles de bon fonctionnement du marché soient correctement appliquées et s'exerce vis-à-vis de tous les acteurs du marché ; émetteurs, intermédiaires, société de gestion de la Bourse.

A cet effet, la commission dispose d'un corps s'inspecteurs dotés de pouvoirs d'investigation et autorisés à intervenir sur pièce et sur place autant que de besoin.

➤ **La fonction disciplinaire et arbitrale :**

Cette fonction est exercée par un organe spécialisé, institué au sein de la COSOB qui est la chambre disciplinaire et arbitrale.

Elle est composée du président ainsi que deux membres de la COSOB, et de deux magistrats désignés par le ministère de la justice.

La chambre disciplinaire et arbitrale est compétente pour instruire tout manquement aux obligations professionnelles et déontologiques et sanctionner toute infraction de la part des IOB.

Selon l'article 52 JORA n° 34 du 23 mai 1993, en matière arbitrale, la chambre disciplinaire et arbitrale a pour mission d'instruire tout litige technique résultant de l'interprétation des lois et règlements régissant le fonctionnement de la bourse et intervenant :

- ✓ Entre IOB ;
- ✓ Entre IOB et la SGBV ;
- ✓ Entre IOB et sociétés émettrices ;

- ✓ Entre IOB et donneurs d'ordres de bourse.

1.3\ Le dépositaire central des titres.

Le marché boursier est un marché de valeurs mobilières (actions et obligations) et de produits composés ou dérivés (options, notionnel). Pour en faciliter la circulation, ces valeurs sont de plus en plus dématérialisées et un organisme généralement public en assure la gestion et la détention. Cet organisme est appelé Dépositaire Central. Ce dernier, est un organisme où sont comptabilisés les titres, valeurs mobilières ou titres de créances négociables, détenus, en propre ou au nom de leurs clients, par les intermédiaires financiers que sont les banques et les courtiers. Toutes les places financières dans le monde fonctionnent dans le cadre de la dématérialisation.

Par dématérialisation, il s'agit en fait de ne pas émettre des parties (des obligations et des actions) en paquet, elles sont inscrites en compte. Ce mouvement est l'une des conditions très réelle, bien que moins apparente, de l'extension des marchés financiers. On peut dire qu'il a pris naissance, le 15 août 1971, le président Nixon supprimait tout lien entre le dollar et l'or et engageait probablement sans le prévoir, un processus de dématérialisation des droits, qui n'a cessé depuis lors de s'étendre et de prendre de l'importance.

Cette dématérialisation présente d'incontestables avantages : l'actif financier dématérialisé ne se perd pas, ne se dégrade pas avec le temps ; il se transporte partout d'un simple virement de compte à compte ; son coût de détention tend vers zéro, il n'est sujet ni à obsolescence ni au frais d'entretien et sa sécurité juridique est en principe totale. Ainsi ce système supprime le risque de vol, de falsification et de perte de temps. Pour ce qui est des trois pays maghrébins, ces lacunes ont été comblées par la création de dépositaire centrale et le dernier en date est celui du marché algérien.

1.3.1\ MAROCLEAR :

MAROCLEAR est le Dépositaire Central des titres au Maroc. Il s'est vu confier depuis le démarrage de ses activités en 1997 la responsabilité de ⁷:

- ✓ Encadrer le processus de la dématérialisation des valeurs mobilières ;
- ✓ Centraliser la conservation des avoirs gérés par les intermédiaires financiers ;
- ✓ Administrer les comptes courants de titres ouverts à ses derniers ;

⁷ <http://www.maroclear.com/?Id=3&lang=fr>

- ✓ Faciliter l'exercice des droits attachés aux titres (OST).

A cet égard, MAROCLEAR est gestionnaire du système de Règlement/Livraison qui permet de dénouer toutes les transactions réalisées sur les valeurs admises aux opérations du Dépositaire Central.

En poursuivant son développement à un rythme soutenu, MAROCLEAR a progressivement étoffé ses services et a réussi à se positionner au cœur de l'industrie des valeurs mobilières au Maroc en tant qu'infrastructure de post-marché au service de l'ensemble des professionnels.

1.3.2\ La STICODEVAM :

La Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt des Valeurs Mobilières STICODEVAM est le «Dépositaire Central des titres (DCT)». Elle est l'une des entités pilier des infrastructures du marché des titres.

La STICODEVAM, dépositaire central des Titres en Tunisie, a été créée, juridiquement, le 28 décembre 1993. La loi 94/117 du 14 novembre 1994 (articles 77-80)⁸. Les missions principales de la STICODEVAM consistent, notamment, à :

- Assurer la conservation des valeurs mobilières prises en charge par circulation des titres de compte à compte d'une manière scripturale.
- Garantir que le nombre de titres composant chaque émission est égal, en permanence, à la somme des titres enregistrés aux comptes des teneurs de comptes.
- Administrer les comptes titres ouverts au nom des teneurs de comptes en gérant tous types d'opérations sur titres pouvant intervenir sur une valeur mobilière prise en charge.
- Codifier les valeurs mobilières selon une norme de codification internationale des valeurs mobilières. A cet effet, la STICODEVAM est reconnue en tant que "agence nationale de codification des valeurs mobilières".
- Garantir le dénouement des opérations dans le système de règlement/livraison de la STICODEVAM qui consiste en :
 - ✓ La livraison des titres contre le paiement des espèces concomitant et connexe en s'assurant de la disponibilité des titres chez le vendeur et

⁸ http://www.sticodevam.com.tn/site/fr/presentation/qui_sommes_nous.php.

des espèces chez l'acheteur pour les opérations de type livraison contre paiement telles que les transactions boursières.

- ✓ La livraison de titres en s'assurant que le cédant dispose de la provision de titres pour les opérations de type franco c'est-à-dire sans mouvement de fonds telles que les transferts de portefeuille titres entre teneurs de comptes.
- Compenser les espèces relatives au dénouement des transactions : sur les comptes espèces des banques compensatrices ouverts auprès de la Banque Centrale de Tunisie.
- Participer au Système de Gros Montants (SGMT) géré par la Banque Centrale de Tunisie (envoi de la compensation espèces et gestion des pensions livrées Intra-journalières)
- Gérer la dette de l'État en assurant :
 - ✓ Le dénouement des adjudications des Bons du Trésor Assimilables (BTA et BTz) et les Bons du Trésor à Court terme (BTC);
 - ✓ Le paiement des intérêts et le remboursement du capital des Bons du Trésor;
 - ✓ Le dénouement des transactions relatives au marché secondaire des bons du trésor (marchés boursier et de gré à gré).

1.3.3\ Algérie Clearing :

Le Dépositaire central des titres en Algérie a été institué, par le décret législatif N°93-10 du 23 Mai 1993, modifié et complété le 19 Février 2003 par la loi N° 03-04 du 17 Février 2003⁹, relatif à la Bourse des valeurs mobilières. Son activité est placée sous la supervision de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse - COSOB.

La COSOB a adopté le Règlement général du dépositaire central des titres le 13 septembre 2001. Le Règlement est publié au Journal Officiel après son approbation par le Ministre des finances le 30 Novembre 2003.

Algérie Clearing est une société par actions 'SPA', son capital social est de 75 millions de Dinars algériens, le Trésor public et la Banque d'Algérie étant actionnaires de droit. créée par les six banques publiques (BNA, BEA, BADR, CPA, CNEP BANQUE

⁹ <http://www.algerieclearing.dz/html/Cadre-l%C3%A9gale-et-r%C3%A9glementation.htm>.

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

et BDL) et les trois sociétés émettrices (EGH EL-AURASSI, Groupe SAIDAL, ERIAD SETIF), pour exercer les missions du Dépositaire Central des Titres en Algérie grâce à la gestion d'un système de Règlement Livraison automatisé et intégré au service de tous les professionnels de la place. Les fonctions¹⁰ du dépositaire :

- ✓ Il ouvre et administre des comptes courants titres pour les teneurs de compte-conservateurs adhérents. Il centralise ainsi la conservation des titres et facilite leur transmission entre les intermédiaires financiers en opérant des virements de compte à compte ;
- ✓ Il met en œuvre les opérations sur titres décidées par les sociétés émettrices (paiement de dividendes, augmentation de capital...),
- ✓ Il codifie les titres admis à ces opérations, selon la norme internationale;
- ✓ Il publie des informations relatives au marché.

La mise en place d'un dépositaire central des titres permet :

- ✓ Une meilleure circulation des titres et une réduction des risques de pertes, de vols ou de destructions des certificats physiques utilisés traditionnellement ;
- ✓ La réduction des coûts pour l'entreprise dans le cadre d'une émission notamment obligataire, en particulier ceux liés à l'impression des certificats de titres ;
- ✓ La réduction des délais de dénouement électronique des opérations du marché selon les normes internationales (J+3) ;
- ✓ La simultanéité des opérations de règlement/livraison.

Ses adhérents sont principalement :

- Les banques et les établissements financiers ;
- Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB) ;
- Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ;
- Les personnes morales émettrices des titres ;
- Les dépositaires centraux étrangers de titres.

Ses partenaires dans le cadre de ses fonctions sont les suivants :

-Les teneurs de comptes-conservateurs de titres

La mise en place d'un dépositaire central des titres en Algérie, en charge du règlement/livraison des transactions sur les titres, a induit l'émergence d'une nouvelle activité

¹⁰ <http://www.cosob.org/le-depositaire-central.htm>

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

de marché jusque là inexistante dans notre pays : *la tenue de compte-conservation*. Cette activité consiste à inscrire en compte des titres en nom de leur titulaire et conserver les avoirs correspondants selon les modalités propres à chaque émission de titres, notamment d'obligations chez un intermédiaire habilité par la COSOB en qualité de teneur de compte-conservateur qui peut être :

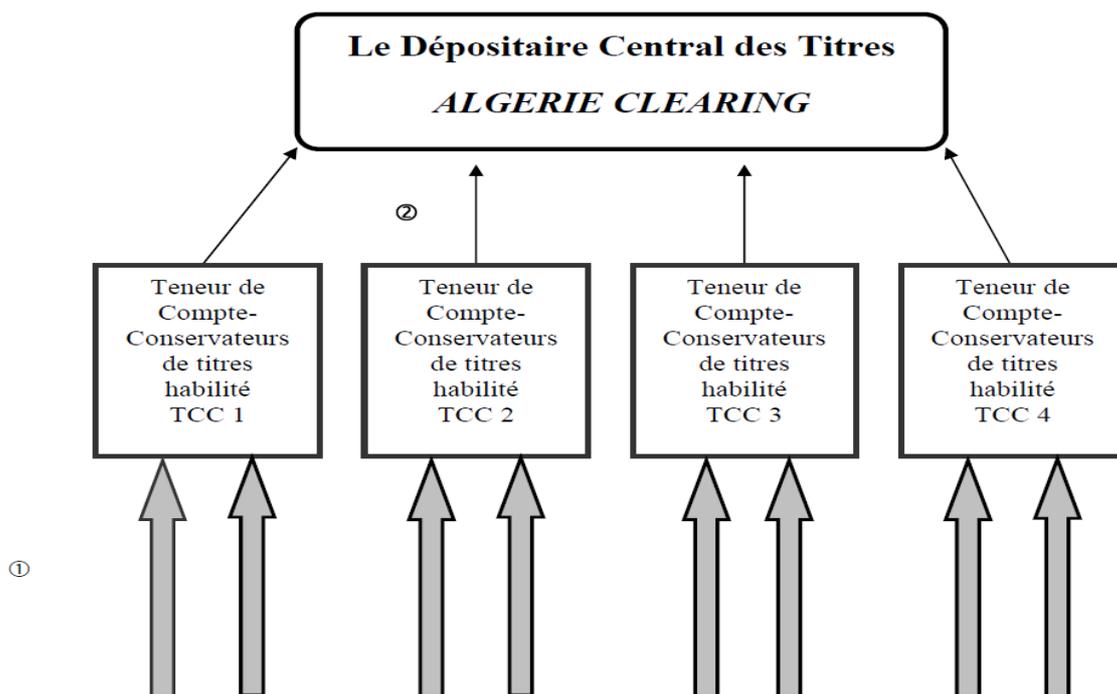
- ✓ Une banque ou un établissement financier ;
- ✓ Un intermédiaire en opérations de bourse ;
- ✓ Une société émettrice pour les titres qu'elle émet et qu'elle gère directement ;
- ✓ Une institution autorisée à effectuer des opérations de banques prévues par les dispositions législatives et réglementaires (le Trésor Public, la Banque d'Algérie...).

Le teneur de comptes-conservateur doit respecter les obligations suivantes :

- ✓ Assurer la garde et l'administration des titres qu'ils lui sont confiés aux noms de leurs titulaires ;
- ✓ Exécuter les instructions reçues (négociation, nantissement, transfert, mutation) ;
- ✓ Appliquer les opérations sur titres (paiement d'intérêts,...) ;
- ✓ Communiquer toute information concernant les titulaires (avis d'exécution ou d'opérations sur titres, relevé de compte ou de portefeuille).

La figure n° 13 schématise le fonctionnement du Dépositaire Central des Titres avec la participation des teneurs de comptes-conservateurs.

Figure 13 : Le dépositaire Centrale des titres/les teneurs de Comptes-Concervateurs



- 1) Les investisseurs choisissent des Teneurs de Comptes-Conservateurs auprès desquels ils ouvrent des comptes titres afin d'y inscrire leurs avoirs.
- 2) Le Dépositaire Central des Titres ouvre à chaque Teneur de Comptes-Conservateur des comptes courants dans lesquels il enregistre l'ensemble des avoirs en titres des investisseurs dont l'administration leur est confiée.

Algérie clearing est rémunéré par :

- ✓ Une commission de gestion : établie sur le nombre de la valeur des titres figurant aux comptes ouverts au nom de ses adhérents ;
- ✓ Une commission de mouvement : perçue sur chaque écriture comptable de crédit ou de débit portées aux comptes des adhérents.

1.4\ L'organisme de garantie :

Le fonctionnement et la réussite de toute institution financière repose sur la confiance que les agents économiques ont en elle. A cet effet, si l'investisseur ne se sent pas prémuni du risque de défaillance, il ne se lancera pas dans l'affaire. C'est en ce sens que le Fonds de garantie a été créé. Il a pour mission l'indemnisation des investisseurs en cas de défaillance d'un intermédiaire et vise à protéger les investisseurs contre les risques non commerciaux, en l'occurrence l'incapacité d'un intermédiaire à restituer des titres ou des fonds à son client. Ce mécanisme concourt ainsi à renforcer la confiance des investisseurs envers le marché boursier.

1.4.1\ Fonds de garantie au Maroc :

Institué par l'article 66 du dahir portant loi n°1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la Bourse des valeurs, le fonds de garantie est destiné à indemniser la clientèle des sociétés de Bourse mises en liquidation. Ce fonds de garantie est alimenté par une cotisation dont le montant est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chaque société de Bourse. Le fonds de garantie continue à être excédentaire vu l'absence d'incidents majeurs au niveau des sociétés de Bourse de la place.

La cotisation que les sociétés de bourse sont tenues de verser au Fonds de garantie institué par le dahir portant loi susvisé est calculée sur la base de la position en espèces et en titres des clients. Pour les espèces, la cotisation est égale à 0,2% de la moyenne semestrielle des

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

positions de fins de journées des espèces conservées par chaque société de bourse pour le compte de ses clients.

Pour les titres, la cotisation est obtenue appliquant à la moyenne semestrielle des positions de fin de trimestre des titres conservés par chaque société de bourse pour le compte de ses clients, les pourcentages ci-après :

- Jusqu'à 10.000.000 de DH0,04%
- Plus de 10.000.000 de DH à 100.000.000 de DH0,03%
- Plus de 100.000.000 de DH à 1.000.000.000 de DH0,02%
- Plus de 1.000.000.000 de DH0,01%

Pour l'application du présent arrêté, l'évaluation des titres conservés par les sociétés de bourse se fait au dernier cours coté en bourse pour les titres cotés et à la valeur nominale pour les titres non cotés.

Le versement de la cotisation au Fonds de garantie se fait semestriellement. La cotisation doit être versée spontanément et sur déclaration au Conseil déontologique des valeurs mobilières avant l'expiration du deuxième mois suivant le semestre au titre duquel elle est due.

Au titre de l'année 2010, les cotisations au dit fonds ont atteint près de 3,1 millions de dirhams en hausse de près de 9% par rapport à l'année 2009. Cette hausse s'explique par l'appréciation du stock de titres cotés due à la hausse des cours (+21%), du stock de titres non cotés (+58%) et du stock des espèces conservés (+15%). Au 31 décembre 2010, le compte du fonds de garantie ouvert auprès de la Trésorerie Générale du Royaume affiche un solde de près de 23,7 millions de dirhams¹¹.

1.4.2\ Fonds de garantie (Tunisie) :

Il existe deux fonds de garantie en Tunisie :

-Le fonds de garantie de marché(FGM) :

Selon l'article 12, Prévu par le Règlement Général de la Bourse¹², ce fonds constitué par les intermédiaires en bourse, est destiné à garantir la bonne fin des opérations négociées sur le marché, en cas de défaillance dans le règlement ou la livraison. Les contributions financières au Fonds de Garantie de Marché sont effectuées par les intermédiaires en bourse. Elles sont de trois sortes:

¹¹ Conseil Déontologique des valeurs mobilières, Rapport annuel Maroc 2010, P50.

¹² Ministère des Finances, règlement général de la bourse des valeurs mobilières, Tunis 2008, P2

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

- ✓ La contribution initiale : est le premier versement effectué par chaque intermédiaire en bourse et dont le montant est fixé par l'administration du Fonds (article 16) ;
- ✓ La provision régulière : la contribution proportionnelle que doit verser chaque intermédiaire en bourse, en fonction du risque qu'il fait encourir au marché (article 17);
- ✓ La contribution exceptionnelle : est celle que doivent verser tous les intermédiaires en bourse, et dont le montant et la date sont déterminés par l'administration du Fonds, lorsque le solde de celui-ci n'arrive pas à couvrir la totalité du montant dû (article 18).

-Le Fonds de Garantie Clientèle (FGC) :

Créé en 2009, Le Fonds de Garantie de la clientèle du marché des valeurs mobilières et des produits financiers, ci-après dénommé « le fonds », intervient pour garantir la clientèle contre les risques non commerciaux. L'intervention du fonds est subordonnée à la constatation par le Conseil du Marché Financier de la défaillance d'un intermédiaire en bourse. Les ressources¹³ du fonds proviennent de :

- ✓ 5% du montant des commissions perçues par la bourse des valeurs mobilières de Tunis sur les transactions boursières sur le marché ;
- ✓ Une contribution annuelle d'un montant de 1000 dinars versée par chaque intermédiaire en bourse avant la fin du mois de janvier de chaque année ;
- ✓ Des produits de placement des ressources du fonds.

1.4.3\ Fonds de garantie (Algérie) :

En Algérie, l'article 64 du décret législatif n°93-10¹⁴ du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, a prévu la constitution d'un Fonds de garantie des engagements des intermédiaires en bourse à l'égard de leur clients.

Le fonds est alimenté par les contributions obligatoires des intermédiaires en opérations de bourse et du produit des amendes prévues par l'article 55, en cas de manquement aux obligations professionnelles et déontologiques des intermédiaires en opérations de bourse, ainsi que toute infraction aux dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables.

Le montant maximum de ces amendes est fixé à 10 millions de dinars ou égal au profit éventuellement réalisé du fait de la faute commise.

¹³ Bourse de Tunis, Règlement Intérieur, « Fonds de garantie de la clientèle du marché des valeurs mobilières et des produits financiers (FGC) », Aout 2009, P05.

1.5\ Les intermédiaires en bourse.

La négociation des valeurs mobilières cotées en Bourse échoit à titre exclusif à des intermédiaires en opération de bourse.

Les Intermédiaires en Opérations de Bourse sont des personnes physiques ou morales (établissement de crédit ou une entreprise d'investissement), agréés par la Commission des Opérations de Bourse et elles sont spécialisées dans le commerce des valeurs mobilières. Un intermédiaire peut collecter et transmettre les ordres de clients, les exécuter, gérer des portefeuilles, assurer la prise ferme et le placement de titres.

1.5.1\ Les sociétés de bourse au Maroc (SB) :

Les sociétés de bourse ont été créées en 1995 par le dahir portant loi n°1-93-211¹⁵ du 21 septembre 1993 et sont agréées par le Ministère de l'Economie et des Finances et qui sont au nombre de 17 sociétés. Les sociétés de bourse sont les seules actionnaires de la bourse de Casablanca dont elles détiennent l'intégralité du capital à parts égales.

Elles détiennent le monopole du courtage sur le marché boursier. Leurs activités consistent à exécuter les transactions sur les valeurs mobilières, assurer la garde des titres, gérer les portefeuilles de valeurs en vertu d'un mandat et animer le marché des valeurs mobilières inscrites à la cote.

Par ailleurs, lors des introductions en bourse, les sociétés de bourse assistent les personnes morales faisant appel public à l'épargne dans la préparation des documents d'information destinés au public, ainsi que dans la collecte des souscriptions.

Les sociétés de bourse sont organisées en association professionnelle (APSB) chargée de veiller au respect par ses membres des dispositions légales, de représenter ses membres face aux pouvoirs publics ou tout autre organisme et d'étudier les questions relatives à l'exercice de la profession.

¹⁵ <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=9&Cat=3>

1.5.2\ Les intermédiaires en bourse en Tunisie (IB) ¹⁶:

En Tunisie, le statut d'intermédiaire en bourse a été consacré en novembre 1999, il a été déterminé par le décret N°99-2478¹⁷ portant statut des intermédiaires en bourse, les opérations que ces agents peuvent accomplir, les conditions d'agrément ainsi que les obligations déontologiques leur incombant.

Les personnes physiques désirant exercer l'activité d'intermédiaire en bourse doivent :

- ✓ avoir la nationalité tunisienne,
- ✓ avoir leur résidence en Tunisie,
- ✓ jouir de leurs droits civiques et politiques,
- ✓ être aptes physiquement et mentalement à accomplir leurs activités,
- ✓ avoir une maîtrise ou un diplôme équivalent,
- ✓ avoir une expérience professionnelle de 5 ans, au moins, dans le domaine de l'intermédiaire en bourse,
- ✓ subir avec succès, un test d'aptitude professionnelle organisé par un organisme choisi par le Conseil du Marché Financier et sous le contrôle de ce dernier,
- ✓ s'engager à s'adonner, indépendamment des activités spécifiées à l'article 56 de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994, à l'activité de négociation et d'enregistrement en bourse de valeurs mobilières et produits financiers,
- ✓ justifier de l'existence de moyens humains et matériels nécessaires à l'exercice de l'activité d'intermédiaire en bourse et dont la teneur est déterminée par une décision générale du Conseil du Marché Financier.

Selon l'article 2 du présent décret, les activités de contrepartie, de tenue de marché, et de garantie de bonne fin d'émissions ne peuvent être exercées que par des intermédiaires en bourse sociétés anonymes spécialisées.

Selon l'article 3 du présent décret, pour être agréé à l'exercice des activités de négociation et d'enregistrement en bourse de valeurs mobilières et produits financiers, de conseil financier, de démarchage financier, de gestion de portefeuille de valeurs mobilières et de portage d'actions, la société doit avoir un capital minimum libéré de 1.000.000 de dinars tunisiens. Outre les activités ci-dessus citées, pour être agréé à l'exercice des activités de

¹⁶ Décret n° 99-2478 du 1er novembre 1999 portant statut des intermédiaires en Bourse tel que modifié et complété par le décret n°2007-1678 du 5 juin 2007

¹⁷ C.ATALLAH, « Le Marché Financier Tunisien », textes règlementaires, imprimerie Officielle, 2002, P22.

contrepartie, de tenue de marché de garantie de bonne fin d'émissions ou de l'une de ces activités, la société doit avoir un capital minimum libéré de 3.000.000 dinars tunisiens.

Ces IOB sont adhérents à une association des intermédiaires en bourse. Cette dernière donne son avis, ses recommandations et suggestions dans tout ce qui touche au marché et à son développement. D'autre part, elle intervient au profit de ses adhérents, principalement dans le domaine de la formation. Elle arbitre également les différends qui peuvent surgir entre ses adhérents ou entre ces derniers et des tiers.

1.5.3\ Les intermédiaires en opération de bourse en Algérie (IOB):

Le décret législatif n° 93/10, du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17 Février 2003¹⁸ relatif à la bourse des valeurs mobilières a défini le statut des intermédiaires en opérations de bourse (IOB) auxquels il a confié le monopole de la négociation des valeurs mobilières en bourse.

L'activité d'IOB peut être exercée après agrément de la COSOB par les sociétés commerciales constituées à titre principal pour cet objet, les banques et les établissements financiers. A cet effet, la Loi stipule que : « les intermédiaires en opérations de bourse doivent présenter des garanties suffisantes notamment en ce qui concerne la composition et le montant de leur capital, leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, les garanties et cautions à présenter, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants et de leurs agents ainsi que la sécurité des opérations de leur clientèle. »¹⁹

Dans les limites fixées par la COSOB, les IOB sont chargés notamment de :

- ✓ Placement des valeurs mobilières ou de produits financiers pour le compte d'un émetteur;
- ✓ Négociation sur le marché pour le compte de ses clients;
- ✓ Gestion en vertu d'un mandat, d'un portefeuille de titres;
- ✓ Activité de contrepartie;
- ✓ Démarchage relié à l'une des activités citées ci-dessus.
- ✓ L'activité des IOB est élargie à de nouveaux domaines tels que la garantie de bonne fin des opérations financières, le conseil des investisseurs...

Toutefois, la COSOB peut limiter l'agrément délivré à un intermédiaire en opérations de Bourse à une partie des activités citées ci-dessus, ainsi, on distingue deux catégories d'IOB :

¹⁸ http://www.cosob.org/reglementation/reglementation-loi_03_04.pdf

¹⁹ Article 8 du décret législatif n° 93-10 du 23/05/1993 portant sur la création de la Bourse de valeurs mobilières d'Alger.

➤ **Les IOB en pleine activité :**

En plus d'être négociateur sur les valeurs mobilières admises en bourse, l'IOB de pleine activité exerce une ou plusieurs de ces activités :

- ✓ Réaliser pour son propre compte des opérations sur les valeurs mobilières pour réguler le marché ou assurer la liquidité d'un titre ;
- ✓ Gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières pour le compte d'un client en vertu d'un mandat ;
- ✓ Placer des valeurs mobilières pour le compte d'un émetteur faisant appel public à l'épargne (cas d'une émission) ;
- ✓ Faire du démarchage pour la souscription de valeurs mobilières en utilisant des moyens de communication pour rechercher des clients potentiels.

➤ **Les IOB à activité limitée :**

C'est l'IOB qui se limite aux négociations de valeurs mobilières ; c'est-à-dire à l'exécution des ordres d'achat et de vente sans se porter contrepartie ni offrir des services de gestion de portefeuille, de placement ou de démarchage.

En 2010, la place financière d'Alger compte six IOB représentant les Banques publiques suivantes : BNA, BADR, BDL, CNEP BANQUE, BEA et le CPA.

Au final, on voit que les trois marchés ont fini par se doter de toutes des instances administratives et professionnelles nécessaires au bon fonctionnement de ces bourses. Toutefois, les différences résident dans les dates de leurs installations.

Section 2 : organisation et fonctionnement des marchés financiers maghrébins.

La modernisation de la bourse ne se limite pas à la doter d'une nouvelle salle et d'outils informatiques, mais d'un mode d'organisation qui répondrait à la réalité des entreprises existantes dans le pays où elle est implantée. Un marché financier ne peut se développer s'il est composé de compartiments réservés aux entreprises de grandes tailles.

Le marché financier devrait être un mode de financement palliatif au financement bancaire pour les entreprises n'ayant pas accès aux crédits bancaire telles les moyennes et petites entreprises. A cet effet, le marché doit être compartimenté conformément à la structure de l'appareil productif du pays dans lequel il est implanté, avec un mode de cotation adapté au niveau de liquidités des valeurs qui y sont négociées.

Cette segmentation a essentiellement une vocation marketing : favorise la vente de titres aux investisseurs en leur rendant aisément repérable la catégorie de valeur à laquelle ils s'intéressent. Elle se double d'une segmentation technique qui distingue les modes de cotation.

La segmentation du marché secondaire reprend un schéma organisationnel global commun à tous les marchés financiers développés à quelques différences près. Ainsi il convient de distinguer la façon dont est compartimentée chaque bourse des trois pays maghrébins et les modes de cotation appliqués.

2.1\ Structure des marchés :

Les bourses des trois pays maghrébins sont compartimentées comme suit :

2.1.1\ Les compartiments de la bourse de Casablanca²⁰ :

Le fonctionnement des marchés de cotation est réglementé par le CDVM en vertu du règlement général de la bourse qu'il édicte.

Le marché de la Bourse des valeurs comprend deux marchés de cotation :

- Le marché central ;
- Le marché de Blocs.

²⁰ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21#>

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

Cette architecture, alliée au nouveau système de cotation électronique, représente la solution aux imperfections qui caractérisaient la précédente organisation du marché. (Cession directes et criée).

- **Le marché central :**

Le marché central est un marché où sont confrontés tous les ordres d'achat et de vente. Toute transaction portant sur un titre coté doit obligatoirement passer par le marché central. De ce fait, on trouve la nature d'un mécanisme de négociations centralisé dirigé par les ordres.

- **Le marché de blocs :**

Du fait de l'absence d'une contrepartie suffisante, certains ordres de Bourse d'une certaine importance ne peuvent être satisfaits. Ainsi, la bourse de Casablanca regroupe l'ensemble des titres de blocs permettant l'exécution immédiate de ces ordres avec pour conditions : un nombre de titres au moins égal à la taille de bloc fixée par la Bourse et un cours inclus dans la fourchette de prix issus de la cotation.

2.1.1.1\ Les marchés des actions :

La cote de la Bourse des valeurs comprend trois compartiments de négociation dont l'accès est fonction de la taille de la société, ses résultats obtenus, la part du capital à diffuser ; Et qui sont comme suite :

- Le premier marché (principal):

Seuls peuvent être inscrits au premier marché les titres de capital des grandes sociétés dont les conditions d'accès sont fixées par l'autorité de bourse.

- Le second marché (développement):

Peuvent accéder au second marché les entreprises de taille moyenne qui réalisent un chiffre d'affaire de plus de 50 MDH avec d'autres conditions d'admission fixées par l'autorité de bourse.

- Le marché de croissance :

Créé en septembre 2000 dans le souci de répondre aux besoins de financement des jeunes entreprises, à fort potentiel de croissance, constitué majoritairement de PME et de PMI.

Le marché de croissance offre une grande souplesse en matière d'admission (chapitre II, partie II). Ce qui permet l'introduction d'entreprises très jeunes.

2.1.1.2\ Le marché obligataire :

L'appel au marché par le biais d'émission obligataires se fait sur deux compartiments suivant l'encours de l'emprunt.

➤ Le premier compartiment :

Sont admis à la négociation au premier compartiment les titres de créances représentatifs, d'émissions obligatoires dont l'encours minimum est de 20 millions de dirhams émanant d'une personne morale justifiant des états financiers des trois derniers exercices.

➤ Le deuxième compartiment :

Les personnes morales candidates à ce marché doivent émettre des emprunts obligataires portant un cours minimum de 10 millions de dirhams. Justifier des bilans des trois derniers exercices certifiés.

2.1.2\ Les compartiments de la bourse de Tunis ²¹:

Les titres des sociétés FAPE qui sont négociés en Bourse se répartissent en deux types: les titres qui sont admis à la Cote de la Bourse et les titres qui sont négociés sur le marché Hors-cote.

2.1.2.1\ La cote de la Bourse

La Cote de la Bourse est ouverte à la cotation des titres de capital et de créance émis par les sociétés anonymes qui répondent aux conditions d'admission et de séjour prévues par la réglementation boursière ainsi que des titres de créance émis par l'Etat (BTA) et les collectivités publiques locales.

La Cote de la Bourse comporte : deux marchés pour les titres de capital et un marché obligataire pour les titres de créance.

- Les marchés des titres de capital : Ils se composent d'un marché principal et un marché alternatif. Ils sont ouverts aux sociétés qui répondent aux conditions de séjour exigées par la réglementation boursière.
- Le marché principal : est réservé aux grandes entreprises

²¹ <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/?view=organisation>

- Le marché alternatif²² : Le marché alternatif créé en 2007 est destiné à donner, aux petites et moyennes entreprises et à celles aux perspectives prometteuses, une alternative qui leur donne un accès au marché financier dans des conditions allégées et adaptées à leurs tailles, besoins et objectifs. Il s'agit d'un marché sur mesure pour les PME. Il est également ouvert aux grands projets se proposant de s'ouvrir dès le départ à l'actionnariat public. L'une des principales conditions d'accès est la diffusion de titres dans le public à hauteur de 10 % au moins du capital social ; et avoir au minimum 100 actionnaires. Les entreprises qui s'y introduisent bénéficient de l'avantage fiscal suivant :
 - Impôt sur les sociétés réduit à 20 % pendant 5 ans à condition de diffuser dans le public au moins 30 % du capital
 - Exonération de la plus-value réalisée lors de l'introduction.

➤ Le marché obligataire :

Ce marché est constitué par des titres de créances de l'Etat, des collectivités publiques, ainsi que des organismes de droit privés. Les emprunts obligataires doivent satisfaire certaines conditions fixées par le règlement de la bourse.

Sur ce marché peuvent être négociés les titres de créances de l'Etat tels Bons de Trésor Négociables en Bourse et les Bons de Trésor Assimilables qui sont émis par voie d'adjudication exclusivement réservé aux spécialistes en valeurs de trésor.

2.1.2.2\ Le marche hors cote

Ce marché est considéré comme un marché libre qui regroupe les sociétés faisant appel public à l'épargne et qui ne sont pas admises à la cote de la bourse. Ces sociétés présentent moins de garanties que les sociétés admises en cote, notamment pour les questions de transparence au niveau de l'information et de diffusion du capital au public.

2.1.3\ Les compartiments de la bourse d'Algérie :

La Bourse d'Alger est composée de deux compartiments :

²² <http://www.bvmt.com.tn/alternatif/>

2.1.3.1\ Le compartiment des valeurs mobilières :

Dans ce compartiment se négocient les titres de capital et les titres de créances. En 2010, on trouve au niveau de la Bourse d'Alger cinq sociétés cotées :

-Trois sociétés pour les actions (Groupe SAIDAL, EGH EL AURASSI et ALLIANCE ASSURANCES) ;

-Trois entreprises pour les obligations non échues (Sonelgaz, Algérie Télécom et DAHLI).

Les valeurs Mobilières se négocient deux fois par semaine à savoir les lundis et mercredis.

2.1.3.2\ Les Obligations Assimilables du Trésor :

Dans le cadre de la poursuite des réformes menées par le Ministre des Finances visant à réhabiliter le rôle de la finance de marché des capitaux dans le financement de l'économie nationale et à dynamiser le compartiment boursier , il a été procédé en date du 11 février 2008 , à l'introduction des Obligations Assimilables du Trésor (O.A.T) au niveau du parquet de la Bourse d'Alger dont l'encours s'élève en 2010 à plus de 272 milliards de Dinars, en 2011 il y a 23 lignes cotées.

Les Obligations Assimilables du Trésor présentant des maturités de 7, 10 et 15 ans sont négociées par l'entremise des Intermédiaires en Opérations de Bourse et les compagnies d'assurances ayant le statut de Spécialistes en Valeurs du Trésor à concurrence de cinq séances par semaine.

2.2\ Les modes et systèmes de cotation.

La révolution des marchés est déterminée par la capacité de traitement numérique, la baisse du coût des solutions informatiques, des mémoires et des traitements. Cet ensemble parait garantir une capacité, à intégrer dans un cours, un prix ou la totalité de l'information disponible à chaque moment.

La capacité des réseaux boursiers à gérer et à diffuser en continu des références de prix qui expriment la situation instantanée du marché de milliers de valeurs, à projeter à chaque instant la synthèse de milliers de décisions individuelles en un prix, un taux d'intérêt, un cours, à permettre à chacun, à tout moment, et presque directement, d'intervenir pour prendre position sur la base de ces informations est un puissant facteur de la multiplication des échanges, du développement et de l'accélération des transactions. En conférant, au marché les

moyens techniques et système électronique développés de cotation conduirait à assurer une audience sans commune mesure et aboutirait à la recherche de fluidité, d'ubiquité et d'instantanéité. Alors qu'en est-il des bourses maghrébines ?

2.2.1\ La plate forme NSC à Casablanca :

La bourse de Casablanca déploie un nouveau système de cotation qui vient en remplacement de l'ancien système mis en place depuis 1997 et qui a montré ses limites en présentant des dysfonctionnements dû à l'évolution du volume des transactions qui ont été multipliées par 16 en 5 ans.

Plus avancé technologiquement, il s'agit d'une plate forme dite « **V 900 du Nouveau Système de Cotation Electronique NSC** ».Le NSC est en effet, un système de cotation mis en place par le premier fournisseur de solutions informatiques pour le secteur financier « **Atos Euronext Market** » et utilisé par plus de 15 bourses internationales développées et émergentes.

L'adoption de ce système traduit la volonté de la bourse marocaine à s'aligner aux normes internationales et d'offrir aux intervenants du marché des solutions répondant mieux à leurs besoins.

Toutes les valeurs mobilières cotées à la Bourse de Casablanca sont négociées, sur le système de cotation électronique à partir des stations de négociation mises à la disposition des sociétés de bourse. Les ordres de bourse saisis par les négociateurs des sociétés de bourse sont automatiquement classés par limite de cours et par ordre chronologique dès leur introduction sur la feuille de marché. Leur exécution est sujette à deux règles de priorité :

Priorité par rapport au prix d'abord, puis une priorité par rapport au temps de réception de l'ordre. Deux ordres de même sens à un même prix seront exécutés suivant leur ordre de saisie.

-Les méthodes de cotation :

Sur le Marché Central, les valeurs mobilières sont négociées en fonction de leur liquidité :

- Les valeurs les moins liquides sont cotées au fixing ;
- Les valeurs moyennement liquides sont cotées au multifixing ;
- Les valeurs les plus liquides sont cotées en continu.

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

La répartition des valeurs entre chaque mode de cotation est déterminée par la Bourse de Casablanca.

Le cours retenu pour le calcul des indices et la diffusion de l'Information est le dernier cours traité ou le cours ajusté en cas d'opérations sur titres.

-La séance de cotation au fixing²³

La pré-ouverture : pendant cette phase, les ordres introduits, par les sociétés de bourse, sur le système de cotation électronique sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans provoquer de transactions.

L'ouverture : l'ouverture de la séance, le système électronique confronte, pour chaque valeur, les ordres présents sur la feuille de marché. Si cette confrontation le permet, il se dégage un cours d'ouverture. Ce qui favorise l'échange du plus grand nombre de titres. Puis une phase d'intervention surveillance.

-La séance de cotation au multifixing

Elle applique la même méthode de cotation que le fixing avec, toutefois, une seule différence : l'existence de trois ouvertures. Le Multifixing peut donner lieu à trois cours d'ouverture au plus par séance de bourse.

-La séance de cotation en continu²⁴

La pré-ouverture : Pendant la phase de pré-ouverture, les sociétés de bourse transmettent au système de cotation électronique des ordres à partir des équipements mis à leur disposition. Les ordres introduits sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans provoquer de transactions. Ils peuvent être modifiés ou annulés. Un cours théorique d'ouverture est calculé et diffusé en permanence à chaque fois qu'un ordre est introduit, modifié ou annulé.

La séance : Après l'ouverture et jusqu'à la pré-clôture, les ordres sont exécutables en continu. La cotation en continu se traduit par la confrontation de tous les ordres au fur et à mesure de leur prise en charge par le système de cotation électronique et, si cette confrontation le permet, par la détermination d'un cours instantané pour chaque valeur et la réalisation des transactions.

²³ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/Content.aspx?IdLink=39&Cat=21>

²⁴ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21>

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

La pré-clôture : Pendant la phase de pré-clôture, les sociétés de bourse transmettent, au système de cotation électronique, des ordres à partir des équipements mis à leur disposition. Les ordres introduits sont automatiquement enregistrés dans la feuille de marché sans provoquer de transactions. Ils peuvent être modifiés ou annulés.

Un cours théorique de clôture est calculé et diffusé en permanence à chaque fois qu'un ordre est introduit, modifié ou annulé.

La clôture : A l'heure de clôture, il est procédé pour chaque titre à la confrontation des ordres préalablement enregistrés et, si cette confrontation le permet, à la cotation d'un cours de clôture. A cet instant, il n'est plus possible d'introduire, de modifier, ni d'annuler les ordres préalablement saisis.

Phase de cotation au dernier cours (Trading At Last) : Cette phase intervient après le fixing. C'est une phase de cotation au dernier cours traité, ou à défaut au cours de référence, pendant laquelle il est possible d'entrer des ordres et de les exécuter au dernier cours et à ce cours seulement.

Pendant la phase de cotation au dernier cours, les ordres compatibles sont appariés instantanément à l'aide de l'algorithme FIFO (basé sur la priorité temporelle).

Phase d'intervention surveillance : Pendant cette période, il n'est plus possible, pour les sociétés de bourse, de saisir des ordres, d'annuler ni de modifier les ordres préalablement saisis. La surveillance des marchés peut toutefois intervenir sur le système de cotation pour créer, annuler ou modifier des transactions et annuler des ordres. L'enchaînement des différentes phases d'une journée de bourse varie selon le mode de cotation (continu ou fixing) et les modalités retenues pour chaque groupe.

Dans le cadre de l'implantation de la version 900 du nouveau système de cotation (NSC) mis en place en 2008, la Bourse de Casablanca a déployé le 02 novembre 2009, la fonctionnalité «phase de cotation au dernier cours», dite également «Trading At Last»²⁵. Cette phase est programmée, pour les valeurs cotées en continu, durant les 5 minutes qui suivent le fixing de clôture (de 15h30 à 15h35). Elle permet de négocier au dernier cours traité, ou à défaut au cours de référence, les ordres saisis et exécutés partiellement ou non exécutés, ainsi que les ordres n'ayant pu être saisis durant la séance de cotation.

Le Trading At Last confère aux investisseurs plus de possibilités pour saisir les opportunités d'investissement, et plus de liquidité au marché boursier. Par ailleurs, la cotation

²⁵ Rapport annuel bourse de Casablanca 2009, P61.

au dernier cours donne la possibilité de modifier ou d'annuler certains ordres, selon des conditions bien définies. Durant cette phase, les transactions de blocs ne sont pas autorisées.

2.2.2\ Le mode de cotation en Tunisie ²⁶:

Depuis le 26 octobre 1996, la BVMT s'appuie sur un système de négociation informatisé avancé, il s'agit de SUPERCAC UNIX développé par EURONEXT.

Ce système est utilisé par plusieurs bourses développées (Paris, Chicago, Toronto, Bruxelles...).

La bourse de Tunis diffuse les informations en temps réel aux intervenants et aux investisseurs. Elle est directement reliée à l'agence internationale REUTERS et BLOOMBERG.

La bourse de Tunis a été la première bourse arabe et émergente à adopter la technologie de SUPERCAC UNIX (CAC : cotation assistée en continu). Deux modes de cotation sont adoptés : le fixing pour les valeurs les moins liquides et la cotation continue pour les valeurs les plus liquides.

La négociation des titres à la Bourse de Tunis se fait quotidiennement du lundi au vendredi. A partir du mois d'Octobre 2008, la Bourse de Tunis a rallongé la durée de la séance de cotation qui est passée à 5 h 10 mn. Ses marchés sont désormais accessibles de 9 h à 14 h 10 mn.

Les ordres d'achat et de vente passés par les clients sont introduits dans le système de cotation pour être confrontés en fonction du degré de liquidité du titre selon deux manières :

- les valeurs les moins liquides sont cotées selon le mode du fixing.
- les valeurs les plus liquides sont cotées selon le mode continu.

Les valeurs cotées dans le système sont divisées en groupe. Chaque groupe de valeurs obéit aux mêmes règles de cotation.

- La cotation par fixing

La confrontation des ordres sur les valeurs cotées selon le mode du fixing se déroule de la manière suivante:

- une phase de pré ouverture, de 9h à 10h : au cours de cette phase, les ordres sont saisis sans donner lieu à des transactions. Le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO) qui constitue le cours théorique d'équilibre à un instant donné.

²⁶ Bourse de Tunis, « Le Guide d'investissement en bourse », P12.

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

- l'ouverture par un fixing à 10h: le système détermine alors le cours d'équilibre qui constitue le cours d'ouverture unique (CTO) et sert à la réalisation effective des transactions.
- Après l'ouverture de 10 h, les valeurs cotées selon le mode du fixing retournent dans une nouvelle phase d'accumulation des ordres. La Bourse organise un deuxième fixing à 11h30 puis un dernier fixing à 13h qui va déterminer un cours de clôture.
- La négociation au dernier cours se déroule de 13h à 13h05 au cours de clôture. Dans cette phase, les ordres passés dans le système seront négociés au cours de clôture.

- La cotation en continu

La confrontation des ordres sur les valeurs cotées selon le mode du continu se déroule comme suit :

- une phase de pré ouverture, de 9h à 10h : au cours de cette phase, les ordres sont saisis sans donner lieu à des transactions. Le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO).
- l'ouverture par un fixing à 10h: le système détermine alors un cours d'ouverture unique qui sert à la réalisation effective des transactions.
- Après l'ouverture et au cours de la séance en continu (de 10h à 14h) : l'entrée d'un ordre dans le système peut provoquer une transaction instantanée dès lors qu'il existe une limite compatible de sens opposé.
- Une phase d'accumulation des ordres de 14h à 14h05 : dans cette phase les ordres sont saisis sans provoquer des transactions, le système ne fait qu'afficher un cours théorique d'ouverture (CTO) qui constitue le cours théorique d'équilibre à un instant donné.
- Un fixing de clôture à 14h05: le système détermine alors le cours d'équilibre qui sert à la réalisation effective des transactions, c'est le cours de clôture.
- La négociation au dernier cours se déroule de 14h05 à 14h10 au cours de clôture. Dans cette phase, les ordres passés dans le système seront négociés au cours de clôture.

2.2.3\ La cotation à la bourse d'Alger :

La méthode de cotation retenue par la bourse d'Alger est la cotation au fixing électronique ce qui permet d'établir un cours quotidien en confrontant pendant une durée déterminée les ordres d'achat et de vente pour arrêter un cours d'équilibre, la confrontation des ordres est faite par outil informatique.

Les séances se tiennent deux fois par semaine lundi et Mercredi. La séance débute à 9h30 du matin et prend fin avant midi, elle se déroule selon les phases suivantes :

- 9h20 : appel électronique des IOB
- 9h30 : ouverture de la séance
- 10h15 : saisie des ordres par les agents négociateurs sur la station de négociation
- 10h30 : impression des registres saisis pour vérification
- 10h40 : traitement des ordres saisis
- 10h50 : traitement des blocs, déclaration et enregistrement des transactions de blocs
- 11h05 : affichage et édition des résultats
- 11h15 : clôture de la séance

L'instauration d'un système de cotation électronique permettra d'aller en avant vers la cotation au continu. En effet, ce système est valable pour un petit marché tel que celui de l'Algérie ou seulement six IOB interviennent.

2.3\ Les coûts de transaction :

La réduction des coûts de transaction, autrement dits des commissions perçues par la société de gestion de la bourse et celles perçues par les intermédiaires, est un élément d'attractivité de la bourse pour les investisseurs et encouragent l'augmentation des transactions.

2.3.1\ Les coûts de transaction à la bourse Casablanca²⁷ :

Toute transaction sur le marché boursier est réalisée par l'intermédiaire d'une société de bourse.

²⁷ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=59&Cat=6>

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

Toute transaction boursière est ainsi soumise à plusieurs commissions rémunérant les prestations de la société gestionnaire (Bourse de Casablanca), et de la société de bourse intermédiaire, soit:

- **Commissions Bourse de Casablanca**, 0.1% du montant des transactions sur des actions et 50dhs par transaction sur des obligations ;
- **Commissions de courtage**, perçues par les sociétés de bourse, dont le taux est fixé à 0.6% au maximum du montant de la transaction sur des actions, et 0.3% du montant de la transaction sur des obligations ;
- Commissions perçues lorsque le compte titre est tenu par une banque dépositaire: Commissions de collecte d'ordres, 0.1% et commissions de règlement, livraison des titres, 0.2%.

Enfin, le montant total des commissions est lui même soumis à la TVA à hauteur de 10%.

2.3.2\ Les coûts de transaction à la bourse de Tunis²⁸ :

Toute transaction en bourse, qu'il s'agisse d'un achat ou d'une vente d'actions ou d'obligations, s'accompagne de frais de transaction. Ceux-ci sont composés de commissions à l'intermédiaire en bourse et à la bourse. Ces commissions n'excèdent généralement pas 1 % du montant de l'opération.

2.3.3\ Les coûts de transaction à la bourse d'Alger²⁹ :

L'adoption d'un nouveau règlement en 2009 en remplacement du règlement n° 98-01 du 15/ 10/ 1998, qui :

- fixe les commissions perçues par la SGBV, comme suit :
 - a. sur titres de capital à 0,15% au lieu de 0,25%
 - b. sur titres de créances à 0,10% au lieu de 0,15%
- et augmente le plafond de la commission d'admission de l'émetteur (0,05% de l'encours nominal) de 1000 000 DA à 2 500 000 DA.

Toutefois, l'impact de cette action restera limité si les IOB ne font pas l'effort de réduire les commissions perçues par eux sur les transactions en bourse.

²⁸ Bourse de Tunis, « Le Guide de l'investissement en bourse », P08.

²⁹ Rapport annuel COSOB 2009, 24.

Chapitre I : Architecture des marchés financiers maghrébins

Pour les trois bourses les coûts de transaction n'excèdent pas les 1%.

Au terme de cette section, on constate que la bourse de Tunis et celle de Casablanca sont à peu près similaire en terme de modes de cotation et des technologies utilisées, contrairement à la bourse d'Alger qui ne possède pas de plate forme électronique, et dont le seul mode de cotation est le fixing deux fois par semaine, ce qui reflète le manque de profondeur de cette bourse. L'autre différence réside dans la segmentation de ces marchés, où on voit bien que le marché algérien est seulement réservé aux grandes entreprises, contrairement au marocain qui réserve un compartiment pour les PME/PMI. La Tunisie aussi a emboîté le pas par la création du marché alternatif, réservé au PME/PMI.

Dans cette logique, la Bourse de Tunis a initié en avril 2009 un partenariat avec le Centre des Jeunes Dirigeants de Tunisie, visant à renforcer la culture boursière des jeunes dirigeants, par la vulgarisation des mécanismes de financement à travers le marché financier et l'assistance des jeunes promoteurs pour accéder au marché alternatif³⁰. Cette donne est importante vu que le secteur privé de ces trois pays est composé de petites et moyennes entreprises.

L'un des grands chantiers sur lesquels travaillent les autorités et les opérateurs du marché financier marocain est la mise en place d'un marché à terme. Ce compartiment, qui permettra l'utilisation des instruments de couverture contre le risque (contrats à terme, options, swaps...) et le règlement à échéance des opérations boursières, donnera une réelle avancée à la Bourse de Casablanca par rapport aux places de la région.

Cela dit, certains professionnels estiment qu'il est encore tôt pour lancer un tel marché au Maroc. «Le grand public a toujours du mal à maîtriser les produits classiques échangés en Bourse. Lui compliquer la tâche en introduisant des instruments plus sophistiqués peut se traduire par davantage de désintérêt de la part de cette catégorie d'investisseurs». Mettre en place aujourd'hui un marché à terme coûtera beaucoup d'argent alors qu'il ne sera utilisé que par un petit nombre d'institutionnels.

Certes, il pourrait séduire certains investisseurs étrangers qui verraient en la Bourse de Casa un marché développé. Mais pour nombre de professionnels, la priorité actuelle est d'accroître la maturité du marché et d'instaurer une vraie culture boursière au sein du grand public en prenant les mesures nécessaires pour encourager les introductions et l'investissement des personnes physiques en Bourse.

³⁰ Rapport d'activité Bourse de Tunis, P19.

Conclusion :

On constate que les deux places Tunisienne et casablancaise restent au même niveau de développement sur le plan de l'organisation, de la réglementation et des technologies utilisées. Cependant les trois places, disposent toutes de sociétés gestionnaires autonomes dont la principale mission est d'assurer la liquidité et la transparence de leurs marchés. Sur les trois places, l'activité de courtage est l'exclusivité d'intermédiaires agréés qui doivent être indépendants par rapport aux intérêts des investisseurs et disposer des moyens nécessaires pour exercer leur métier. L'organisation et le contrôle de ces marchés sont, quant à, eux, assurés par des entités comparables, sur la base d'une réglementation conforme aux directives de l'organisation internationale des commissions de valeurs.

Un autre point commun qui rapproche les deux places tunisienne et casablancaise, qui a trait à la segmentation de leur marché, les deux offrent des opportunités d'accès plus large au marché via, la réservation de compartiments pour les grandes, petites et moyennes entreprises et donc cela permet, d'une part, à ces petites et moyennes entreprises de trouver une alternative au financement bancaire dont elles n'ont pas souvent accès, et, d'autre part, permet à la bourse d'augmenter le nombre d'entreprises cotées, d'améliorer la taille de leurs marchés, de façon à mieux contribuer au financement de l'économie. Quant à l'Algérie, elle n'est pas mieux dotée en termes de technologie. Le mode de cotation reste le fixing, ce qui reflète le manque de liquidité. De plus c'est une bourse qui est exclusivement réservée aux entreprises de grandes tailles, ce qui contraste avec les caractéristiques des entreprises algériennes.

Mais, il faut dire que ces avancées en terme d'organisation, ne se sont pas faite du jour au lendemain, il faut tenir compte du fait que la création de la bourse de Casablanca et de celle de Tunis sont plus ancienne. A cet effet, ils ont pu acquérir une certaine expérience, et développer des compétences dans ce domaine, et donc de mieux détecter les failles de leur système.

Enfin, l'étude de la performance de ces trois bourses via des indicateurs précis, permettra de mieux évaluer la portée de chacune et ça sera l'objet du chapitre suivant.

**CHAPITRE II: PERFORMANCE
DES MARCHES BOURSIERS
MAGHREBINS**

Introduction :

Depuis leur création et surtout à partir des années 2000, les bourses maghrébines ont entrepris de sérieuses réformes pour dynamiser leurs activités. Parmi ces réformes, on peut noter l'adoption d'un système électronique de cotation et de transactions, la création d'une autorité des marchés financiers pour surveiller les activités reliées aux marchés, la mise en place d'une chambre de compensation ou de règlement et de dématérialisation des titres, la réduction de la durée de règlement des transactions, la mise en place d'un fonds de garantie qui protège les investisseurs des risques de défaillance, l'ouverture des marchés aux investissements étrangers en réformant le cadre réglementaire et fiscal pour leur permettre de rapatrier en tout ou en partie leurs capitaux et leurs gains non (ou peu) taxés. A côté de cela, les réformes entreprises par les pouvoirs publics afin d'améliorer le climat des affaires, pour encourager l'investissement local et étranger et la volonté de dynamisation par une politique de privatisation via la bourse.

Pour évaluer l'impacte de ces réformes sur les marchés financiers des dits pays du Maghreb, nous allons consacrer ce chapitre à l'analyse des performances de ces trois bourses.

La théorie ne fournit pas une mesure unique du développement du marché boursier. Les mesures suggérées pour mesurer le développement du marché boursier sont essentiellement relatives au nombre d'entreprises cotées (introduite), à la taille du marché, son rendement et sa liquidité. Notre étude se focalisera en grande partie sur le marché des actions, vu que la performance d'une bourse est souvent reflétée par la taille de ce marché.

De ce fait, la première section de ce chapitre sera consacrée à l'analyse du nombre de sociétés cotées après avoir mis la lumière sur les procédures, avantages et inconvénients d'une introduction en bourse.

Quant à la seconde section, elle sera consacrée à l'étude de la taille du marché et à sa liquidité.

Section 1 : L'introduction en bourse :

Sur les marchés financiers s'échangent les actions des sociétés, qui ont été introduites à la cote d'un marché réglementé ou organisé. Cette fonction du marché primaire, nommée « listing », est devenue plus importante à mesure que les préoccupations de sécurité des investisseurs ont révélé que la confiance était le premier actif stratégique d'un marché. Le développement des marchés financiers peut être interprété comme le résultat d'une "demande" exprimée par le secteur productif : si la première révolution industrielle a privilégié l'autofinancement, la deuxième (milieu du 19^{ème} siècle), fondée sur des industries plus exigeantes en capitaux a nécessité la mise en œuvre de nouvelles modalités de financement à travers le poids croissant des sociétés par action (exemple des chemins de fer), la causalité (développement des marchés financiers facilite la croissance) peut alors être inversée (processus de croissance nécessite un nouveau mode de financement, ce qui suscite le développement des marchés financiers).

Le dynamisme d'un marché financier s'appréhende via le dynamisme du marché d'actions. Seul le marché primaire des actions concourt directement au financement des sociétés en leur permettant de lever des capitaux propres, soit par introduction de la valeur sur le marché, soit par augmentation du capital. Alors que le marché secondaire, la bourse, sur lequel les propriétaires peuvent négocier leurs titres, sert à déterminer la valeur du capital de la société. La hausse ou la baisse d'une action exerce une action fondamentale sur le marché de l'entreprise. Mais aussi sur l'ensemble de l'économie réelle. La hausse d'une action exerce ses effets à travers plusieurs canaux :

- Elle rend moins coûteuse la recherche de nouveaux capitaux, destinés à se désendetter et à alléger ses charges financières ;
- Elle rend moins onéreuse les opérations d'acquisition extérieure, financée par l'échange de titre, ou par augmentation de capital, puisque la monnaie que constituent les titres de l'entreprise représente une valeur plus élevée ;
- Elle contribue à la motivation des salariés et des dirigeants associés aux résultats de l'entreprise ou à la détention de son capital (actionnariat salarié au centre de la recherche d'un compromis post-fordiste entre capital et travail) ;
- Elle augmente les revenus et la richesse financière de ses actionnaires, nourrit un effet richesse qui se traduit par la consommation et l'investissement.

L'importance d'un marché d'action s'évalue en tout premier lieu par le nombre de sociétés cotées autrement dit les sociétés qui s'y introduisent.

1.1\ L'introduction en bourse :

L'introduction en bourse consiste « à accéder pour la première fois à un marché de capitaux et à obtenir une cotation publique » (Sentis, 2004)¹. L'abondance de la littérature économique sur le thème des introductions en bourse témoigne de l'importance accordée à ce sujet. Jusqu'au début des années 1980, la décision de l'introduction en bourse était considérée comme une simple étape dans la vie de l'entreprise. Les études les plus récentes, la considèrent comme dépendante de motivations spécifiques aux entreprises. Des travaux sur les avantages (Rajan 1992 ; Holmström et Tirole 1993 ; Pagano et Röel 1998...) ² et les contraintes d'une telle décision sont apparus dans la littérature. Alors qu'apporte globalement une introduction en bourse aux sociétés cotées et quelles sont leurs motivation et réticences ?

Il y a d'autant de réponses à cette question que de sociétés ou plus exactement que d'attentes et d'efforts des chefs d'entreprises. Ces attentes on peut les classer ainsi :

- Ceux qui veulent transmettre leurs entreprises : dans ce cas là ils ont besoin de la bourse ponctuellement au moment de la transmission ;
- Ceux désireux de financer la modernisation de leurs appareils productifs : dans ce cas là, ils ont besoin de la bourse périodiquement lorsqu'ils lèvent des capitaux ;
- Et ceux qui cherchent la notoriété : dans ce cas, ils ont besoin de la bourse en permanence.

Pour appréhender les bénéfices, souvent difficilement chiffrables, de l'introduction, des auteurs de la littérature économique ont dû mobiliser tout l'arsenal de l'information existante : enquêtes, études, témoignage de chefs d'entreprises. Plus riches d'enseignement est l'étude générale réalisée par DAFSA et Rexecode à la fin de l'année 1996 sur le fonctionnement comparé des sociétés cotées et des sociétés non cotées pendant 3ans de 1992 à 1994. Il apparait que les premières sont plus performante en termes de :

- De croissance de la valeur ajoutée d'abord à un rythme plus rapide à celui des sociétés non cotées ;

¹ Y.BEJAR, « la valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprise technologique nouvellement introduites en bourse (1997-2004) » ; thèse de doctorat en sciences de gestion ; université Paris Dauphine, 2006, P11.

² Idem, P12.

- De capacités à générer des profits ensuite. Les sociétés cotées dégagent un taux de marge (EBE/CF) supérieur à celui des sociétés non cotées ;
- Et enfin, la structure financière des sociétés cotées apparaît plus saine marquée par une capacité d'autofinancement plus élevée et un endettement moindre. Ajouté à cela des dividendes plus élevés.

Ces performances des entreprises cotées sont tirées des avantages que peut procurer une introduction à une entreprise.

1.1.1\ Les avantages de l'introduction en bourse.

L'introduction en bourse présente plusieurs avantages pour l'entreprise émettrice :

-Accroître les possibilités de financement : l'introduction permet l'accès à de nouvelles sources de financement plus importante que le l'emprunt bancaire. L'inscription à la cote permet à la société de disposer aisément de capitaux frais afin de financer des projets d'envergure qui dépassent la capacité de financement des bailleurs de fonds via l'appel public à l'épargne, et de renforcer ainsi ses fonds propres. Elle lui permet également d'acquérir des participations dans d'autres sociétés, en les réglant au moyen des titres cotés, ce qui favorise la croissance externe.

De plus, en diversifiant ces sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédits, ce qui en retour peut lui assurer une levée de fonds à un moindre coût (Rajan, 1992 ; Pagano et al. 1998)³.

-Assurer sa pérennité : L'inscription à la cote permet à l'entreprise d'élargir et de renouveler son actionnariat et d'éviter ainsi son éclatement ou sa dissolution suite au départ d'un actionnaire majoritaire. Le capital social diffusé auprès d'un large public permet aussi à la société de s'assurer une clientèle potentielle importante (à titre d'exemple le capital de TUNISAIR et de MONOMPRIX a été diffusé respectivement auprès de 100000 et de 20000 investisseurs qui constituent autant de clients potentiels). Elle lui permet aussi d'améliorer et d'aiguiser sa stratégie financière et commerciale grâce à un accroissement des résultats, elle lui assure donc un développement et une croissance durable.

-Facteur de mobilisation interne : L'admission à la cote implique un minimum de fiabilité, de transparence et un effort de communication envers ses potentiels et actuels investisseurs. Ce qui conduit l'entreprise à se doter d'un système de contrôle interne efficace et d'un organe de

³ Y.BEJAR, Op citée, P19.

gestion performant et donc adopter un système de «corporate governance», autant de mutations vertueuses qui ne pourront que renforcer la solidité de l'entreprise.

L'introduction en Bourse suscite également la cohésion et la mobilisation du personnel et des cadres de l'entreprise. Cette mobilisation interne constitue un moteur d'une nouvelle performance et d'une croissance accrue.

-Le gain de notoriété : De par la publicité faite autour de l'introduction en bourse, l'admission à la cote d'une société lui permet d'asseoir sa réputation dans le milieu financier, de consolider son image de marque et de renforcer sa crédibilité économique et financière, ce qui constitue un atout majeur dans ses rapports avec ses partenaires commerciaux (banquiers, fournisseurs et clients) mais aussi dans son pouvoir d'attraction de collaborateurs et de partenaires de haut niveau. L'augmentation de notoriété provoque en interne une grande émulation du personnel, elle se traduit aussi par un grand nombre de candidature spontanée à l'embauche.

Au même titre que les motivations, l'introduction en bourse présente également certains inconvénients. Aller en bourse ne présente pas que des avantages car c'est une procédure lourde, complexe et onéreuse, c'est pourquoi il est nécessaire d'apporter un véritable projet de développement qui prouve de réelles perspectives de progression en terme de prise de parts de marché de chiffre d'affaire et de résultats.

1.1.2\ Les inconvénients de l'introduction en bourse:

Venons aux contraintes dont les aspects bénéfiques ne sont d'ailleurs pas forcément à négliger du tout. La principale source de réticences citée dans la littérature est celle de l'importance des coûts liés à l'ouverture du capital. Ces coûts peuvent être préalables à l'introduction (coûts de restructuration engagés pour préparer l'introduction en bourse), liés à l'introduction (coûts de communication interne et coûts de rémunération des intermédiaires financiers) ou encore postérieurs à l'introduction (coûts de sous évaluation).

1.1.2.1\ Les coûts préalables à l'introduction :

Ils sont très variables d'une société à l'autre car ils sont afférents à toutes les modifications jugées nécessaires par la société ou par les introducteurs, dans les domaines : juridique, économique, comptable, organisationnel. Il en est ainsi de la modification éventuelle de la forme sociale, de la création de filiale, du verrouillage du capital pour éviter des opérations hostiles (création d'un holding non coté qui contrôlera la société cotée), de

division des titres (split, pour accroître leur nombre et donc la liquidité), du perfectionnement de la procédure de contrôle des comptes, de la mise en place d'un service de communication financière.

1.1.2.2) Les coûts d'introduction :

Ils comprennent : les frais d'insertion légaux, la rémunération de la société de communication financière, le coût d'organisation des réunions d'informations, coûts de rédactions des notes d'information soumise à l'autorité de marché. Ces coûts sont très variables, ils dépendent du marché d'inscription. Lorsqu'une société fait appel publique à l'épargne à l'occasion d'une introduction, elle est tenue de rédiger un document d'information très complet, adressé sur leur demande aux investisseurs et dont de larges extraits sont habituellement diffusés dans la presse financière (dans un souci de protection des investisseurs à priori intéressés par le titre concerné). L'autorité de marché vérifie préalablement la pertinence de l'information qui y est contenue avant d'y apposer sa signature (son visa). Le refus de visa suspend la procédure et donc l'introduction éventuelle en bourse.

1.1.2.3) Les coûts postérieurs à l'introduction :

Ils regroupent : les frais de publications légales, diffusion du rapport annuel, frais annuels de communication financière (avis financiers dans la presse, réunion avec les analystes et les actionnaires, rémunération de l'agence de communication...). Et on pourrait y ajouter dans cette catégorie, le versement annuel des dividendes dans la mesure où les actionnaires minoritaires sont beaucoup plus sensibles au revenu du placement que les actionnaires d'origine. Ainsi, l'ouverture du capital provoque par ailleurs une perte de confidentialité et oblige l'entreprise à diffuser des informations sur son activité, sa stratégie et ses états financiers, cela peut profiter à la concurrence, dont peuvent également essayer de tirer profit certains clients dans leurs négociations.

Ces principales obligations de transparence financières et comptable et d'information du marché afin d'attirer les investisseurs dans un environnement très concurrentiel engendre un coût en temps, en énergie et argent de la communication.

Cependant, ce formidable exercice de transparence financière, est généralement perçu comme étant vertueux, bénéfique en interne. En effet, il passe par une clarification du projet d'entreprise, auquel il est plus facile d'associer les salariés s'ils sont en même temps actionnaires de la société. Il oblige parfois à une recomposition de tous les liens de l'entreprise, tout est à recommencer, l'organisation de la société et le management des

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

hommes et l'identification des opportunités. De ce fait, cette transparence constitue un facteur motivant et rassurant pour les acquéreurs potentiels d'un côté et un motif incitant ces entreprises à améliorer leur performance afin de gagner la confiance de leurs actionnaires.

Les principales motivations et réticences de la prise de décision de l'ouverture du capital au public sont résumées dans le tableau⁴ qui suit :

Tableau 13 : motivations liées à la décision d'introduction en bourse

Motivations liées à la décision d'introduction en bourse	
• Financement de nouveaux projets	Kim et Weisbach (2005)
• Accroissement du pouvoir de négociation avec les banques.	Rajan (1992) Pagano et <i>al.</i> (1998)
• Accroissement de la liquidité du patrimoine	Modèles de microstructure ¹⁰ Amihud et Mendelson (1988) Mello et Parsons (1998) Bolton et Von Thadden (1998) Boot et <i>al.</i> (2006)
• Surveillance de l'entreprise par la participation des salariés au capital et par la présence d'investisseurs externes	Holmström et Tirole, (1993) Pagano et Roell, 1998
• Reconnaissance de la notoriété de l'entreprise	Merton (1987) Stoughton et <i>al.</i> (2001)
• Cession de l'entreprise	Zingales (1995) Brau et <i>al.</i> (2003) Brau et Fawcett (2006)
• Stratégie de sortie pour l'entrepreneur	Helwege et Parker (2004)
• Profiter des fenêtres d'opportunités (périodes haussières des cours)	Ritter (1991) Jacquillat (1994)
Réticences liées à la décision d'introduction en bourse	
• Coût de l'introduction en bourse (coût de l'opération et de la présence sur la cote)	Ritter (1987)
• Perte de confidentialité	Campbell (1979) Yosha (1995)
• Diffusion d'informations sur l'entreprise	Leland et Pyle (1977), Chemmanur et Fulghieri (1999) Bharath et Dittmar (2006)
<i>Source : Extraits de plusieurs articles</i>	

⁴ Y.BEJAR, Op citée, P 20.

En définitif, la bourse est, pour les dirigeants qui choisissent de s'y introduire, un peu à l'image de ces auberges dites espagnoles dans laquelle qui n'apporte rien n'a rien. Le chef d'entreprise se désintéressant totalement de la bourse et de la carrière boursière de son titre retire-t-il beaucoup d'avantages de l'introduction, autre qu'immédiats ? Il est permis d'en douter. Le bilan à long terme en revanche est beaucoup plus positif lorsque le chef d'entreprise joue véritablement le jeu de la bourse, de la transparence et de la communication, en s'en servant comme autant d'aiguillons pour améliorer sans cesse le fonctionnement de sa société.

1.1.3\ Les procédures d'introduction :

L'introduction en Bourse est une étape décisive dans la vie d'une société, c'est pour cela qu'elle nécessite une longue préparation et la prise préalable d'un certain nombre de mesures.

Le choix d'une procédure est également déterminant et dépend des conditions du marché, de l'ampleur de l'opération, des caractéristiques de la société émettrice...l'introduction en bourse passe par la mise sur le marché d'un certain nombre d'actions : des actions existantes, cédées par des partenaires de la société (des sociétés de capital risque par exemple) qui sortent du capital à l'occasion de l'introduction, et/ou des actions nouvelles à l'occasion d'une augmentation de capital.

On distingue deux types de procédure d'introduction qui peuvent être utilisées de façon concomitante.

1.1.3.1\ Les procédures de marché :

Le placement auprès d'un public élargi et plus diversifié. Ce placement est centralisé par la Bourse. L'attribution des titres est faite selon des critères annoncés à l'avance (mode de répartition, catégories, etc...). Le placement de titres auprès du public est réalisé par les banques et les intermédiaires en bourse. Il est réalisé au moyen de l'une des procédures suivantes :

- L'offre publique de vente;
- La procédure ordinaire (cotation directe) ;
- L'offre publique de souscription (augmentation du capital).

A. L'offre publique de vente :

« L'offre publique de vente...consiste de la part d'un détenteur de titres d'une société inscrite à la cote officielle, à faire connaître au public qu'il est disposé à céder tout ou partie de ses titres à un prix déterminé »⁵. L'OPV ne concerne que les titres de capital déjà émis, autrement dit, elle consiste à redistribuer le capital de l'entreprise en cédant des actions déjà émises à des souscripteurs privés. L'OPV est aussi la technique de privatisation par excellence qui a été utilisée par pratiquement toutes les bourses du monde et qui a connu un franc succès. On peut définir trois modes d'OPV selon la procédure de détermination du prix d'introduction :

-L'offre à Prix Ouvert (OPO) :

Elle consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres en fixant une fourchette de prix. « Les souscripteurs présentent leurs ordres à un cours limité appartenant à la fourchette de prix, et ainsi se construit progressivement le livre d'ordres (book building) »⁶. Progressivement, dans la mesure où la fourchette de prix peut faire l'objet d'une hausse si la demande de titres est très forte, en baisse si les investisseurs sont réticents à participer à l'introduction.

Enfin, le cours définitif est déterminé par la société de bourse en confrontant l'offre et la demande de titres. Le cours d'introduction n'est pratiquement jamais celui qui égalise l'offre et la demande, il est tel que l'offre reste inférieure aux demandes acceptées. Un rationnement se met donc en place. Lorsque l'émetteur le souhaite, il peut cependant recourir à une offre à prix ferme.

-L'offre à prix ferme (fixe) :

Cette procédure consiste à mettre à la disposition du marché une quantité de titres à un prix d'offre fixe définitif. La connaissance préalable du prix est un facteur d'encouragement pour les éventuels investisseurs. Ainsi l'ajustement entre l'offre et la demande se fait exclusivement par les quantités.

L'offre publique à prix fixe a été largement privilégiée dans les pays occidentaux et ce, grâce aux multiples avantages qu'elle offre, soit l'égalité entre les donneurs d'ordre, transparence, diffusion dans le public, toutefois elle présente l'épineux problème de l'évaluation du prix de l'action en l'absence du marché ; l'évaluation économique de l'entreprise doit donc être menée d'une manière rigoureuse.

⁵ L.Abdeladim, Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb (Maroc- Algérie- Tunisie), Les éditions internationales, Alger, 1998 IN P.Pochet, Réflexions sur le régime juridique des privatisations, Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique, 1988, n° 3, p. 369-418, p.389.

⁶ D.Arnoold, « la Bourse et les produits boursiers », Ed Ellipses, 2004, P13.

-L'offre à prix minimal :⁷

Au cours de cette procédure, chaque actionnaire éventuel doit alors communiquer, à l'organisme gérant la place financière concernée, le prix auquel il souhaite se procurer l'action, ainsi que la quantité désirée. Une fois l'ensemble des demandes recensées, le gestionnaire peut ensuite déterminer le prix minimal au dessous duquel aucune proposition ne sera validée, ainsi qu'une fourchette de prix, et la quantité de demandes qui seront satisfaites, cette dernière étant également qualifiée de taux de service.

La procédure adoptée ici vise à donner le prix le plus juste à l'action, écartant non seulement les offres les plus basses mais aussi les offres trop élevées, qui sont alors considérées comme inefficaces, dans l'optique de l'évaluation de la valeur de la société nouvellement cotée

Cette technique a été privilégiée au départ par la Grande-Bretagne car contrairement à l'offre publique à prix fixe, elle ne nécessite pas une aussi grande préparation notamment pour l'évaluation, en effet, c'est le marché qui détermine le prix de vente des actions.

Cependant, cette méthode a connu plusieurs échecs car la réussite de cette dernière est étroitement liée à la conjoncture boursière du moment, elle ne favorise pas non plus l'adhésion des petits porteurs vu l'incertitude qui plane sur le prix. Pour la détermination du prix d'introduction, deux cas sont à envisager :

- L'offre excède la demande : le cours d'introduction sera alors le prix d'offre minimal ;
- La demande dépasse l'offre : La bourse applique la procédure décrite ci-après :

- Calcul d'un Cours Médian (Me) :

Le Cours Médian est le cours qui permet d'atteindre la moitié de la demande globale.

- Calcul de l'Ecart Absolu Moyen par rapport au Cours Médian (Eam) :

L'écart absolu moyen, par rapport au cours médian, nous renseigne sur la dispersion moyenne qui sépare l'ensemble des cours proposés au cours médian, il est donné par la formule suivante :

$$Eam = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^k n_i \times |x_i - Me|$$

⁷ <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/?view=listing-guide>

Tel que :

N : Total de la quantité demandée

n_i : Demande correspondant au cours proposé.

k : Nombre de limites de cours existants.

L'écart absolu moyen trouvé est arrondi au pas de cotation supérieur (indiqué dans l'avis d'introduction).

- Détermination de la fourchette retenue :

Borne supérieure → prix médian majoré de l'écart absolu moyen ($Me + Eam$).

Borne inférieure → prix médian minoré de l'écart absolu moyen ($Me - Eam$).

- Calcul du taux d'allocation et ajustement de la fourchette retenue :

La limite de prix retenu est celle qui permet un taux d'allocation minimal de $\alpha\%$ (fixé par la société de bourse).

Le taux d'allocation se calcule comme suit :

$$\text{Taux d'Allocation} = \frac{\text{Offre Globale}}{\text{Demande Retenue dans la fourchette}}$$

Deux cas sont envisageables :

1. Le taux d'allocation est supérieur à $\alpha\%$: le cours coté, qui servira pour l'introduction des titres objet de la mise en vente, correspondra à la borne inférieure de la fourchette retenue.
2. Le taux d'allocation est inférieur à $\alpha\%$: le cours d'introduction correspondra à la première limite de prix qui est supérieure à la borne inférieure de la fourchette retenue et dont le taux d'allocation est supérieure ou égale à $\alpha\%$. La fourchette retenue sera donc ajustée en borne inférieure par le cours d'introduction.

Cas particulier :

1. Le taux d'allocation est supérieur à 100% : c'est-à-dire que l'offre est supérieure à la demande retenue dans la fourchette. Dans ce cas, il faudra procéder à un élargissement de la fourchette par un ajustement en borne supérieure ou inférieure ou en combinant les deux en même temps.
2. Le taux d'allocation est inférieur à $\alpha\%$: l'ajustement en borne inférieure épuisant toute la fourchette (jusqu'à la borne supérieure) sans atteindre le seuil limite de $\alpha\%$ pour autant, la

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

société de Bourse peut décider du report de l'introduction à une date ultérieure. La société de Bourse publie un avis dans lequel elle annonce le report de l'introduction ainsi que la date pour la seconde OPV en précisant les nouvelles conditions.

Il est à noter que le cours de l'introduction des titres objet de l'offre de vente correspond à la borne inférieure de la fourchette retenue.

- Répartition des titres :

La Bourse détermine la tendance autrement dite le rapport entre la demande et l'offre :

- Si la tendance est supérieure à 1 : La tendance satisfait aux conditions fixées dans l'avis d'introduction, l'offre comporte alors une suite positive et les ordres d'achat retenus seront satisfaits à 100 %.
- Si la tendance est inférieure à 1 : La société de bourse procède à l'allocation des titres en appliquant l'une des modalités de réduction arrêtées telles que précisées dans l'avis d'introduction. Il existe deux modalités de réduction :
 - Une réduction proportionnelle (répartition au prorata).
 - Une réduction non proportionnelle (répartition par pallier).

- Répartition au prorata :

Les demandes sont satisfaites de manière proportionnelle, les titres seront répartis entre les donneurs d'ordre au prorata des demandes exprimées (quantités demandées x ratio de pondération).

$$\text{Ration de Pondération} = \frac{\text{Quantité Offerte}}{\text{Quantité Demandée Retenue}}$$

La quantité de titre attribuée est arrondie au nombre entier inférieur. Dans le cas où il résulte de cette première répartition un reliquat (solde né de la différence entre la quantité offerte et la quantité distribuée lors de la première répartition), un titre supplémentaire sera attribué aux ordres ayant subi un arrondi selon un ordre décroissant des arrondis et un ordre croissant des quantités demandées.

Si cet ordre de priorité est insuffisant pour départager deux ou plusieurs donneurs d'ordre, la société de Bourse recourt à d'autres méthodes de classement (ordre alphabétique, premier arrivé premier servi,...).

Exemple d'une répartition au prorata (Quantité de titres offerts = 100000)⁸

Tableau 14 : Illustration de la méthode de répartition au prorata.

Nbre de donneur d'ordre	Titre dem- andé	Qtité totale	n	Déc- males	Qtité allouée	Itération1		Itération2		Itération3		Itération4		Allocation finale	
						n	Q	n	Q	n	Q	n	Q	n	Q
2000	11	22000	2	.75	4000	1	2000							3	6000
4000	15	60000	3	.75	12000			1	4000					4	16000
1000	19	19000	4	.75	4000					1	1000			5	5000
6600	10	66000	2	.50	13200							1	5300	3	15900
													1300	2	2600
4000	14	56000	3	.50	12000									3	12000
2000	18	36000	4	.50	8000									4	8000
1000	13	13000	3	.25	3000									3	3000
2000	17	34000	4	.25	8000									4	8000
3000	12	36000	3	0	9000									3	9000
3000	16	48000	4	0	12000									4	12000
500	20	10000	5	0	2500									5	2500
29100		400000			87700		89700		93700		94700		100000		100000
		Reliquat			12300		10300		6300		5300		0		

Commentaires du tableau :

- En tout premier lieu, les ordres d'achat sont centralisés au niveau de la société de bourse, validés, regroupés et classés dans le tableau ci-dessus.
- La deuxième étape consiste à Calculer :

$$\text{Le taux d'allocation} = \frac{\text{Quantité Offerte}}{\text{Quantité Totale Demandée}} = \frac{100000}{400000} = 25\%$$

- Puis, les ordres d'achats seront exécutés au prorata de leur demande, arrondis à la partie entière inférieure, exemple : Les 6600 donneurs d'ordre ayant demandé 10 titres auront $10 \times 25\% = 2.5 \cong 2$ titres.
- Il convient ensuite de calculer :

Le reliquat = Quantité offerte – Quantité servie = 100000 - 87700 = 12300 titres.

⁸ S.BRIKI, « privatisation des entreprise publique par le marché financier », mémoire de fin d'étude du diplôme supérieur d'étude bancaire encadré par M.RAHNI et M.FERFARA, Ecole Supérieur de Banques, 2007, P64.

- La dernière étape est l'allocation du reliquat, après avoir distribué un titre supplémentaire aux ordres ayant subi un arrondi de 0.75, il reste $12300 - 7000 = 5300$ titres. Donc, parmi les 6600 donneurs d'ordre (ayant demandé 10 titres) seulement 5300 se verront attribuer un titre supplémentaire. Dans ce cas, les deux premières règles de priorité sont insuffisantes pour les départager, il faut donc recourir aux autres formules.

- Répartition par pallier :

Le mode de répartition des titres au prorata de la demande présente l'inconvénient d'évincer les petits épargnants et de favoriser ainsi les gros investisseurs.

Dans un souci d'équité et pour remédier à cette insuffisance, la société de Bourse a recours à une autre méthode de répartition à savoir la répartition par pallier.

La société de Bourse procède au calcul de la quantité minimale à attribuer à tous les donneurs d'ordre sans exception, les ordres d'achats seront ainsi satisfaits également et ce selon la formule suivante :

$$\text{Quantité Minimale à Attribuer} = \frac{\text{Quantité Offerte}}{\text{Nombre des Donneurs d'Ordres}}$$

Les donneurs d'ordre ayant sollicité une quantité moindre que la quantité minimale se verront automatiquement attribué la quantité demandée.

Les autres donneurs d'ordre auront la quantité minimale en première phase d'allocation. Dans le cas où il résulte un reliquat, il sera réparti selon une combinaison de modes de priorité stipulés préalablement dans l'avis d'introduction (ordre alphabétique, tirage au sort,...) et ce jusqu'à épuisement total des titres.

Exemple d'une répartition par palier (Quantité de titres offerts = 350000)⁹:

Tableau 15 : Illustration de la méthode de répartition par palier.

Nombre de donneurs d'ordre	Titres demandés	Quantité totale demandée	Allocation	
			n	Quantité
6600	10	66000	10	66000
2000	11	22000	11	22000
3000	12	36000	12	36000
1000	13	13000	12	12000
4000	14	56000	12	48000
4000	15	60000	12	48000
3000	16	48000	12	36000
2000	17	34000	12	24000
2000	18	36000	12	24000
1000	19	19000	12	12000
500	20	10000	12	6000
29100		400000		334000
		Reliquat	16000	

Commentaires du tableau :

-Tout d'abord, les ordres d'achat sont centralisés au niveau de la société de bourse, validés, regroupés et classés dans le tableau ci-dessus selon un ordre croissant des quantités demandées en associant à chaque quantité le nombre de donneurs d'ordre correspondant.

-Par la suite il faut calculer la quantité de titres minimale à attribuer (N) :

$$N = \frac{\text{Quantité Offerte}}{\text{Nombre de Donneurs d'Ordre}} = \frac{350000}{29100} = 12.02 \cong 12 \text{ titres}$$

-Les trois premiers paliers ayant demandé respectivement 10, 11, 12 titres seront totalement satisfaits et ne seront pas concernés par la répartition d'un éventuel reliquat. Les autres paliers ayant une demande supérieure à la quantité minimale se verront attribuer 12 titres lors de la première répartition en attendant la distribution du reliquat.

-Il résulte de cette allocation un reliquat de 16000 titres qui sera attribué selon les modes fixés dans l'avis d'introduction.

⁹ S.BRIKI, Ope Citée, P62.

Une fois, Les résultats de l'opération sont rendus publics au cours d'une séance spéciale tenue à la Bourse, ainsi que le règlement livraison des titres via la compensation, les actionnaires en possession de leurs actions effectivement inscrits à la cote, les transactions sur les titres peuvent à présent se dérouler.

B. La procédure ordinaire :

Elle permet à la bourse lorsque le capital de la société est suffisamment diffusé dans le public, de procéder à l'inscription directe de la valeur à la cote pour y être négociée dans les conditions pratiquées sur le marché, à partir d'un cours d'introduction validé par la bourse. Ce type d'opérations est le plus souvent utilisé lors du transfert des titres d'un marché à un autre. Cette procédure peut être appliquée aussi bien à l'introduction de titre de capital (action) qu'à l'introduction de titres de créances (obligation).

Lorsque l'entreprise souhaite, l'extension du capital c'est à dire renforcer ses fonds propres, la technique la plus appropriée sera l'augmentation de capital (l'offre publique de souscription) qui lui permet de se procurer des capitaux frais.

C.L'augmentation du capital :

Ce mode de transfert consiste de la part d'une entreprise à augmenter son capital social par émission de nouvelles actions, via le marché primaire par appel public à l'épargne. La première cotation de ces actions s'effectue sur ce marché, le reste de l'opération se déroule en Bourse. Cette formule représente la source principale de fonds propres d'origine externe qui permettent de renforcer la situation financière de l'entreprise.

Afin d'assurer une valorisation maximale de l'action sur le marché boursier et donc une faible dilution du capital, certaines conditions doivent être réunies :

- Le climat général de la bourse doit être favorable ;
- Les perspectives de la société dans son secteur doivent être appréciables ;
- La politique de l'actionnariat doit être menée par l'émetteur ;
- La fiscalité doit être avantageuse pour l'investisseur et l'émetteur.

« L'augmentation de capital est une opération complexe qui nécessite un calendrier précis, des choix d'opportunités permettant de déterminer les caractéristiques de l'émission, et une intervention des banques pour en assurer la réalisation dans de bonnes conditions »¹⁰. Elle entraîne une dilution du bénéfice par action ainsi qu'une dilution du contrôle.

¹⁰ A.Choinel.G.Rouyer, « Le marché financier : structures et acteurs », Banque Editeur, Paris, 1993, p.197.

Pour assurer une large diffusion des titres et donc le succès de cette opération, l'augmentation du capital se fait via la procédure de placement.

1.1.3.2\ La procédure de placement :

Consécutivement à l'obtention du visa de la notice, la société émettrice désigne un établissement financier, généralement une banque appelée chef de fil, qui sera chargée du placement dans le public des titres objet de l'émission. Le chef de fil va mettre en place un syndicat de placement composé d'un consortium de banques. Durant la période de souscription, les investisseurs ont la possibilité de souscrire à cette émission dans les guichets de banques ouverts à cet effet. A la clôture de la souscription, le chef de fil centralise les résultats de l'opération pour les transmettre à la société de bourse. L'appréciation de la bourse va porter sur la vérification des résultats par rapport aux conditions de la bourse, une fois les conditions réunies, elle informe le marché sur la première cotation du titre.

L'avantage de cette procédure pour l'émetteur est qu'elle s'accompagne ordinairement d'une clause de garantie de bonne fin. En ce sens que le chef de fil s'engage irrévocablement, en solidarité avec le syndicat de placement, à souscrire les titres qui n'auront pas trouvé acquéreurs à l'issue de la souscription, ainsi la société émettrice est prémunie contre le risque de succès mitigé de l'introduction. Dans cette procédure, le plus souvent les titres sont alloués discrétionnairement par les banques aux investisseurs institutionnels.

Enfin, il est à souligner que les procédures de marché sont indispensables dans la mesure où ce sont elles qui aboutissent à la détermination du prix d'introduction et elles sont plus équitables, transparente et aboutissent à un marché moins volatil, dans la mesure où les particuliers conservent les valeurs mobilières généralement plus durablement que les investisseurs institutionnels. Mais, dans la majorité des cas, la procédure de placement jugée plus efficace accompagne la procédure de marché.

Toutes ces procédures suscitées sont utilisées au niveau des marchés financiers marocain et tunisien, pour ce qui est du marché algérien il définit toutes les procédures à part l'OPO et, afin d'encourager l'introduction en Bourse par OPV, il a été décidé dans la loi de Finances de 2010, d'exonérer fiscalement les opérations réalisées par les émetteurs dans ce cadre. Il s'agit en fait d'exonérer la plus value de cession des actions réalisée dans le cadre d'une opération d'introduction en bourse¹¹.

¹¹ Rapport de la COSOB 2010, P24 ;

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

Après avoir présenté les procédures et l'intérêt d'une introduction en bourse, il convient d'évaluer la performance des trois marchés d'action maghrébins car les avantages d'une bourse ne se concrétisent qu'au sein d'un marché dynamique.

Mais avant de se lancer dans ces mesures, il faudrait déjà que le marché soit animé par un nombre considérable de sociétés qui y sont introduites et c'est traditionnellement l'un des critères qui reflète l'importance d'un marché boursier. L'attraction des valeurs sur le système de cotation représentent la respiration du marché et l'indicateur de son dynamisme.

1.2\ Le nombre de sociétés cotées (introduites) :

Tableau 16 : nombre de sociétés cotées

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	3	53	44
2001	3	55	45
2002	3	55	46
2003	3	52	45
2004	3	53	44
2005	3	54	45
2006	2	63	48
2007	2	73	51
2008	2	77	50
2009	2	76	52
2010	3	75	56

Source : les rapports d'activité des trois bourses

L'indicateur le plus visible des marchés financiers, celui que la majorité des professionnels évoquent en premier est le nombre des sociétés cotées.

Au Maroc, La Bourse de Casablanca a connu son véritable essor en 2004, suite à l'introduction de Maroc Telecom sur le marché. La double cotation de l'opérateur sur la bourse de Paris a fait connaître la place marocaine auprès de la communauté internationale. Depuis, la cote s'est élargi de manière significative avant le déclenchement de la crise en 2008 qui a freiné le processus des introductions. Dix opérations ont été réalisées en 2006 et autant en 2007 donc 20 en total, avant que 2008 ne clôture cette dynamique avec 5 introductions seulement. En 2009, 76 le nombre de sociétés cotées à la Bourse de Casa passe de 77 à 76, cela est dû à l'offre publique de retrait Obligatoire de La Marocaine Vie. En octobre 2009, la bourse annonçait un ambitieux plan d'actions pour redynamiser le marché, à

l'époque en pleine crise. L'un des objectifs phares était de porter le nombre des sociétés cotées de 76 à 150 à l'horizon 2015. A partir de 2010, donc, pas moins de 12 sociétés devaient s'introduire chaque année pour que l'objectif soit atteint.

Cependant, La conjoncture et les aléas de l'économie ont eu raison des ambitions, car le nombre d'introductions a été largement inférieur aux objectifs, de ce fait, des sociétés déjà inscrites à la cote se sont retirées du marché. Ce fut le cas de l'agro-industriel LGMC à la fin 2010. C'est le cas aussi des mastodontes Ona et Sni, fusionnés et retirés la même année par souci de leur management de se conformer aux pratiques internationales concernant les holdings. L'impact de la crise a pleinement joué. En 2010, seules deux sociétés, Cnia Saâda et le tunisien Ennakl, ont franchi le pas de la cote et ramené le chiffre des sociétés cotées à 75. Ce chiffre reste inférieur à celui des places égyptien (306) et de Jordanie (276).

Néanmoins, le Maroc devance la Tunisie, qui ne compte que 56 sociétés cotées fin 2010. En dépit de la conjoncture boursière internationale particulièrement difficile due à la crise des subprimes déclenchée au cours de l'année 2007, la Bourse de Tunis a pu maintenir le rythme des bonnes performances. Trois nouvelles introductions de sociétés industrielles ont enrichi la cote de la Bourse en 2007 dont une société a été listée sur le nouveau marché alternatif. Par ailleurs, l'année 2008 a connu la radiation de trois sociétés cotées dont deux effectuées dans le cadre d'opérations de restructuration, mais la bourse a été également marquée par deux introductions en bourse, celle de Poulina Holding Group (71 entreprises opérant dans divers secteurs) la plus importante dans l'histoire du marché tunisien et de la société ARTES (concessionnaire de Renault et de Nissan).

L'année 2009, a connu l'introduction d'une deuxième société au marché alternatif et une autre sur le marché principal. En revanche, en 2010, la Bourse de Tunis a radié de sa cote la société Palm Beach Hôtels Tunisia, suite au lancement par les actionnaires majoritaires d'une offre publique de retrait, mais cela a été conforté par l'enrichissement notable de la Cote de la Bourse grâce à cinq introductions. Quatre d'entre elles ont été réalisées par augmentation de capital au moyen d'offres publiques de souscription portant sur un montant total de 167,3 millions de dinars. La cinquième introduction a été marquée par la société Ennakl par cession d'actions existantes à hauteur de 40% du capital au moyen d'offre publique à prix ferme et ce, dans le cadre d'une double cotation de la société à la Bourse de Tunis (30% du capital) et à la Bourse de Casablanca (10% du capital). Le montant total de l'offre est de 128,4 millions de dinars. Cette opération de double cotation est une première dans l'histoire des deux places financières qu'on pourrait qualifier comme un petit pas vers l'intégration maghrébine. Cette initiative suggère de nouvelles perspectives aux entreprises

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

tunisiennes pour la mobilisation de fonds sur les marchés financiers maghrébins ou européens et la possibilité d'une implantation dans ces marchés. Toutes ces opérations d'ouverture de capital ont connu un franc succès.

Malgré une infrastructure légale et organisationnelle au point (Bourse, COSOB, Algérie Clearing), l'Algérie se classe en dernière position en balbutiant avec seulement trois sociétés cotées. La SGBV débuta les cotations des titres le 13 Septembre 1999, marquant ainsi le vrai démarrage de la Bourse d'Alger, avec :

- la privatisation de la société agro alimentaire ERIAD-Sétif qui a fait objet de l'augmentation de son capital de 20%;
- S'en est suivie celle de l'entreprise de production pharmaceutique SAIDAL par une offre publique de vente à prix fixe portant sur 20 % de son capital social ;
- L'opération de privatisation de l'EGH El Aurassi qui a fait objet d'ouverture de son capital à hauteur de 20% par procédure d'OPV à prix fixe.

Le tableau suivant illustre les principales caractéristiques de l'introduction en Bourse de ces trois entreprises :

Tableau 17: Les principales caractéristiques des trois opérations d'introduction en Bourse

	ERIAD-Sétif	SAIDAL	EL AURASSI
Période de souscription	02.11-15.12.1998	15.02-15.03.1999	15.06-15.07.1999
Nombre d'actions offertes	1.000.000	2.000.000	1.200.000
Nombre total d'actions	4.000.000	10.000.000	6.000.000
Valeur nominale de l'action	1.000	250	250
Prix d'émission	2.300	800	400
Bénéfice par action (BPA)	259,63 (1997)*	39.70 (1997)	36.18 (1998)
PER d'introduction	8,86*	20,15	11,05

* Le BPA et le PER ont été calculés sur la base de 4.000.000 actions et non pas sur les 5.000.000 actions après augmentation de capital d'ERIAD-Sétif.

Source : propre conception sur la base de documents provenant de la bourse d'Alger

En 2006, la Bourse d'Alger compte deux titres de capital (SAIDAL, l'EGH El Aurassi) en raison de l'OPR (Offre Publique de Retrait) proclamée par ERIAD-Sétif en 2006 au regard des difficultés financière de l'entreprise, car les évaluateurs du prix d'introduction des titres, ont surestimé la capacité bénéficiaire d'ERIAD-Sétif, et n'ont pas pris en compte l'environnement dans lequel évoluait l'entreprise, car avec la libéralisation du marché algérien, la levée du monopole et la concurrence due aux importations et à la production privée, ERIAD-Sétif ne pouvait que perdre des parts de marché.

Après une longue absence d'émissions des titres de capital, le marché algérien survivait avec seulement deux sociétés, jusqu'à l'année 2010, un petit souffle a été procuré au compartiment action par l'introduction de la société privée Alliance Assurance via l'augmentation de son capital pour un montant de 1,4 milliard de dinars.

Nous constatons que les chiffres de la bourse de Casablanca et de Tunis se rapprochent, par contre une disparité se creuse vis-à-vis du marché algérien. Plusieurs raisons sont à l'origine de ce décalage, entre autre, celles liées aux conditions d'introduction.

1.2.1\ Les conditions d'introduction :

Les conditions d'admission à la cote des trois marchés boursiers sont les suivantes :

1.2.1.1\ Maroc :

Les sociétés peuvent être éligibles à une introduction en bourse sur l'un des trois marchés actions (le Marché Principal, le Marché Développement et le Marché Croissance) dans la mesure où ils répondent aux critères suivants :

a) les conditions préalables¹²:

Tableau n° 18 : Représente les conditions préalables à l'introduction en bourse au Maroc.

	Marché Principal	Marché développement	Marché Croissance
Profil des entreprises	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
Capitaux propres minimum en millions de DH	50 MDH	Pas de limite fixée	Pas de limite fixée
Chiffre d'affaire minimum en millions de DH	Pas de limite fixée	Plus de 50 MDH	Pas de limite fixée
Nombre d'exercices certifiés	3	2	1
Comptes consolidés	oui (si l'entreprise dispose de filiales)	Facultatif	Facultatif

Source : www.bourse-casablanca.com

b) les conditions additionnelles¹³:

Tableau n° 19 : Représente additionnelles à l'introduction en bourse au Maroc.

	Marché Principal	Marché Développement	Marché Croissance
Nombre de titres minimum à émettre	250 000 actions	100 000 actions	30 000 actions
Montant minimum à émettre en millions de DH (*)	75 MDH	25 MDH	10 MDH
Convention d'animation	Facultative	1 année	3 années

Source : www.casablanca-bourse.com

(*) : Le montant minimum à émettre correspond à la somme que vous souhaitez lever sur le marché boursier. Il s'agit du nombre de titres mis à la disposition du public multiplié par le cours d'introduction retenu.

Exemple : la société A décide de diffuser auprès du public 100 000 titres au prix de 200 DH/action. Le montant à émettre sera donc de 20 000 000 Dh (100 000 x 200). La valeur sera donc cotée sur le Marché Croissance.

¹² <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=6&Cat=5>

¹³ <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=6&Cat=5>

1.2.1.2\ La Tunisie :

L'entreprise candidate à l'introduction en Bourse doit choisir le marché sur lequel elle souhaite s'introduire. La Bourse dispose de deux marchés de titres de capital: Le Marché Principal et le Marché Alternatif. L'admission à l'un des marchés implique que les conditions ci-après soient satisfaites par l'entreprise. Les sociétés qui font appel public à l'épargne (FAPE) telles que définies par l'article 1er de la loi 94-117 sont :

a) Les conditions communes d'admission aux marchés de titres de capital:

- Publication des comptes annuels certifiés des deux derniers exercices avec possibilité de dérogation pour les sociétés dont l'entrée en activité est inférieure à 2 ans.
- Diffusion de 10% du capital dans le public avec possibilité de dérogation en cas de diffusion d'un montant de 1 millions de dinars.
- Présenter un rapport d'évaluation sur les actifs de la société.
- Disposer d'une organisation adéquate, d'un audit interne, d'un contrôle de gestion,...
- Présenter des informations prévisionnelles sur 5 ans, établies par le conseil d'administration, accompagnées de l'avis du commissaire aux comptes.
- Produire un prospectus d'admission visé par le Conseil du Marché.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

Les conditions spécifiques¹⁴ :

Tableau n° 20 : Représente les conditions spécifiques à l'introduction en bourse en Tunisie.

Marché Principal	Marché Alternatif
Les deux derniers exercices bénéficiaires. Cette condition n'est pas exigée si la société s'introduit par la procédure d'inscription directe suite à une augmentation de capital.	La condition de bénéfices n'est pas exigée.
Répartition des titres de la société détenus par le public* entre 200 actionnaires au moins, au plus tard le jour de l'introduction.	Répartition des titres de la société détenus par le public* entre 100 actionnaires au moins ou 5 actionnaires institutionnels au plus tard le jour de l'introduction.
Avoir un capital minimum de 3MD le jour d'introduction.	La condition de capital minimum n'est pas exigée.
	-L'admission peut être également demandée par une société quand son capital est détenu, depuis plus d'un an, à hauteur de 20% au moins par deux investisseurs institutionnels, au minimum. - L'admission peut être également demandée par une société en cours de constitution par appel public à l'épargne (cas de grands projets). Pour ce cas, l'admission au marché alternatif est prononcée directement par le CMF
	-Présentation par un listing sponsor d'une attestation de réalisation de diligences pour l'admission de titres sur le marché alternatif. -La société doit désigner, durant toute la période de séjour de ses titres au marché alternatif, un listing sponsor. La durée du mandat conférée au listing sponsor ne doit pas être inférieure à deux ans.

Source : www.bvmt.com.tn

Par public, on entend les actionnaires détenant individuellement au plus 0,5% du capital et les institutionnels détenant individuellement au plus 5% du capital.

¹⁴ <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/?view=Conditions-admission>

1.2.1.3\ Algérie :

Les règlements N°97-03 du 18/11/1997 et N° 96-02 du 22/06/1996 de la COSOB, définissent les conditions¹⁵ d'admission à la cote officielle de la Bourse d'Alger comme suit :

- ✓ Comme condition principale d'admission à la cote, la société doit être organisée sous forme de Société Par Actions (SPA) ;
- ✓ Avoir un capital libéré d'une valeur minimale de 100 000 000 DA ;
- ✓ Publier des états financiers certifiés des trois exercices précédant celui au cours duquel la demande d'admission est présentée, cette demande doit être accompagnée d'un dossier comprenant :
 - les statuts mis à jour ;
 - un projet de notice d'information ;
 - bilans et comptes de résultats des trois exercices précédents ;
 - rapport d'évaluation des actifs
- ✓ Présenter un rapport d'évaluation de ses actifs effectué par un membre de l'ordre des experts comptables autre que le commissaire aux comptes de la société, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission, sauf membre de cette dernière ;
- ✓ Avoir réalisé des bénéfices durant l'exercice précédant sa demande d'admission, sauf dérogation de la commission ;
- ✓ La société doit tenir la commission informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction ;
- ✓ Justifier l'existence d'une structure d'audit interne devant faire l'objet d'une appréciation du commissaire aux comptes dans son rapport sur le contrôle interne de la société. Dans le cas contraire, la société doit s'engager à mettre en place cette structure au cours de l'exercice qui suit l'admission de ses titres en bourse ;
- ✓ Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres ;
- ✓ Régler les conflits majeurs entre actionnaires et entreprise ;
- ✓ S'engager à respecter les conditions de divulgation d'information.
- ✓ Avoir diffusé dans le public au moins 20% du capital social parmi au moins 300 actionnaires, au plus tard le jour de l'introduction.

¹⁵ Bourse d'Algérie « guide pratique de l'introduction en bourse », P07.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

Plusieurs points de différences peuvent apparaître lors de la lecture des conditions d'admission, la plus frappante est celle relative à la segmentation, on voit bien que le marché marocain réserve des compartiments conditionnés aux entreprises de grande, moyenne et petite taille sans conditions d'exercice bénéficiaire et sans condition de capital minimum pour les deux derniers, ajouté à cela un allègement du nombre d'exercices certifiés pour les petites entreprises. Le marché tunisien suit le pas par la création du marché alternatif réservé aux PME/PMI en vue de les préparer à intégrer le marché principal de la Bourse., aucun seuil minimal n'est exigé pour le capital ou l'âge de l'entreprise. Cette dernière n'est pas non plus tenue d'avoir réalisé des bénéfices ou distribué de dividendes par le passé, mais il reste que le nombre d'exercices certifiés n'a pas été allégé pour ce compartiment. Ce dernier est encore à ses débuts, mais, c'est un atout efficace pour encourager les entreprises à s'introduire en Bourse. Quant au marché algérien il n'est pas compartimenté, il est uniquement limité aux grandes entreprises pouvant libérer au minimum 100 millions de dinars. Outre, la condition obligeant la société à présenter trois bilans consécutifs certifiés et authentifiés, elle doit aussi satisfaire à l'obligation du dernier bilan excédentaire. Si la condition d'exercices certifiés est totalement justifiée afin de s'assurer d'une certaine fiabilité des comptes de la société, celle de l'exercice bénéficiaire nous paraît assez contraignante. D'abord, il n'est pas établi qu'une société qui n'a pas deux exercices (Tunisie) ou un exercice (Algérie) bénéficiaires ne soit pas une société viable et attractive pour les épargnants. Ensuite, la condition d'exercice bénéficiaire ne préjuge en rien de la solidité et de la rentabilité de la société (certaines sociétés cotées en Tunisie qui répondaient à ces critères au moment de leur introduction sont devenues par la suite déficitaires). Pour rendre le marché algérien plus attractif pour les entreprises, il faudrait par exemple créer un compartiment réservé au financement des PME/PMI qui contribuerait à financer aussi les start-up algériennes dans les nouvelles technologies.

L'autre remarque qui peut être soulevée est celle relative au montant minimum de capital à libérer, on voit bien que pour le marché marocain ce montant est fixe contrairement au marché algérien et tunisien, pour lesquels il représente un pourcentage qui est respectivement de 20% et 10%. Il apparaît ainsi que les conditions d'accès au marché algérien sont plus contraignantes que celles du Maroc et de la Tunisie.

Certes ces conditions peuvent constituer un frein à l'accès des entreprises aux marchés boursiers vu que l'ossature productive de ces pays est constituée de petites et moyennes entreprises, si elles sont de grandes de tailles elles disposent d'une gestion opaque qui ne leurs

permet pas de répondre aux conditions de transparences. Mais ces conditions d'accès n'expliquent pas à elles seules l'absence de l'engouement des entreprises pour la bourse.

La question du faible recours des entreprises au marché financier peut être dû à plusieurs facteurs dont le degré d'importance est variable d'un facteur à un autre, les facteurs les plus évoqués sont les suivants :

- Il faut comprendre d'une part que seules les sociétés par actions sont éligibles à l'ouverture du capital par le biais de la Bourse, et si on tient compte du nombre de sociétés privées organisées sous cette forme juridique dans ces pays là, on constate qu'elle est relativement infime, par exemple pour l'Algérie elles ne représentent que 1% du total des entreprises privées. D'autre part, la nature familiale de ses entreprises et leur gestion opaque représentent l'essentiel de l'absence d'engouement pour la Bourse, parce que c'est souvent une affaire de famille, ce qui pousse les chefs d'entreprises à refuser une introduction car cette opération n'est rien d'autre qu'une ouverture du capital au public et l'intégration de nouveaux actionnaires qui peuvent éventuellement contrecarrer leur liberté de décision et d'action, ce qui n'a qu'une seule signification pour les actionnaires initiaux : la perte de contrôle.
- La raison la plus importante, la majorité de ces entreprises veulent rester petites loin des yeux de l'administration fiscale, vu que l'introduction oblige l'entreprise à respecter les règles de transparence et donc publier sa valorisation réelle vis-à-vis du fisc.
- Le secteur informel dans ces pays est important notamment en Algérie où il touche tous les secteurs de l'économie (environ 20% de l'économie). Les marchés noirs et spéculatifs offrent des opportunités considérées comme sûres et rentables (pas de traçabilité, pas de frais ni taxes sur les opérations financières) mais, ils représentent un handicap majeur de la promotion de la transparence et sanctionnent fortement l'investissement productif. Mais avec l'introduction du nouveau système comptable qui prône la transparence, ce problème connaîtra un début de solution.
- Même s'il existe un nombre d'entreprises éligibles à l'introduction en Bourse dans ces pays, beaucoup d'entre elles ne le font pas puisque elles sont dépourvues de culture managériale dans le domaine boursier ; elles n'ont pas d'expérience en matière de

stratégie financière dans leur politique de développement¹⁶. Le développement d'un marché financier passe nécessairement par la compréhension par les investisseurs et les entreprises de l'ensemble de ses mécanismes et de ses avantages. Vulgariser l'investissement boursier aux épargnants et le financement à travers la Bourse aux entreprises exige un énorme effort de promotion du marché financier et de propagation de la culture boursière auprès du public. Ceci nécessite également une grande expertise et technicité des professionnels qui sont responsables de cette promotion. La méconnaissance des mécanismes et des avantages du marché financier s'est avérée largement répandue auprès du public, même avisé (chefs d'entreprises, banquiers...). Ceci constitue un facteur de blocage très important imputable dans une large mesure au manque de promotion du marché financier. En effet, peu d'actions d'envergure sont accomplies en Tunisie et surtout en Algérie en vue d'améliorer la culture financière et de vulgariser les concepts boursiers et les rendre accessibles aussi bien à la masse qu'à des cibles précises comme les dirigeants et les financiers des entreprises. La Bourse de Paris (aujourd'hui Euronext) organise en partenariat avec des sociétés cotées des actions de promotion et de fidélisation des actionnaires individuels en leur envoyant régulièrement des courriers où sont exposées les situations et les perspectives des entreprises et en organisant des manifestations du type des « road shows » habituellement destinés aux institutionnels, regroupant de 200 à 1000 personnes. Comme toute entreprise, la Bourse doit savoir attirer les uns et les autres, elle doit « se vendre » et convaincre des opportunités qu'elle offre surtout si elle dispose d'une infrastructure de pointe et si elle offre les garanties nécessaires. La Bourse doit occuper l'espace médiatique pour s'imposer comme un acteur incontournable du système financier. Au niveau des Bourses émergentes, la Bourse de Casablanca a entrepris une vaste campagne de vulgarisation des concepts boursiers. Elle a ainsi mobilisé une caravane promotionnelle qui a ratissé le territoire marocain en passant par les universités, les centres d'affaires ou simplement les centres ruraux, pour présenter la Bourse et expliquer son fonctionnement, ses avantages et ses performances. Suivie par une large couverture médiatique, cette campagne avait créé l'événement au point que rares étaient les personnes qui n'en avaient pas entendu parler. Du coup, la Bourse de Casablanca devenait un point de mire national dont l'évolution était suivie par l'ensemble de la population. Il s'en est suivi la création

¹⁶ C. BOUZAR « Systèmes financiers : mutations financières bancaires et crise », Ed El-Amel, 2010, P151.

d'une école de Bourse chargée de la formation sur les concepts boursiers à des catégories socioprofessionnelles différentes (responsables et administrateurs d'entreprises, banquiers, ingénieurs, commerçants, universitaire, étudiants, retraités et lycéens...etc).

- Le développement du marché financier nécessite une impulsion des Etats qui continuent à jouer un rôle prépondérant dans les économies maghrébines. La privatisation de certaines sociétés publiques opérant dans des secteurs phares de l'économie est une étape incontournable à l'enrichissement de la cote de la bourse, à l'amélioration de sa profondeur et sa liquidité. Compte tenu de la taille et l'importance qu'occupent certaines entreprises publiques dans ces économies, l'ouverture de leur capital au public constitue un excellent catalyseur au développement du marché. Ce phénomène a été constaté dans de nombreux pays tels que le Portugal et la Grèce, ou encore la Pologne et la République Tchèque. Comme il a été vu dans le deuxième chapitre de la première partie, le processus de privatisation a contribué à la redynamisation de la Bourse des valeurs de Casablanca. En effet, la privatisation a constitué un facteur essentiel de la croissance de la place Casablancaise. Ce processus déclenché depuis 1989 a fait qu'actuellement, les sociétés privatisées pèsent pour plus de la moitié sur le marché de Casablanca. La Tunisie a également entrepris cette voie afin de moderniser son marché financier, entre 1987 et 2001, 14 sociétés ont été privatisées via la bourse mais ce processus s'est effectué à un rythme plus faible qu'au Maroc. Quand à l'Algérie, la bourse a été opérationnelle grâce à des opérations de privatisation partielles de quatre sociétés publiques ce qui a permis de dynamiser la bourse rien qu'en six mois. La volonté des autorités de l'époque était de faire des sociétés publiques des championnes des opérations de privatisations via la bourse pour optimiser leurs revenus, mais la mauvaise gestion de ces entreprises a conduit à l'arrêt de ce processus. La lenteur des privatisations aura constitué un facteur bloquant de la dynamisation de la bourse d'Alger et cela reflète le manque de volonté de l'Etat à activer ce mode de financement car le choix des pouvoirs publics est porté beaucoup plus sur la recherche de partenaires stratégiques. A l'avenir, l'Etat devra procéder à la privatisation en Bourse de certaines sociétés publiques importantes connues du public et opérant dans des secteurs vitaux de l'économie (télécommunications, énergie, électricité...). Ces sociétés permettront d'augmenter la taille du marché, d'augmenter sa profondeur et d'améliorer sa représentativité, de plus les épargnants sont plus rassurés

par les entreprises publiques avec lesquelles ils sont familiers puisqu'ils utilisent régulièrement leurs services plutôt que par des sociétés privées moins connues du grand public. Pour redynamiser le marché boursier algérien, il faudrait comme l'ont fait les tunisiens (Tunisie télécom) et marocains (Maroc télécom), obliger les sociétés de télécommunications Algérie télécom ou comme l'opérateur de téléphonie mobile Djazzy à mettre en bourse une partie de leurs actions (par exemple 20%).

- D'autres facteurs exogènes peuvent également dynamiser le marché financier, notamment des mesures fiscales très favorables pour encourager les entreprises à s'intégrer dans le monde de la Bourse. Les incitations fiscales sont favorables dans les trois pays comme on l'a vu dans le chapitre deux de la première partie, cet argument est d'autant plus utilisé en Tunisie pour inciter les privés à s'introduire en bourse, mais ce dernier n'est pas déterminant. La raison essentielle qui explique le faible impact de l'avantage fiscal est que peu de sociétés payent en réalité l'impôt dû selon le taux effectif des 35%. Les plus transparentes réussissent à optimiser leur fiscalité par des mécanismes de réinvestissements exonérés pouvant ainsi minimiser leur taux d'imposition jusqu'à le baisser au-dessous des 20% appliqué en bourse de Tunis. Les moins transparentes ne déclarent pas tous leurs revenus et minimisent ainsi le taux d'imposition par rapport au bénéfice réel à un niveau qui peut même souvent être inférieur au minimum de 20%.

Section 2 : Etude comparée du développement des bourses Maghrébines.

La théorie ne fournit pas une mesure unique du développement du marché boursier. Les mesures suggérées pour mesurer le développement du marché boursier sont essentiellement relatives à la taille du marché, la liquidité du marché, et à l'intégration avec les marchés boursiers internationaux. A l'instar de Levine (1997)¹⁷, nous utilisons plusieurs mesures du développement des marchés boursiers. Il s'agit essentiellement des mesures relatives à la taille et à la liquidité du marché.

Pour mesurer la taille du marché boursier (SIZE), Levine et Zervos (1996)¹⁸ ont utilisé le ratio de la capitalisation du marché divisée par le Produit Intérieur Brut (PIB). La capitalisation du marché est égale à la valeur totale de tous les titres inscrits. En effet, comme le mentionnent Levine et Zervos (1996), la taille du marché boursier est positivement corrélée avec l'habileté à mobiliser le capital et à diversifier le risque. Dans cette étude, l'évolution de la capitalisation boursière et la capitalisation boursière divisée par le PIB seront retenues.

Pour mesurer la liquidité du marché différentes mesures sont utilisées. La première mesure (VALTRADE) se retrouve dans Levine et Zervos (1996). Il s'agit du ratio de la valeur totale des transactions divisée par le PIB. Cette mesure complète celle de la taille du marché car le marché peut être de grande taille mais inactif. La seconde mesure de liquidité du marché utilisée par ces auteurs, est le taux de rotation en volume égal au rapport des transactions en volume sur la capitalisation boursière en volume. Cette mesure complète également celle de la taille du marché, car le marché peut être important mais inactif. Dans cette étude, nous retiendrons l'évolution de la valeur des transactions.

2.1\ La capitalisation boursière :

La capitalisation boursière d'une entreprise est la somme d'argent qu'elle vaut en bourse. Pour la calculer, on compte le nombre d'actions que l'on multiplie par la valeur de l'action. La capitalisation boursière varie donc parallèlement au cours des actions de l'entreprise. La valeur des actions effectivement cotées en bourse représente le flottant (la valeur de la part du capital libéré). La capitalisation boursière d'une bourse n'est autre que la somme des capitalisations boursière de l'ensemble des entreprises qui y sont cotées.

¹⁷ LEVINE, R (1997) « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, vol 35(2), pp.688-726.

¹⁸ LEVINE, R. ET ZERVOS, S. (1996), «Stock market development and long-run growth», Policy Research Working, Paper 1582, The World Bank.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

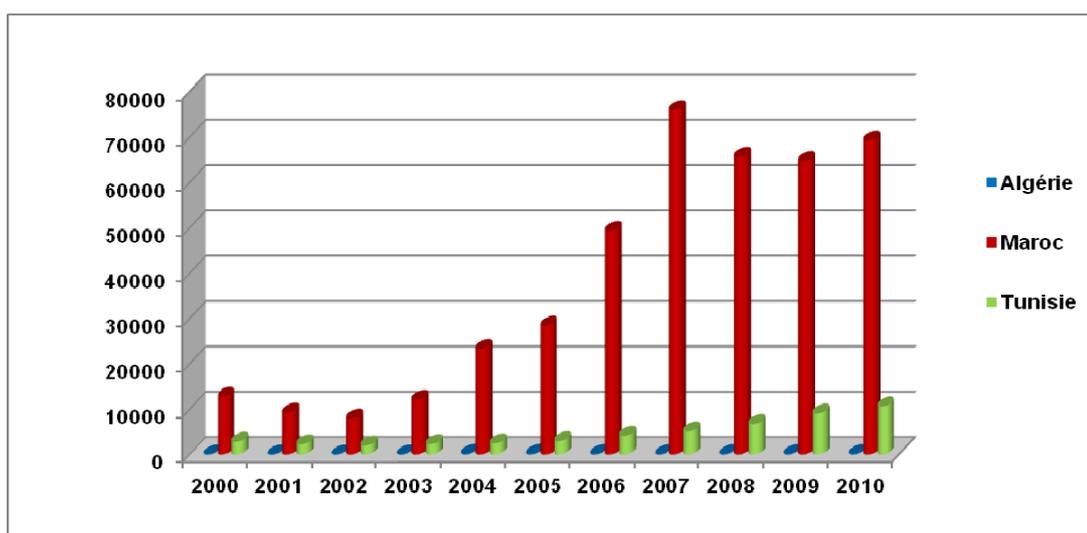
La capitalisation boursière, qu'elle soit globale ou flottante, permet entre autres de Comparer une place boursière par rapport à une autre, évaluer le poids des entreprises cotées dans l'économie, mesuré par le rapport capitalisation globale de la place sur le PIB, donner une idée sur la représentativité d'un secteur, le poids d'un secteur donné étant mesuré par le rapport : capitalisation du secteur sur la capitalisation de la place ; valoriser une entreprise à un moment donné, calculer les indices boursiers. Enfin, « la capitalisation boursière reflète le prix des actifs, qui sont censés représenter la valeur actualisée des dividendes futurs. La capitalisation boursière reflète donc les anticipations de croissance pour les années à venir ».¹⁹

Tableau n° 21 : capitalisation boursière en millions de dollars.

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	27,27	12746,12	2835,37
2001	18,78	9247,79	2275,89
2002	14,02	7919,07	1999,72
2003	14,53	12063,92	2311,10
2004	140,97	23285,97	2476,72
2005	143,55	28460,24	2958,17
2006	92,39	49320,09	4130,43
2007	92,98	76014,52	5099,62
2008	100,76	65670,54	6743,85
2009	90,79	64743,90	9061,06
2010	107,37	69284,06	10667,32

Source : rapports annuels des trois bourses.

Figure 14 : Evolution de la capitalisation boursière dans les trois pays



Source : propre création

¹⁹ A.BOZIO, « la capitalisation boursière en France au XX^e siècle », mémoire DEA, 2002, P12.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

L'évolution de la capitalisation boursière dans le petit Maghreb durant la dernière décennie fait apparaître des divergences notables. C'est la Bourse de Casablanca qui a enregistré la plus grande performance, entre 2000 et 2010, multiplication par cinq de la capitalisation boursière avec une croissance annuelle moyenne de 24,52% suivi de la bourse de Tunis avec une croissance annuel moyenne de 15,77%, et une multiplication par trois durant la même période. La bourse de Tunis a connu une quasi-stagnation sur la période 2000-2005 pour connaître une hausse à partir de l'année 2006, Ce bond est dû principalement à la hausse des cours des sociétés cotées et aux augmentations de capital réalisées.

Il apparaît bien sur le graphe que les deux bourses ont connu des baisses entre 2000 et 2002, cela est dû à l'environnement défavorable causé par la montée des tensions géopolitiques (l'anxiété due à la perspective d'une nouvelle guerre en Irak) et la persistance des retombées des événements du 11 septembre caractérisé par la faiblesse de la demande, la flambée des prix de l'énergie, les fluctuations des taux de change et surtout la défiance des opérateurs économiques soient investisseurs, producteurs ou consommateurs. En 2008, la bourse de Casa a connu un fléchissement de la capitalisation boursière à cause de la prudence des investisseurs pour les raisons suivantes :

- Dégradation de certains indicateurs macroéconomiques et sectoriels nationaux (cimenterie, immobilier...).
- Crainte de l'influence de la crise sévissant au niveau des marchés financiers à l'échelle internationale.

Toutefois, cette contre-performance reflétée par la baisse des cours a été légèrement compensée par les opérations d'augmentation de capital.

En dépit de la conjoncture boursière internationale due à la crise des subprimes, la Bourse de Tunis a pu maintenir le rythme des bonnes performances caractérisées en 2008 par la poursuite du mouvement haussier des cours des sociétés cotées et l'enrichissement de la cote par de nouvelles introductions. Un ensemble de facteurs a contribué à atténuer les effets de la crise financière internationale sur la Bourse de Tunis et restaurer la confiance dans le marché, comme l'évolution favorable des résultats annuels et semestriels des entreprises cotées, la consolidation des performances de l'économie tunisienne, la création de deux fonds publics de 50 millions de dinars chacun et surtout le faible niveau de la participation étrangère flottante comparé à celui de la bourse de Casa.

Il faut savoir, cependant, que la capitalisation marocaine est gonflée par la valorisation de quelques sociétés jugée élevée par les analystes et est caractérisée par sa très forte concentration, la part des 10 plus grandes sociétés cotées représente plus de 75% de la

capitalisation totale. En terme de capitalisation sectorielle, les banques occupent la première place avec 31% du total de la capitalisation, les télécommunications 23%, le bâtiment et matériaux de construction 13% et l'immobilier 13%. Quant à la Tunisie, les dix plus fortes capitalisations boursières de la Cote ont représenté une part de 57% de la capitalisation du marché où le secteur des sociétés financières représente plus de la moitié 70%.

La capitalisation boursière en Algérie est insignifiante comparée à celle de ses deux pays voisins. Tout de même sa croissance moyenne annuelle est de 80,12%, mais ce pourcentage est dû au rebond qu'a connu le niveau de capitalisation en 2004 qui est passé de 14,53 à 140,97 millions de dollars donc une croissance de 870%. Ce regain est sans doute dû aux réformes prononcées par la loi de finances 2004 qui prévoit l'exonération de l'IRB (impôt sur les revenus et bénéfices) et l'IBS (impôt sur le bénéfice des sociétés) sur les revenus de valeurs mobilières cotées en bourse ou négociées sur un marché organisé pendant une période de cinq années, à compter de 2003. Cette réforme conduit certainement à une augmentation de la demande de titres, alors que l'offre reste rigide. Ajouté à cela, la mise en place d'un dépositaire central, organe vital au fonctionnement du marché, chargé d'assurer la conservation des titres admis au régime de compte courant et faciliter leur circulation, n'est intervenue qu'en 2004, cinq ans après le démarrage des activités de la Bourse d'Alger.

La faiblesse de la capitalisation boursière est essentiellement due au faible nombre de sociétés qui y sont cotées, ce qui rend compte de l'effet indifférence des opérateurs privés pour cet outil d'investissement.

2.2\ Capitalisation boursière en pourcentage du PIB.

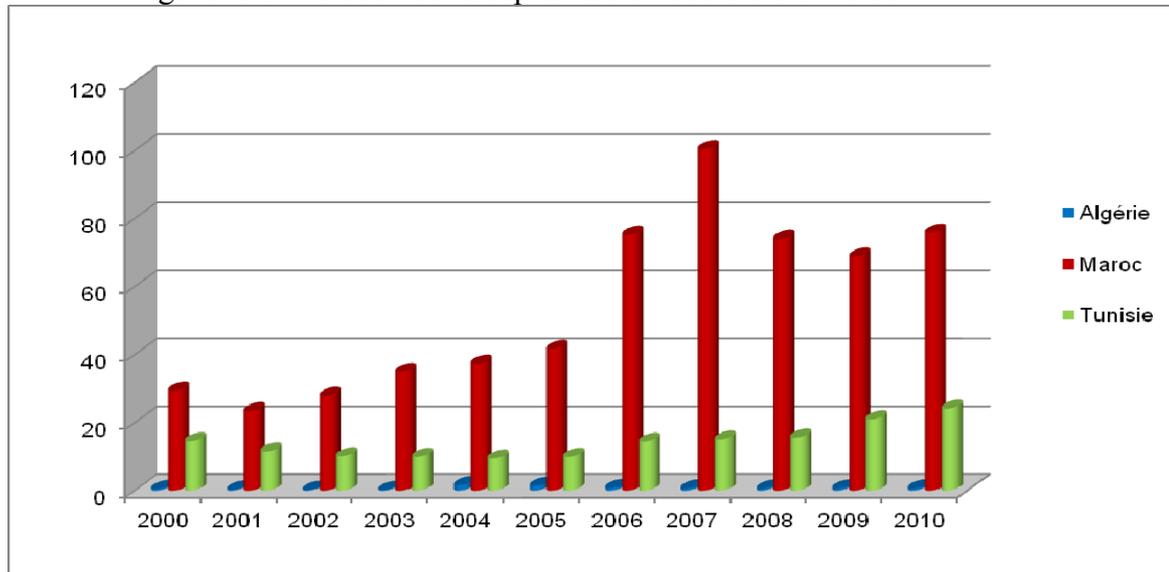
La mesure du développement du marché financier, se fait aussi par la mesure de la taille du marché appréciée par le ratio capitalisation boursière sur le PIB.

Tableau n° 22 : Capitalisation boursière en % PIB

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	0,497646	29,4	14,5
2001	0,340128	23,4	11,5
2002	0,245887	27,9	10,1
2003	0,213615	34,9	9,9
2004	1,658520	37,3	9,4
2005	1,403240	41,7	9,9
2006	0,788271	75,2	14,4
2007	0,683696	100,4	15
2008	0,589245	74	15,6
2009	0,649423	68,8	21
2010	0,675284	75,8	24,1

Source : propre création

Figure 15 : Evolution de la capitalisation boursière en % du PIB



Source : propre création

L'examen de la capitalisation boursière rapportée au PIB montre un dynamisme de la bourse de Casablanca caractérisé par une augmentation soutenue du ratio entre 2001 et 2007, dénotant la place qu'occupe la Bourse des Valeurs de Casablanca dans l'économie marocaine.

Entre 2000 et 2001, La capitalisation en pourcentage du PIB s'est repliée, cette contre performance est attribuée notamment à la faiblesse des résultats des entreprises cotées, la rareté des nouvelles introductions, le faible niveau de liquidité et la prépondérance du financement bancaire traditionnel et ce, malgré les efforts consentis par les pouvoirs publics en terme d'incitations fiscales.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

Depuis 2002, il y a eu un remarquable accroissement de ce ratio passant de 27,9% (2002) à 75,8% en 2010 avec une cime de 100,4% en 2007. Ce rebondissement s'explique principalement par une série de nouvelles introductions et augmentation de capital en bourse. Il découle également du rebond des cours boursiers, en lien avec l'amélioration des résultats des entreprises cotées. Pourtant, ce ratio calculé pour la BVC demeure en deçà des niveaux observés dans les marchés financiers des pays émergents (171,5% pour Singapour et 160,7% à Johannesburg), ou dans des pays à économie similaire (187,7% pour la place d'Amman en Jordanie).

Quant au marché tunisien, La pénétration du marché dans l'économie est fortement décalée par rapport au Maroc. Avec un ratio de capitalisation par le PIB de 24,1%. Toutefois, ce ratio a connu une progression après une chute entre 2000 et 2004, passant de 9,9% en 2005 à 24,1%. En 2010. Cette progression de la part de la capitalisation dans le PIB est due à l'importance des émissions des sociétés cotées, à l'importance des introductions en bourse et augmentations de capital à partir de 2005. Malgré ce rebond, la Tunisie a encore un important mouvement de rattrapage à accomplir pour atteindre une capitalisation proche du PIB égale à son analogue marocain.

Avec un ratio de capitalisation rapporté au PIB qui varie entre 0,2 et 1%, la Bourse d'Alger apparaît comme une exception à ses bourses voisines, cette faiblesse est d'autant due au faible nombre de sociétés cotées, et l'absence d'émission de titres de la part de ces dernières. Les bourses du Maroc et de Tunisie s'avèrent plus développées et contribuent réellement au financement de l'économie. La Tunisie (capitalisation de 24,1% du PIB) a connu une reprise de l'activité boursière à partir de 2005. Cette amélioration est à mettre au crédit du regain d'activité du secteur privé, après deux années sans introduction en bourse (2004 et 2003). Les autorités se sont également distinguées par une politique volontariste d'introductions, augmentations de capital et des participations étrangères. La Bourse du Maroc, quant à elle, connaît une capitalisation importante au vu des performances régionales, de l'ordre de 75,8 % du PIB. Elle est de plus grande taille et apparaît comme la structure la plus aboutie (fonds d'investissement, marchés dérivés en développement).

2.3\ Les indices boursiers.

Les indices boursiers constituent une référence pour évaluer la performance d'une bourse ou d'un secteur. Ils permettent également aux investisseurs d'apprécier la pertinence des placements effectués par les gestionnaires de portefeuille. Les concepteurs d'indices boursiers appartiennent à plusieurs catégories, ça peut être :

- ✓ Des groupes de presse, exemple Nihon Keizai (indice Nikkei), Dowe Jones &Co (plus de 3000 indices DJ) ;
- ✓ Des bourses comme exemple le Tokyo Stock Exchange (indice Topix), Euronext Paris (indice Cac 40) ;
- ✓ Des agences de notation, comme Standard and Poor's (indice S&P 500) ;
- ✓ plusieurs partenaires peuvent s'associer entre bourse, groupe de presse et agences de notation pour créer un indice.

La production de ces indices procure plusieurs intérêts :

- ✓ Les indices permettent aux investisseurs et aux gestionnaires de portefeuille de s'assigner l'objectif d'égaliser l'indice soit par la réplication physique ou synthétique ;
- ✓ Pour une entreprise, son intégration dans un indice prestigieux est facteur de notoriété extrêmement important. La société est désignée à l'attention générale, les analystes multiplient les commentaires à son propos, dont les journaux financiers se font l'écho. L'action concernée est achetée par tous les gestionnaires qui tentent de répliquer l'indice et son cours augmente.
- ✓ La création d'indices présente un intérêt pour leurs concepteurs. En premier lieu elle attire des capitaux conséquents sur les places concernées et de ce fait les transactions supplémentaires rapportent aux bourses des produits financiers. En deuxième lieu, les groupes de presse bénéficient d'une augmentation du tirage des journaux financiers, ensuite, elle est une source de notoriété qui se reporte sur les concepteurs, chaque jour, toutes les radios, toutes les télévisions, tous les journaux assurent gratuitement une publicité à ces concepteurs.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

En Tunisie, Le premier indice de marché a été lancé le 30 septembre 1990 sous le nom de l'Indice BVMT. L'indice TUNINDEX et les indices sectoriels ont été créés respectivement le 31 décembre 1997 et le 31 décembre 2005²⁰. Quant au Maroc, l'ancien indice IGB crée en 1986 a été remplacé par l'indice Masi en 2002 et création de l'indice Madex composé des valeurs les plus actives de la cote et suivi des indices sectoriels. A compter du 1er décembre 2004 la Bourse de Casablanca a adopté une nouvelle méthodologie de calcul de ses différents indices, basée sur le principe du flottant. Ce mode de calcul, retenu par les principales bourses internationales, vise à apporter une plus grande cohérence entre la réalité boursière des sociétés cotées et la traduction de cette réalité dans les indices. La Tunisie, suit le pas en adoptant la même méthodologie de calcul du Tunindex et l'abandon du calcul de l'indice BVMT à partir du 02 janvier 2009. Pour mesurer la performance de ces deux bourses en comparant l'évolution des deux indices Masi et Tunindex car ces deux indices statistiques de type rendement (les dividendes sont réinvestis), mesure la tendance générale du marché des Bourses respectives du Maroc et de la Tunisie en d'autres termes, ils sont composés de l'ensemble des valeurs cotées (75 pour le Maroc et 56 pour la Tunisie). Ces indices sont calculés comme suit :

$$I^t = 1000 \times \frac{\text{Capitalisation boursière flottante de l'échantillon en } t}{\text{Capitalisation de base de l'échantillon (ajustée) en } t}$$

$$I^t = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^t \times F_i^t \times f_i^t \times C_i^t)}{k^t \times CB^0}$$

Où

t : Jour de calcul

N : Nombre de valeurs de l'échantillon

Q_i^t : Nombre de titres retenus dans l'indice pour la valeur i à la date t

F_i^t : Facteur flottant de la valeur i

f_i^t : Facteur de plafonnement de la valeur i

C_i^t : Cours de la valeur i au jour t

CB^0 : Capitalisation boursière de l'échantillon le jour de base

K^t : Coefficient d'ajustement global au jour t applicable à la capitalisation boursière de base.

²⁰ Guide des indices sur <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Guide-des%20indices-boursiers.pdf>

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

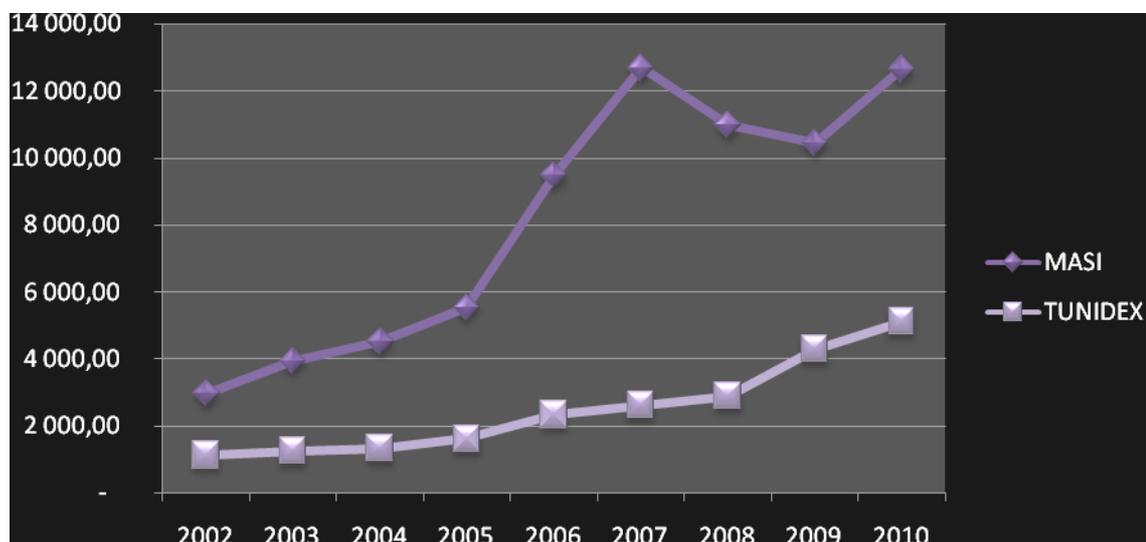
La différence qui existe dans le mode de calcul du Masi et du Tunindex réside dans la pondération maximum d'une valeur dans l'indice elle est limitée à 15% pour le Tunindex, alors que pour le Masi elle est limitée à 20% de la capitalisation flottante de l'indice.

Tableau 23 : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX

	MASI	TUNINDEX
2002	2 970,00	1 119,15
2003	3 943,51	1 250,18
2004	4 521,98	1 331,82
2005	5 539,13	1 615,12
2006	9 479,45	2 331,05
2007	12 695,0	2 614,07
2008	10 984,3	2 892,4
2009	10 443,8	4 291,72
2010	12 655,2	5 112,52

Source : Les rapports d'activité des trois bourses

Figure 16 : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX



Source : propre création

L'évolution est également contrastée au niveau des indices du marché. Le développement de plusieurs aspects réglementaires à la bourse de Casablanca depuis 2003 et l'acquisition de nouvelles plateformes de négociation ont favorisé la montée des rythmes de croissance annuels moyens de 18,8% pour le MASI entre 2003 et 2010. Entre 2005 et 2007, la bonne tenue de la place Casablancaise s'explique en particulier par les bons résultats des

entreprises cotées, le nombre important d'introductions en bourse, l'amélioration des perspectives économiques ainsi que l'afflux des capitaux étrangers, notamment arabes. Pour la même période, L'indice TUNINDEX a de son côté poursuivi son ascension dépassant pour la première fois le cap des 2000 points, marquant pour la deuxième année consécutive une croissance à deux chiffres de 44% en 2006 contre 21% en 2005. Cette prestation semble traduire la bonne tenue des résultats des sociétés cotées en 2005 et de ceux du premier semestre 2006 qui se sont accrus respectivement de 19% et 37%²¹. L'entrée en activité de sept fonds communs de placements et la consolidation de l'intervention des étrangers dans le marché a contribué également à soutenir cette tendance haussière. En 2007, la hausse a été 12%, moins importante qu'en 2006, toutefois la hausse a été maintenue suite à l'annonce de la privatisation de deux grandes entreprises. En 2008, le MASI a enregistré une baisse 20% justifiée par la prudence des investisseurs découragés notamment pour des raisons fiscales et par la mauvaise situation économique à l'échelle internationale.

Le Masi a clôturé l'année 2009 sur une baisse de 4,92% dans un climat d'incertitude qui a poussé les investisseurs à plus de prudence.

Ce recul du marché casablançais en 2009, qui est venu confirmer la tendance baissière entamée en 2008, n'a toutefois pas permis à la place de réduire son niveau de valorisation jugé élevé par rapport à la Bourse de Tunis. Cette dernière a en effet enregistré une progression spectaculaire de 48% en 2009, là aussi en raison du dynamisme des investisseurs suscité par les opérations d'introductions opérées au cours de l'année, ce qui confirme la bonne résilience de la place face à la crise financière mondiale.

2.4\ Les émissions obligataires :

Face à l'ampleur des besoins de capitaux de l'économie, le système bancaire souvent jugé trop « court-termiste » ne saurait à lui seul apporter les réponses qui conviennent. Sa contribution au financement des investissements renforce l'endettement des entreprises. De plus, la complexité de sa structure ne facilite pas une allocation optimale des ressources aux emplois, à la différence du marché obligataire, lieu pertinent de la rencontre de l'offre et de la demande de capitaux à long terme.

Les sociétés privées et publiques ont le choix du recours à l'emprunt ou aux titres de capital pour se financer. L'émission d'obligations présentent pour elles l'avantage de ne pas mettre en jeu le contrôle de leur capital par l'arrivée de nouveaux associés du fait que

²¹ Rapport d'activité de la bourse de Tunis 2006, P04

l'acquéreur d'une obligation reste un simple bailleur de fonds et, n'a pas donc le pouvoir de mettre en question la direction de la société, ni sa propriété. D'autres éléments peuvent aussi conduire les sociétés à préférer l'endettement par émission obligataire.

2.4.1\ Les avantages de l'émission d'un emprunt obligataire :

Le marché obligataire présentent les avantages suivant :

-offre la possibilité d'un financement moins couteux à mesure que la liquidité du dit marché est forte. Ainsi constituant le principal élément de coût supporté par l'émetteur, le taux du marché obligataire est un taux de court terme déterminé par le mécanisme de l'offre et de la demande. Ce taux est d'autant plus faible que la liquidité est forte. Néanmoins, les émetteurs ne sont pas tous égaux en matière de taux offerts : plus l'émetteur présente des risques ou bien plus le montant de l'émission est élevé, plus cher il devra payer en termes de taux

-L'endettement en général, et l'emprunt obligataire en particulier, bénéficie d'une économie d'impôts non négligeable contrairement aux autres modes de financement. En effet, les intérêts payés aux créanciers sont déductibles du résultat imposable de l'entreprise, ce qui diminue le coût réel de l'emprunt supporté par celle-ci.

Exemple

Soient deux entreprises ayant le même résultat bénéficiaire qui est de 8000 DA. On procède au calcul du montant de l'impôt dû pour les deux entreprises en sachant que l'impôt sur les bénéfices des sociétés est de 30%.

	Entreprise A contracte un emprunt de 2000da au taux de 8%	Entreprise B ne contracte aucun emprunt.
Résultat de l'entreprise	8000 DA	8000 DA
Montant des intérêts	160 DA	–
Résultat avant impôt	7840 DA	–
Montant de l'impôt	2352 DA	2400 DA
Résultat net	5488 DA	5600 DA

Source : propre création

Nous constatons que le montant d'impôts payé par **l'entreprise B** est supérieur à celui de **l'entreprise A**. L'économie d'impôts réalisée par **A** est donc de : $2400 - 2352 = 48$ DA. L'entreprise A paye sur l'emprunt qu'elle a contracté un intérêt de : 160 DA. Elle supporte en réalité que : $160 - 48 = 112$ DA.

- Le marché obligataire est tellement structuré qu'il puisse assumer la sélection et le contrôle des investissements productifs. L'évaluation et le contrôle des risques par le biais d'agences de notation bien informées et impartiales vont contribuer à la mise en place d'un bon comportement de gouvernance d'entreprises²².
- Il constitue une alternative de financement pour les PME/PMI à forte croissance n'accédant pas au financement bancaire.

En résumé Le marché obligataire apparaît alors comme le meilleur marché pour l'entreprise afin de lever des fonds importants. En ce qui concerne les épargnants, il leur permet de percevoir un intérêt régulier à un taux défini par avance, et de bénéficier d'une fiscalité favorable.

L'organisation de l'émission obligataire se fait par la technique de syndication par désignation d'un chef de fil comme elle a été présentée dans la première section de ce chapitre ou par adjudication.

Afin qu'une société par action puisse émettre un emprunt obligataire, elle doit répondre aux critères fixé par le règlement générale de la bourse.

2.4.2\ Les conditions d'émission obligataire :

Les critères respectifs d'émission d'un emprunt obligataire privé de chaque bourse du petit Maghreb sont les suivant :

- En Tunisie, selon le règlement général sont considérés comme titres de créance les obligations, les obligations convertibles en titres de capital, les titres participatifs, ou tout autre bon donnant droit à des titres de créance. La demande d'admission porte sur tous les titres de créance appartenant à une même émission. La Bourse peut demander, à l'appui de toute demande d'admission au marché obligataire, la production d'une notation reconnue par le CMF, concernant l'émission. A défaut, elle peut demander la production d'une garantie en intérêts et capital. L'encours de l'emprunt obligataire doit être au moins égal à 1 million²³ de dinars le jour de l'introduction.
- Sur le marché marocain, les critères sont présentés dans le tableau²⁴ qui suit :

²² Banque Mondiale 1998, "why the development of bond market is desirable", in Global Development Finance.

²³ Règlement Général de la Bourse de Tunis, Approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997, tel que modifié par les arrêtés du 9 septembre 1999, du 24 septembre 2005, du 24 septembre 2007 et du 15 avril 2008, P15.

²⁴ <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=6&Cat=5>

Nombre d'exercices certifiés	2
Comptes consolidés	Oui (si l'entreprise dispose de filiales)
Montant minimum à émettre en millions de DH	20 MDH
Maturité minimale (*)	2années

(*) La maturité minimale correspond à la durée minimale de l'emprunt.

- Pour ce qui est du marché obligataire algérien, la société doit présenter :

- Les trois derniers bilans certifiés dont le dernier présentant un exercice bénéficiaire, sauf dérogation de la COSOB ;
- Un rapport d'évaluation de ses actifs établi par un expert comptable indépendant. En outre, la société doit mettre en place une structure d'audit interne et assurer un service convenable de transfert de titres. Aussi, ses actions doivent être entièrement libérées ;
- L'encours de l'emprunt doit être au moins égal à 100.000.000 DA ;
- Les obligations doivent être réparties entre au moins 100 détenteurs, le jour de l'introduction en bourse.

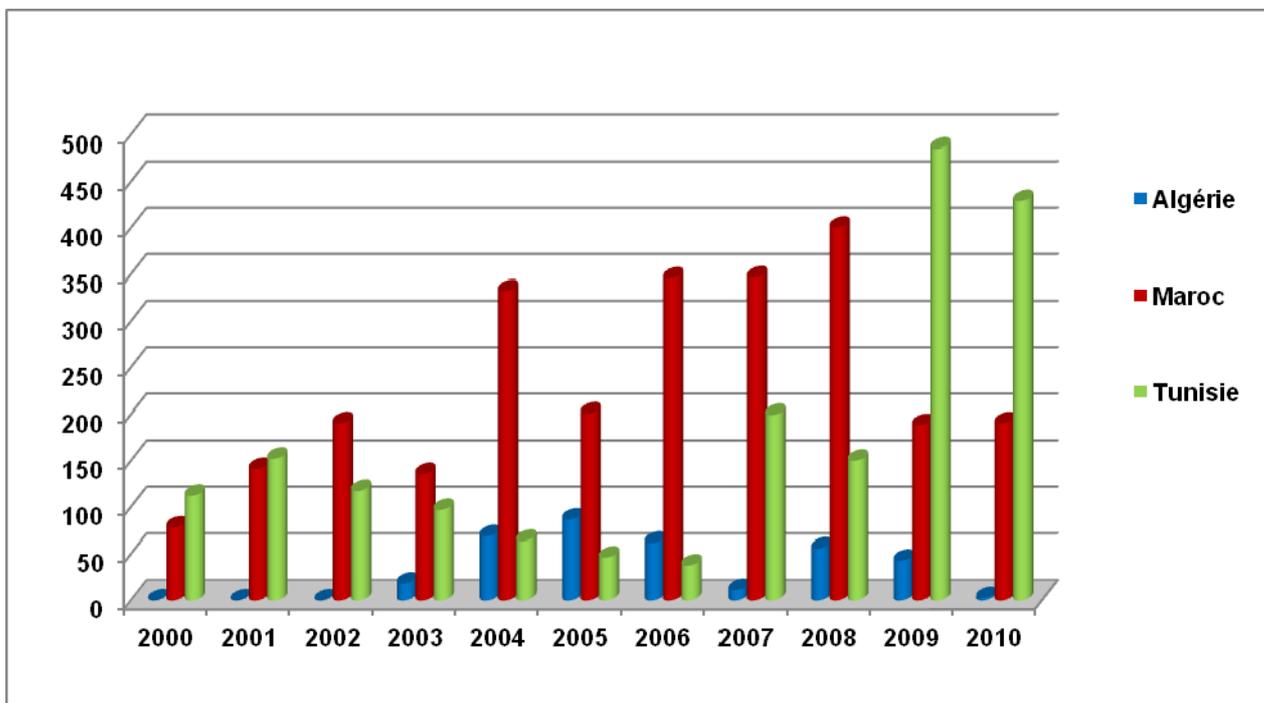
On remarque que les conditions d'émission d'obligation sont plus favorables sur le marché tunisien, pas d'exigence de nombre d'exercices certifiés, ni de maturité minimum, ni d'exercice bénéficiaire. L'impact de ces conditions va se découvrir à travers les différences dans l'évolution des émissions obligataires dans chaque bourse présentée dans le tableau et le graphe qui suivent :

Tableau 24 : Emissions obligataires

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	0	78,05	112,28
2001	0	141,32	152,40
2002	0	190,71	117,51
2003	18,29	135,89	97,07
2004	68,80	332,66	63,82
2005	86,57	200,79	46,22
2006	61,81	345,87	37,61
2007	11,23	346,82	199,23
2008	55,81	400,35	150,30
2009	42,97	188,54	485,40
2010	2,718	190,62	429,29

Source : rapports annuels d'activités des trois bourses, rapports annuel COSOB 2009

Figure 17 : Evolution des Emissions obligataires



Source : propre création

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

En observant les données du graphe, on aperçoit une évolution mitigée de l'enveloppe annuelle des emprunts obligataires pour la Tunisie et le Maroc.

Entre 2000 et 2006, on remarque une baisse des émissions d'obligations en **Tunisie**. Cette tendance est due essentiellement à l'adoption d'une fiscalité contraignante (les obligations sont désormais considérées comme des capitaux mobiliers et leurs revenus soumis à une retenue à la source non libératoire de 15% qui est désormais de 20%)²⁵ qui empêchait les privés de rivaliser avec les émissions d'Etat, du fait qu'elles représentent plus de sécurité pour les épargnants. Ces émissions d'Etat (bon de trésor négociable en bourse) ont été plus importantes entre 2002-2005 dédiée au financement du déficit budgétaire²⁶. Sachant que les émissions obligataires sont à prédominance bancaires, l'adoption des normes prudentielles internationales relatives à la division du risque et à l'adéquation du capital durant les années 90, a engendré une baisse de la présence des émetteurs bancaires. Toutefois, l'allègement des règles d'admission par la possibilité donnée à l'entreprise privées de remplacer la garantie bancaire par une notation ont permis l'essor des émissions privés et l'attraction des sociétés de leasing et autres non financières, principalement touristiques qui sont devenues les principaux intervenants sur ce compartiment. Cependant, le graphe, fait apparaître un pic en 2001 (25 émissions), cette augmentation des émissions est due à la réduction des commissions de négociation sur les titres de créances et à l'effort de formation et de vulgarisation des mécanismes boursiers auprès des entreprises²⁷. A partir de 2006, les autorités monétaires ont procédé à un resserrement monétaire afin de maîtriser l'inflation due à la hausse des produits énergétiques importés et des transferts des émigrés. Cela s'est traduit par la contraction des crédits bancaires et l'orientation des sociétés vers l'emprunt obligataire. Cette hausse s'est maintenue en 2009 et 2010 suite à la baisse du coût de l'endettement qui s'est traduit par d'importantes émissions effectués par les sociétés de leasing et des banques, 15 émissions en 2010 contre 16 en 2009, ajouté à cela, la multiplication des fonds de placement, la croissance des OPCVM obligataires (au nombre de 32 en 2010) qui ont permis d'absorber une grande partie des émissions d'obligations des sociétés.

Au **Maroc**, Certes le volume des émissions obligataires a connu une évolution significative entre 2000 et 2008, marquée par des baisses en 2003 et 2005 causée par une forte volatilité des taux. La croissance des émissions entre 2000 et 2008 est due à plusieurs facteurs :

²⁵ Bourse de Tunis, « le guide de l'investisseur en Bourse », novembre 2008, P09.

²⁶ Banque Africaine de Développement, « Tunisie : document de stratégie pays 2007-2011 », 2007, P11.

²⁷ Rapport d'activité Bourse de Tunis, P22-23

- Dispositif réglementaire ;
- Le nombre croissant des intermédiaires ;
- La fluctuation des taux d'intérêt.
- Croissance des opcvn obligataires « obligations à moyen et long terme », qui drainent une épargne importante des MRE.

En 2009, cinq opérations d'emprunts obligataires ont été effectuées sur le marché boursier, contre neuf opérations en 2008. Ce léger fléchissement est dû aux importantes émissions du trésor attirant le plus grand nombre de souscripteurs limitant ainsi la motivation des entreprises à se financer aux conditions en principe avantageuses. Cependant, Le déficit de liquidité bancaire a nettement favorisé la relance des émissions privées sur marché obligataire en 2010. L'importance des émissions obligataires en Tunisie dépassant largement celle du Maroc à partir de 2009, s'explique par une meilleur résilience de la bourse de Tunis à la crise financière et aux importantes levée de fonds via l'emprunt obligataire de la part des sociétés de leasing et bancaires.

Malgré cette évolution de la taille des émissions, ce marché ne représente qu'une partie infime du PIB, de plus ces émissions proviennent en quasi-totalité des banques et société de leasing, ainsi le marché de la dette ne fait que conforter l'activité d'intermédiation. Les autres entreprises sont presque absentes.

Cette faiblesse de l'émission obligataire peut s'expliquer par :

-La rigueur des critères imposée aux sociétés désireuse de se lancer dans une telle opération ;

-Le recours des émetteurs potentiels au système bancaire pour financer leurs besoins, ceci peut s'expliquer par la grande capacité dudit système dans la mobilisation de l'épargne grâce aux réseau d'agence réparti sur tout le territoire de ces deux pays, ne laisse pas une grande marge de manœuvre au marché obligataire qui est moins vulgarisé , et dont les mécanisme sont moins diffusés auprès des citoyens.

- Les banques encouragent principalement les très grands émetteurs potentiels à accéder au marché, car dans ce cas la taille de l'emprunt se heurterait aux ratios des banques (ratio Cooke).

- Le besoin de transparence accrue imposé aux entreprises.

- Le faible degré de sensibilisation des entreprises aux avantages financiers d'emprunts obligataires.

- Le coût forfaitaire d'intermédiation et de préparation ne tenant que peu compte de la taille de l'émission.

En Algérie, la première émission du marché obligataire a été effectuée par une entreprise publique avec le premier emprunt obligataire de Sonatrach, en 1998, émis pour une durée de 5 années, Cette émission pilote qui a connu un grand succès visait à attirer les investisseurs vers ce nouveau produit en leur offrant un rendement attractif, mais sans tenir compte du niveau des taux et de leur évolution : cet emprunt obligataire était une opération à objectif pédagogique, vu que Sonatrach s'est financée à un taux de 13% au lieu d'un taux moindre sur le marché bancaire.

Il a fallu attendre jusqu'à 2003 pour que le marché obligataire retrouve un nouvel essor avec l'émission de la SRH (Société de Refinancement Hypothécaire), et de Sonatrach et celle d'Air Algérie, Sonelgaz et l'ENTP en 2004 et 2005. Même si les institutions financières algériennes, principaux réservoirs de fonds, disposent essentiellement de ressources à court terme, leurs liquidités ont permis aux entreprises de lever des montants importants lors des séances d'adjudication institutionnelle. Il faut savoir que depuis 2003, de nombreuses entreprises ont sollicité l'emprunt obligataire pour soutenir leur programme d'investissement. Le recours des entreprises, notamment celles publiques, aux opérations d'emprunts obligataires, a été particulièrement suscité par les restrictions imposées par l'Etat quant au recours au financement extérieur. Aussi, de grandes entreprises publiques comme Sonelgaz, Sonatrach, Air Algérie et Algérie Télécom sont devenues clientes du compartiment obligataire du marché des capitaux d'Alger, en ayant émis plusieurs tranches d'emprunts pour y lever des fonds nécessaires au financement de leurs plans d'investissement. D'autres émetteurs publics, à savoir la Société de refinancement hypothécaire (SRH), l'ENTP, l'Enafor et L'Eepad ont aussi levé des fonds sur le marché des obligations en sollicitant les épargnants institutionnels.

Du côté du secteur privé, des emprunts obligataires ont également été émis par les groupes Cevital et Dahli, ainsi que par l'Arab Leasing Corporation (ALC). Ceci étant, force est de préciser que le plus gros des émissions d'obligations lancées sur le marché local, en particulier celles émanant du secteur privé, ont ciblé les épargnants institutionnels que sont les banques et les compagnies d'assurances. De ce fait, ces opérations s'apparentent davantage à des pratiques classiques de financement bancaire qu'à de véritables instruments de collecte d'argent frais par le biais de la Bourse.

Le recours au marché obligataire local offre généralement plus de transparence que celui des crédits bancaires classiques. Des notices d'information sont élaborées et rendues publiques par les entreprises en sollicitant les services de cabinets de conseil spécialisés. Reste que l'orthodoxie boursière suppose un recours plus accru à des emprunts auprès du grand public de façon à canaliser l'épargne des particuliers vers les circuits économiques et à favoriser par la même la diversification des sources de financement de l'investissement.

Ces expériences démontrent le développement du marché obligataire en Algérie. Les raisons sont simples : c'est un marché qui présente une certaine visibilité et des modalités simplifiées qui le rend plus facile à comprendre pour l'investisseur. A la vue du graphe, on remarque bien la taille minime des émissions obligataires de l'Algérie par rapport à ses pays voisins, mais une différence subtile réside dans le fait que ces émissions sont le fait des sociétés bancaires et de leasing, alors qu'en Algérie, elles sont plus effectuées par des entreprises de différents secteurs pour des besoins d'investissements.

Il faut préciser que le marché obligataire est conforté par les émissions d'Etat qui permettent à cette dernière de financer son déficit sur le marché intérieur et ainsi limiter le financement externe. Ces lignes d'Etat cotées en bourse contribuent fortement à dynamiser le compartiment obligataire, du fait que ça représente des emprunts qui procurent plus de sécurités pour les investisseurs. Mais toutefois l'essence du marché financier et de financer l'activité privé génératrice de valeur ajouté.

En définit, il y a lieu de conclure que le compartiment obligataire algérien est plus important que le compartiment action. Cela est dû à la réticence des entreprises à l'ouverture de leur capital et du fait que l'obligation est plus facile à gérer pour les épargnants. Toutefois ce compartiment reste peu important en termes de taille et de liquidité.

Parlant de liquidité, c'est l'une des conditions qui attire les investisseurs vers un marché financier.

2.5\ Le volume de transactions global des trois marchés boursiers.

Le volume de transaction permet d'apprécier la liquidité d'un marché sachant qu'un marché peut être de grande taille mais inactif. De plus des soucis de la sécurité, du rendement, de la volatilité, il faut savoir qu'un épargnant est près à engager son argent pour une longue période si il est persuadé de pouvoir le récupérer à tout moment sur le marché secondaire, et donc il se soucis de la liquidité de ces titres.

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

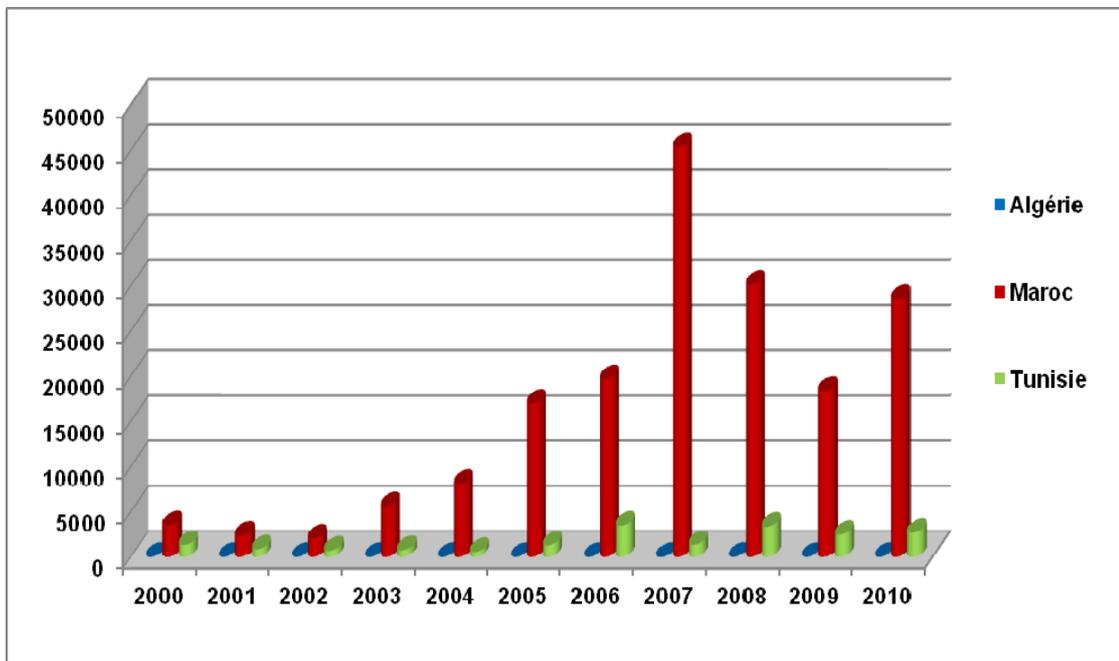
Evolution des valeurs transigées en millions de dollars :

Tableau 25 : Evolution des valeurs transigées en millions de dollars

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	9,14	3488,80	1322,54
2001	6,80	2367,15	836,69
2002	1,43	2043,34	707,85
2003	0,23	5608,94	736,20
2004	0,05	8096,53	553,95
2005	0,06	16988,16	1279,56
2006	0,33	19676,01	3464,72
2007	13,82	45377,93	1362,61
2008	18,89	30151,15	3355,27
2009	0,19	18373,58	2464,06
2010	0,16	28563,22	2678,35

Source : Les rapports d'activité des trois bourses de 2000-2010

Figure 18 : Evolution des valeurs transigées en millions de dollars



Source : propre création

Sur le plan des volumes des transactions, le graphe démontre une disparité des volumes transigés entre ces trois bourses. La bourse de Casa prône la première place. Après avoir inscrit une baisse entre 2002-2003, elle enregistre une forte expansion à partir de 2004, suite à l'animation apportée par l'introduction de Maroc télécom, la liquidité améliorée sur le marché centrale, aux opérations stratégiques réalisées par des holding et banques et dynamisme marqué sur le marché de bloc. Le marché tunisien, reste atone entre 2001-2005, avec un volume de transaction moyen proche de 2% du PIB. Cela est dû à la carence de l'offre qu'à celle de la demande et la faiblesse de la liquidité du marché d'action, toutefois ce volume prend de l'essor à partir de 2006, suite à l'enrichissement de la cote de nouvelles entreprises importantes. Notons, que les volumes ont fortement reculé au Maroc, en 2008 et 2009, causé en partie au retrait des investisseurs étrangers et suite à la revalorisation des investisseurs de l'ensemble des titres en leur possession avant le 1^{er} janvier 2008 pour les raisons suivantes :

- Relèvement de l'impôt sur les revenus mobiliers de 10 à 15% en 2008.
- Suppression de l'abattement accordé aux investisseurs institutionnels tels que les compagnies d'assurance.

Ceci alors qu'en Tunisie les transactions ont enregistré une progression de 10% en 2009 qui résulte de l'engouement des investisseurs pour les deux sociétés introduites durant l'année.

Globalement, le volume de ces deux bourses s'améliore, cela s'explique par :

- D'abord, la taille de nouvelles compagnies qui choisissent d'entrer en bourse est relativement plus imposante
- Ensuite, il y a un regain d'activités des investisseurs, surtout étrangers, sur ces marchés à forte capitalisation et/ou à fort volume d'opérations.

Quant à la bourse d'Algérie, elle reste la plus marginale, le volume de transaction connaît une évolution timide. Le marché secondaire des actions est plus un marché acheteur que vendeur. Le compartiment obligation ne se porte pas mieux. Cela s'explique par le nombre infime des sociétés qui y sont cotées et la faiblesse du flottant. Si le marché obligataire se porte plutôt mieux et promet un développement futur, celui des actions -le plus important car il limite l'endettement des entreprises- ne se porte pas mieux.

En général, il existe un étroit rapport entre le volume de transactions et la capitalisation d'un marché. Plus cette dernière est élevée, plus grand est le volume de transactions. Intuitivement, ce constat est logique dans une certaine mesure car le rapport

CHAPITRE II : Performance des marchés boursiers Maghrébins

volume d'opérations / capitalisation boursière représente, en réalité, la liquidité du marché. La liquidité donne une bonne indication sur la facilité avec laquelle un investisseur peut entrer et/ou sortir d'un marché. Plus le ratio de liquidité est élevé, plus liquide est le marché et plus ce dernier peut attirer des investisseurs. Le tableau²⁸ qui suit retrace le ratio de liquidité entre 2000-2006, nous renseigne sur la faiblesse de la liquidité du marché action algérien et tunisien par rapport au marocain :

Evolution du ratio de liquidité entre 2000 et 2006

	2002	2003	2004	2005	2006
Maroc	10,65%	20,79%	11,74%	21,15%	18,36%
Tunisie	12,07%	8%	10,27%	18,26%	13,25%
Algérie		0,16%	0,09%	0,05%	0,35%

Source: http://www.afrology.com/eco/pdf/atiopou_marches.pdf

Même si le Maroc et la Tunisie enregistrent un ratio de liquidité du marché d'action plus important, toutefois, il reste faible par rapport aux autres places émergentes. Cela est attribuable à la carence de l'offre par rapport à la demande ce qui limite la diversification des portefeuilles des agents non financiers : les fonds de placement sont principalement constitué d'obligation et d'OPCVM monétaires et une faiblesse du flottant.

Enfin, Pour permettre aux marchés financiers du petit Maghreb de se développer et d'attirer plus de capitaux, surtout étrangers, les responsables et les autorités des pays concernés doivent prendre des mesures pour augmenter la taille, le volume de transactions et la liquidité de ces marchés. Ces mesures sont essentiellement deux ordres:

-Augmenter l'offre des titres financiers sur ces marchés en :

- Favorisant le développement d'entreprises locales fortes et d'un secteur privé solide. Pour ce faire, il faut éliminer la lourdeur administrative, améliorer les infrastructures, encourager la bonne gestion et la bonne gouvernance corporative et renforcer le secteur bancaire ;
- Améliorant les structures organisationnelles des marchés à travers le développement organique interne et surtout à travers l'intégration ou la régionalisation de ces marchés.

-Stimuler la demande des titres financiers en :

²⁸ Bourses locales, banques centrales locales, Pazisma corp., Bloomberg, S&P, Standard Bank, Arab Monetary Fund

- Concentrant les efforts de promotions d'abord sur les investisseurs locaux, et ensuite sur les investisseurs étrangers, plus particulièrement sur les fonds régionaux d'actions des marchés émergents et dans une moindre mesure sur les fonds globaux ;
- Encourageant les investisseurs institutionnels locaux à investir dans les titres existants et les entrepreneurs financiers qualifiés à créer des véhicules de placement commun afin de permettre à un plus grand nombre de petits investisseurs d'investir dans ces placements. Une forte participation des investisseurs locaux pourrait aussi prémunir les marchés des effets spéculatifs des flux étrangers.

Enfin, le diagramme qui suit présente succinctement toutes les mesures énoncées précédemment pour stimuler l'offre et la demande des titres financiers et montre comment ces mesures interagissent pour permettre le développement des marchés financiers du petit Maghreb.

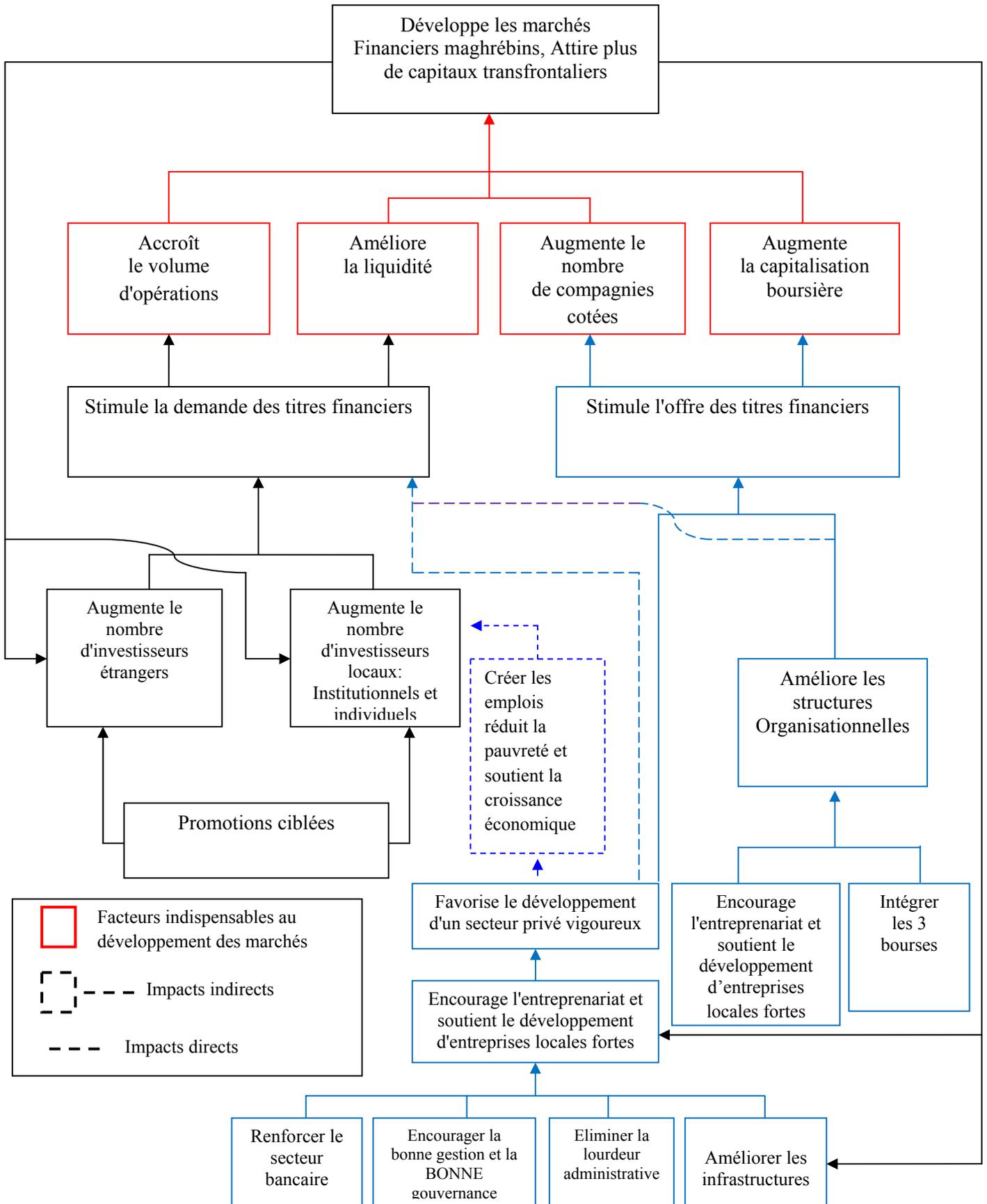


Figure 18 : diagramme de développement des marchés financiers maghrébins

Source : Amevi M. Atiopou- <http://www.afrologie.com> juin 2007

Conclusion du chapitre :

Sur la base du diagnostic établi dans ce chapitre, nous constatons que la bourse casablancaise est la plus performante dans la région du petit Maghreb caractérisée par une grande taille, meilleur rendement et une plus importante liquidité.

L'une des raisons de cet essor du marché est intimement lié à la dynamique des privatisations débutées dans les années 90, qui ont permis d'enrichir la cote de la bourse, d'attirer un grand nombre d'épargnants et donc encourager d'autres entreprises à s'y introduire. L'autre raison est l'effort de modernisation de la bourse et de vulgarisation de la culture boursière,

La Tunisie, avec l'adoption d'une politique fiscale attrayante, se classe en deuxième position avec une nette amélioration ces cinq dernières années, notamment, avec une évolution du nombre d'entreprises cotées, des indicateurs de taille et de liquidité ainsi que de l'évolution de son compartiment obligations.

Dans un climat caractérisé par les excédents de liquidité des marchés et une baisse des taux d'intérêts, ces deux bourses ont bénéficié ces dernières années par l'épargne émanant des fonds d'investissement du pays du golf, notamment, la bourse de Tunis considérée comme bourse refuge pendant la crise, cela s'est accentué à partir de 2009 par la promulgation du code de prestation des services financiers aux non-résidents²⁹ favorisant l'émergence du marché financier tunisien en tant que site international de l'investissement avec l'adoption d'un code unique et universel régissant la fourniture de tous les services financiers aux non-résidents.

Si on tient compte de l'évolution des indicateurs boursiers de ces deux marchés, nous constatons, qu'elle coïncide sur la période étudiée avec la modernisation du cadre réglementaire et organisationnel de ces bourses.

Malgré un certain développement du marché obligataire qui dépasse celui de la Tunisie durant la période 2004-2006. Le marché algérien représente une exception à ces deux bourses voisines : nombre de sociétés cotées limité, absence d'indice boursier, très faible liquidité qui fait de lui un marché le plus étroit de la région.

²⁹ Cf. Loi n°2009-64 du 12 août 2009 portant promulgation du code de prestation des services financiers aux non-résidents

Conclusion de la deuxième partie:

Le Maroc et de la Tunisie, malgré que leurs marchés financiers n'aient pas complètement pallié au financement bancaire, ont pu enregistrer de grands progrès dans le domaine et semble avancer d'un grand pas, ce qui n'est pas le cas de l'Algérie.

Si les bourses marocaine et tunisienne ont atteint un niveau d'évolution remarquable c'est par ce que les efforts des autorités des deux pays se sont intensifiés pour développer une stratégie de dynamisation et de modernisation de leurs bourses afin de s'aligner aux standards internationaux, tout en adaptant au mieux les exigences d'admission aux profils de leurs entreprises. Des efforts aussi ont été fournis dans la stratégie de promotion visant à améliorer la perception du marché par les entreprises et les investisseurs.

A cet effet, des séminaires et conférences sont organisées périodiquement, des campagnes publicitaires (médias, presse écrite, radio, télévisuel..) sont réalisées à l'occasion de chaque nouveauté d'ordre institutionnel ou réglementaire. Des formations sont même assurées aux opérateurs économiques dans l'objectif de généralisation et vulgarisation de la culture boursière. Ce qui démontre la volonté des autorités de ces pays à développer ce mode de financement.

Au niveau régional, la bourse d'Alger ne peut constituer, à court terme, un véritable mode de financement direct. Il s'agira plutôt d'un indicateur : elle met en valeur la volonté de continuer les efforts vers une économie de marché à part entière et créer un environnement favorable aux affaires. Les vagues de privatisations auraient pu contribuer à enclencher la dynamique boursière, mais celles-ci se sont effectuées par appels d'offre de gré à gré.

Enfin, en tant que bourses émergentes et malgré les avancées enregistrées, les bourses tunisienne et marocaine, restent de petite taille comparativement aux autres bourses émergentes, telles la place d'Amman. De plus, le secteur bancaire dans les trois pays reste dominant dans le financement de l'économie.

Face à la concurrence qui émane des autres pays émergents (chine, Brésil...), les places financières maghrébines ne sauraient les concurrencer sans leur intégration et coopération. Elles devraient adapter leurs services aux besoins des entreprises locales, simplifier les conditions d'admission et privilégier le financement des PME-PMI.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion générale

Il n'est plus possible, de nos jours, de parler du développement économique d'un pays, sans évoquer les conditions de son intégration dans l'économie de marché qui privilégie le financement direct, en faisant de la bourse un véritable « baromètre de l'économie ».

Loin d'une entité abstraite et souvent présentée comme irrationnelle et toute-puissante à la fois, le marché financier représente en fait le moteur de l'économie, puisque c'est le lieu où le carburant, l'argent, va être utilisé pour propulser de l'avant la machine, c'est-à-dire produire des richesses.

Sur le plan social, ils participent à la création d'emplois direct à travers l'émergence de nouveaux métiers liés à la mobilisation de l'épargne, à la recherche de solution d'investissement (conseil de placement), à la négociation des titres et à la gestion de portefeuilles (intermédiaires en opérations de bourses), à l'évaluations des entreprises (analystes financiers) et à l'information.

Après avoir étudié les critères nous permettant de déterminer la performance de ces marchés financiers via l'étude de leurs environnements, leurs structures et certains indicateurs boursiers, nous constatons qu'au cours des dernières années, ces marchés maghrébins à l'exception de L'Algérie se sont inscrits dans une phase de croissance, profitant de la baisse des taux d'intérêt et des excédents de liquidité dans la région. Toutefois, ces performances en termes de développement des marchés boursiers varient entre ces deux pays (Maroc et Tunisie).

S'agissant de la bourse de Casablanca, elle a enregistré une performance remarquable ces dernières années, dépassant sept fois la place tunisienne, cela est dû :

- Au nombre important des privatisations effectuées via la bourse ;
- Infrastructure légale, technique et juridique conforme aux meilleurs standards internationaux, conjuguée à une haute qualification du personnel;
- Forte présence des investisseurs institutionnels ;
- Des big cap cotés sur le marché, attirant les investisseurs étrangers ;
- Forte volonté politique de promouvoir le marché boursier marocain : organisation de la caravane de la bourse visant à doubler le nombre des sociétés cotées à moyen terme.

Toutefois, elle est marquée par un manque d'incitations fiscales, et une valorisation (PER 21x) qui rend d'autres places arabes plus attractifs pour les investisseurs étrangers.

Quant à la Tunisie, elle a enregistré une évolution positive ces six dernières années avec une bonne résilience au choc de la crise. Cette évolution a été plus accentuée sur le compartiment obligataire. Concernant l'augmentation de la taille du marché, elle peut être expliquée par :

- Une infrastructure technique, légale et juridique conforme aux standards internationaux ;
- Emergence d'une nouvelle catégorie d'investisseurs attirés par les rendements et le régime fiscal favorable de la Bourse (exonération des plus values et des dividendes, cadre fiscal du CEA) ;
- Bourse refuge pendant la crise grâce à la performance et l'effort d'information qui émane des sociétés cotées ;
- Secteur financier performant conjugué à une qualification du personnel ;
- La promulgation du code de prestations des services financiers aux non-résidents à travers la loi n°2009-64 du 12 août 2009, pouvant contribuer à attirer davantage de capitaux étrangers.
- Volonté politique de promouvoir le marché boursier tunisien introduction d'une trentaine sociétés publiques d'ici 2014, prolongement de l'abattement fiscal jusqu'à 2014.

En dépit des mesures de modernisation mise en place, la bourse de Tunis souffre de problèmes structurels, à savoir le manque de profondeur :

- Une faible présence des investisseurs institutionnels et une forte prédominance des OPCVM obligataires ;
- Une culture d'entreprise peu familière avec la Bourse ;
- La liquidité reste limitée à quelques titres (concentration des valeurs financières) ;
- Un renchérissement du marché (PER 2010 de 14.5x).

Paradoxalement, le plus grand pays de la région a le plus petit marché. Malgré une performance enregistrée sur le marché obligataire à partir de 2003, la bourse d'Alger demeure une place embryonnaire et reste de taille insuffisante pour jouer son rôle dans l'économie. La courte expérience de l'Algérie dresse un piètre constat et révèle de nombreux dysfonctionnements, qui de notre point de vue constituent les causes directes de l'échec de ce processus. Ces défaillances sont à relever à plusieurs niveaux :

- La faiblesse de la capitalisation boursière et le volume réduit des transactions dus au faible nombre de sociétés qui y sont cotées ;

- Le nombre réduit des privatisations via la bourse vu que le choix des pouvoirs publics s'est porté beaucoup plus sur la recherche de partenaires, mettant ainsi en exergue l'indifférence et le désintéressement total de leur part à l'égard de cette institution qui est censée être l'emblème de l'économie de marché ;
- Les entreprises susceptibles d'être cotées ne répondent souvent pas aux exigences d'une entrée en bourse ;
- L'inefficacité et l'inadaptation du réseau bancaire national, notamment dans le paiement des dividendes aux actionnaires en dépit de l'existence de conventions avec les entreprises émettrices. Les entreprises se sont retrouvées dans certains cas dans l'obligation de procéder au paiement direct des dividendes à leurs actionnaires ;
- Un marché réservé uniquement aux grandes entreprises. Il n'existe même pas de second marché au niveau de la bourse pour accueillir les PME auxquelles on reconnaît une part de contribution non négligeable dans la production nationale, et un rôle moteur dans l'économie algérienne.
- La pauvreté de son architecture organisationnelle et structurelle ; en effet le nombre limité d'intermédiaires en opérations de bourse et l'absence d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) altère l'animation et la liquidité du marché
- La défaillance en matière de communication envers les actionnaires non seulement de la part des entreprises dont la publication des états financiers et des résultats et se fait souvent dans un langage financier hermétique, inaccessible au simple épargnant.
- Le manque de compétences et de culture financière chez les intervenants
- L'aversion au risque et le manque de culture boursière flagrant chez les citoyens algériens constitue un frein au développement du marché boursier alors que l'économie algérienne dispose d'un niveau d'épargne à moyen et long terme considérable qui pourrait alimenter le marché financier.
- La méfiance et l'incertitude qu'ont fait planer la mésaventure des titres d'ERIAD-Sétif ainsi que l'état de délabrement très avancé de la bourse ont eu pour effet d'inhiber l'enthousiasme des potentiels investisseurs mais aussi celui des éventuelles entreprises émettrices.

Cependant, la Bourse d'Alger se révèle conforme aux normes internationales. Selon la COSOB, les standards de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeur) sont respectés. Des efforts sont consentis, tant au niveau du cadre légal que de l'infrastructure.

Malgré l'évolution enregistrée, le rôle des marchés financiers dans les économies maghrébines demeure insuffisants (embryonnaire pour l'Algérie), étant donné que les résultats obtenus démontrent un aspect beaucoup plus théorique, qu'une application concrète et réelle des réformes envisagées. Pour y remédier, ces pays devraient fournir plus d'effort dans l'augmentation de l'offre et de la demande de titres en :

- Favorisant le développement d'entreprises locales viables, et développer une vision claire sur le processus de privatisation ;
- Améliorant le climat des affaires et rendre attrayantes les conditions d'inscription de ces entreprises à la cote officielle, en particulier pour les PME;
- Encourageant la bonne gestion et la bonne gouvernance corporative ;
- Vulgarisant la culture boursière quotidiennement via les différents supports médiatiques, et formation des métiers de la bourse ;
- Développant de nouveaux produits financiers : pour permettre aux différents intervenants de choisir entre des instruments plus diversifiés en termes de risque et de rendement, ainsi que ceux conforme à la chariâa ;
- Renforçant le système d'information boursière à travers la diffusion de l'information, de manière claire, exacte et opportune, à toutes les parties prenantes.

Enfin, ces pays devraient prendre des mesures rapides, voire communes, afin de redynamiser le marché boursier, d'accélérer son expansion et réfléchir sérieusement à mettre en œuvre une stratégie de collaboration et d'intégration, pour que l'économie maghrébine puisse jouir de tous les bienfaits qui peuvent être apportés par une bourse commune vivante et efficace.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie :

Ouvrages :

- A.CHOINEL et G.ROUYER « Le marché financier : structures et acteurs », 8^{ème} éditions, Revue Banque Edition, Paris, 2002.
- A.CHOINEL et G.ROUYER, « Le marché financier, structures et acteurs », Revue Banque Edition, Paris 1998.
- A.Choinel.G.Rouyer, « Le marché financier : structures et acteurs », Banque Editeur, Paris, 1993.
- A.JUVIN, « les marchés financiers », Ed d'Organisation, 2004,
- C.ATALLAH, « Le Marché Financier Tunisien », textes règlementaires, imprimerie Officielle, 2002.
- D.ARNOULD « La bourse et les produits boursiers : marchés, indices, actions, produits dérivés », Edition ELLIPSES, 2004.
- C.BOUZAR « Systèmes financiers : mutations financières bancaires et crise », Ed El-Amel, 2010.
- E.LE SAOUT, « introduction aux marchés financiers », 2^{ème} édition, Ed Economica, 2008.
- F.MINCHKIN, « Monnaie, banque et marchés financiers », 8^{ème} Ed, Ed PEARSON Education, 2007.
- HAUTCOEUR P-C., Marchés financiers et développement économique : une approche historique, Regards croisé sur l'économie 2008/1, N°3,
- J. François GOUX, « Economie monétaire et financière : Théories, institutions, politiques », Ed Economica, Paris 1998,
- J.P.DESCHANEL « La bourse en clair », 2^{ème} édition, Ed Ellipses, 2007.
- J.PRIOLON « les marchés financiers », Agro Paris Tech, Novembre 2007.
- L. Abdeladim, Les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb (Maroc- Algérie- Tunisie), Les éditions internationales, Alger, 1998 IN

- M. De MOURGUES, « La monnaie, système financier et théorie monétaire », 3^{ème} édition, Ed Economica, Paris 1.
- P.VERNIMMEN, « finance d'entreprise », Ed DALLOZ, 2011,
- S.NEUVILLE, « Droit de la banque et des marchés financiers », Ed Puf droit, 2005.

Rapports:

- Banque Africaine de Développement, « Tunisie : document de stratégie pays 2007-2011 », 2007,
- Banque Mondiale 1998, “why the development of bond market is desirable”, in Global Development Finance.
- Bourse d'Algérie « guide pratique de l'introduction en bourse ».
- Bourse de Tunis ; Rapports d'activité Annuels de 2000-2010.
- Bourse de Tunis, « le guide de l'investisseur en Bourse », novembre 2008.
- Bourse de Tunis, « Le Guide d'investissement en bourse »
- Bourses locales, banques centrales locales, Pazisma corp., Bloomberg, S&P, Standard Bank, Arab Monetary Fund.
- Conseil Déontologique des valeurs mobilières, Rapport annuel Maroc 2010.
- Direction Générale des Impôts, Guide des impôts Dispositif d'incitations fiscales, Maroc Edition 2011.
- Guide investir au Maroc, Investissements Directs Etrangers dans le monde et au Maroc, 2007.
- KPMG Algérie, Guide Investir en Algérie 2011 Edition.
- Peterson Institute for International Economics; Banking and Insurance Sector Study, Washington, DC May 29, 2008, Prospects for Greater Global and Regional Integration in the Maghreb.
- Rapport annuel de la Banque Centrale de Tunisie (2009).
- Rapport de la COSOB, 2009.

- Rapport de la Direction des Entreprises Publiques et de la Privatisation du Maroc, « Analyse des performances des marchés boursiers des pays signataires de l'Accord d'Agadir », Rapport de la Direction des Etudes et des prévisions financières.
- Rapport du FMI sur les questions générales Algérie, N07/61, Février 2007.
- Rapport du Ministère des finances et de la privatisation ; direction de la politique économique générale « opportunité de mise en œuvre d'une politique de ciblage de l'inflation au Maroc » ; Kamal LOUALI, année 2004.
- Rapports d'activité annuels bourse de Casablanca de 2000-2009.
- Royaume du Maroc, « impact de la privatisation sur l'investissement au Maroc ».
- Synthèse du rapport de l'Algérie sur l'état de mise en œuvre du programme d'action en matière de gouvernance, novembre 2008.
- W.R.SODJAHIN :« Impacts du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada », Rapport de maîtrise en sciences économiques, 2003.

Revues:

- Ati A. et Zaghdoudi Khemaïes: « Articulation entre le productif et le financier : le cas de la Tunisie ». Revue Tunisienne d'Economie, n° 12, 2003, P1-36, P03.
- GREENWOOD & D.SMITH, "Financial markets in development, and the development of financial markets", Journal of Economics Dynamics and Control, 1997, P145-181.
- HAUTCOEUR P-C., Marchés financiers et développement économique : une approche historique, Regards croisé sur l'économie 2008/1, N°3,
- LEVINE. R (1997) « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », Journal of Economic Literature, vol(2).
- P. Pochet, Réflexions sur le régime juridique des privatisations, Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique, 1988, n° 3.-S.GUHA DEB &J.MUKHERJEE, « Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy», Journal of Finance and Economics, 2008.

- R.LEVINE, « Financial development and economic growth », Journal of Economic Literature, Vol XXXV, 1997.

Articles :

- LEVINE, R. ET ZERVOS, S. (1996), «Stock market development and long-run growth», Policy Research Working, Paper 1582, The World Bank.
- M.JOUDI, « La bourse des valeurs et marché financier », Papier, 2006.
- P.QUIRY et Y.LE FUR, La lettre Vernimmen. Net, n°98, juin 2011
- R. JIMBOREAN «la croissance économique et développement financier ; le cas de pays d'Europe centrale et orientale », Article, université paris XII Val De Marne, 2004.

Memoires:

- A.BOZIO, « la capitalisation boursière en France au XX^e siècle », mémoire DEA, 2002.
- S.BRIKI, « privatisation des entreprises publiques par le marché financier », mémoire de fin d'étude du diplôme supérieur d'étude bancaire dirigé par M.RAHNI et M.FERFARA, Ecole Supérieur de Banques, Juin 2007.
- Y.BEJAR, « la valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprise technologique nouvellement introduites en bourse (1997-2004) » ; thèse de doctorat en sciences de gestion ; université Paris Dauphine, 2006.

Textes réglementaires :

- Bourse de Tunis, Règlement Intérieur, « Fonds de garantie de la clientèle du marché des valeurs mobilières et des produits financiers (FGC) », Aout 2009.
- Règlement Général de la Bourse Approuvé par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997, tel que modifié par les arrêtés du 9 septembre 1999, du 24 septembre 2005, du 24 septembre 2007 et du 15 avril 2008. Sous titre 1, de l'article premier à l'article 11
- Règlement général de la bourse des valeurs mobilières, Tunis 2008.

Sites internet :

- [http://droit-finances.commentcamarche.net/contents/placements/warrant-et-option-quelles-differences.](http://droit-finances.commentcamarche.net/contents/placements/warrant-et-option-quelles-differences)
- <http://français.doingbusiness.org>
- <http://www.lavieeco.com/actualite/28-840-entreprises-creees-en-2010-3.6--5455.html>
- http://www.businessnews.com.tn/details_article.php?t=519&a=17765&temp=1&lang=&w=
- www.bvmt.com.tn
- <http://www.maroc212.com/IED-a-la-Bourse-de-Casablanca.html>
- <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=3&Cat=1>
- [http://www.apbt.org.tn,](http://www.apbt.org.tn)
- <http://www.marocclear.com/?Id=3&lang=fr>
- [http://www.sticodevam.com.tn/site/fr/presentation/qui_sommes_nous.php.](http://www.sticodevam.com.tn/site/fr/presentation/qui_sommes_nous.php)
- <http://www.algerieclearing.dz/html/Cadre-1%C3%A9gale-et-r%C3%A9glementation.htm>
- <http://www.cosob.org/le-depositaire-central.htm>
- <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=9&Cat=3>
- <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21#>
- <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/?view=organisation>
- <http://www.bvmt.com.tn/alternatif/>
- <http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/Content.aspx?IdLink=39&Cat=21>
- [http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21.](http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/content.aspx?IdLink=37&Cat=21)

Liste des abréviations

- ANGEM** : Agence Nationale de Gestion de Micro Entreprises
- ANSEJ** : Agence Nationale de Soutien à l'Emploi de Jeune
- BAD** : Banque Africaine de Développement
- BCT** : Bon de Trésor à C cours Terme
- BDL** : Banque de Développement Local
- BEA** : Banque Extérieur d'Algérie
- BIRD** : Banque Internationale pour la reconstruction et le Développement
- BNA** : Banque Nationale d'Algérie
- BOC** : Bulletin Officiel de la Cote
- BTA** : Bon de Trésor Assimilable
- BTP** : Bâtiments Travaux Publics
- BVMT** : la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis ;
- CAC** : Cotation Assistée en Continu
- CDVM** : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
- CF** : Cash Flow
- CIA** : Central Intelligence Agency : Agence Centrale de Renseignement
- CMF** : Conseil du Marché Financier
- CNAC** : Caisse Nationale d'Assurance Chômage
- CNEP** : Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
- COSOB** : Commission de Surveillance en Opération de Bourse
- CPA** : Crédit Populaire d'Algérie
- Credoc** : crédit documentaire
- CRI** : Centre Régional de l'Investissement
- CTO** : Cours Théorique d'Ouverture
- DAFSA** : Depuis près de 40 ans, DAFSA est le spécialiste français de l'information économique, sectorielle et financière.
- Dahli** : filiale du holding Arcofina
- DT** : dinar tunisien
- EBE** : Excédant Brut d'Exploitation
- ENAFOR** : entreprise nationale de forage

ENTP : entreprise nationale des travaux aux Puits
Epr. Entreprise publique restructurée (en Tunisie)
FAPE : faisant appel public à l'épargne
FCP : Fond Commun de Placement
FCPR : Fond Commun de Placement à Risques
FIFO : First In First Out
IBS : Impôt sur le Bénéfice des Sociétés
IDE : Investissement Direct Etrangers
IDH : Indice de Développement Humain
IOB : Intermédiaires en Opération de Bourse
IRB : Impôt sur le Revenu et le Bénéfice
IRG : Impôt sur le Revenu Global
MER : Marocain Résidents à l'Etranger
NSC : Nouveau Système de Cotation
OAT : Obligations Assimilables du Trésor
OCDE : Organisation et Coopération et de Développement économique.
OMPIC : l'Office Marocaine de la Propriété Industrielle et Commerciale
OPA : Offre Public d'Achat
OPCVM : Organisme de Placement en Valeurs Mobilières
OPE : Offre Publique d'Echange
OPF : Offre Publique à prix Ferme
OPM : Offre Publique à Prix Minimal
OPO : Offre Publique à prix Ouvert
OPV : Offre Publique de Vente
OST : Opération Sur Titre
PAS : programme d'ajustement structurel
PER : Price Earning Ratio
PIB : production intérieure brute
PME : Petite et Moyenne Entreprises
PMI : Petite et Moyenne Industrie
PNUD : Programme des Nations Unis pour le Développement
PPA : parité pouvoir d'achat
RNB : revenu national brut
SBF : Société des Bourses Française Ancêtre d'Euronext

SGBV : Société de Gestion des Valeurs Mobilière

SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable.

SPA : Société par Actions

STICODEVAM : Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le
Dépôt des Valeurs Mobilières

SVT : Spécialistes en Valeurs du Trésor

UMA : Union Maghreb Arabe

Liste des figures

Figure 1 : Nombre de sociétés cotées des principales bourses et leurs capitalisations boursières 2009.....	15
Figure 2 : Exemple d'efficiéce des marchés : les tribulations de l'OL en ligue des champions Avril 2010.	55
Figure 3 : Evolution du PIB	67
Figure 4 : Evolution du RNB par Habitant.....	70
Figure 5 : Evolution de l'inflation, prix à la consommation	74
Figure 6 : Evolution du taux de chômage.....	77
Figure 7 : Evolution du stock de la dette extérieure.....	80
Figure 8 : Evolution du nombre des nouvelles entreprises créées.....	87
Figure 9 : Evolution de l'Epargne Brute	106
Figure 10 : Organigramme de La Bourse des Valeurs de Casablanca	125
Figure 11 : Organigramme de la société de gestion des valeurs immobilières	128
Figure 12 : CMF autorité du marché financier tunisien	130
Figure 13 : Le dépositaire Centrale des titres/les teneurs de Comptes-Concervateurs	136
Figure 14 : Evolution de la capitalisation boursière dans les trois pays.....	189
Figure 15 : Evolution de la capitalisation boursière en % du PIB.....	192
Figure 16 : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX.....	196
Figure 17 : Evolution des Emissions obligataires	201
Figure 18 : Evolution des valeurs transigées en millions de dollars	206
Figure 18 : diagramme de développement des marchés financiers maghrébins	210

Liste des tableaux

Tableau n°1 : Evolution du PIB	67
Tableau n°2 : Evolution du RNB par Habitant	70
Tableau n°3 : Indice de Développement Humain (1980-2010)	72
Tableau n°4 : Evolution de l'inflation, prix à la consommation	73
Tableau n°5 : Evolution du Chômage	77
Tableau n°6 : Evolution du stock de la dette extérieure	79
Tableau n°7 : Facilité d'accès aux investissements	83
Tableau n°8 : Procédures de démarrage (nombre)	85
Tableau n°9 : Temps nécessaire pour enregistrer une entreprise	85
Tableau n°10 : Nouvelles entreprises enregistrées (nombre)	86
Tableau n°11 : Flux d'investissements directs à l'étranger	89
Tableau n°12 : Evolution de l'Épargne Brute	106
Tableau n°13 : motivations liées à la décision d'introduction en bourse	164
Tableau n°14 : Illustration de la méthode de répartition au prorata	170
Tableau n°15 : Illustration de la méthode de répartition par pallier.	172
Tableau n°16 : nombre de sociétés cotées	175
Tableau n°17 : Les principales caractéristiques des trois opérations d'introduction en Bourse	177
Tableau n°18 : Représente les conditions préalables à l'introduction en bourse au Maroc.	179
Tableau n°19 : Représente additionnelles à l'introduction en bourse au Maroc.	179
Tableau n°20 : Représente les conditions spécifiques à l'introduction en bourse en Tunisie	181
Tableau n°21 : capitalisation boursière en millions de dollars	189
Tableau n° 22 : Capitalisation boursière en % PIB	192
Tableau n°23 : Evolution des indices boursiers MASI et TUNINDEX	196
Tableau n°24 : Emissions obligataires	201
Tableau n°25 : Evolution des valeurs transigées en millions de dollars	206

Annexes

Annexe 1

Liste des sociétés privatisées au Maroc fin novembre 2010

en MDH					
DATE	SIGLE	SECTEUR D'ACTIVITE	PART CEDEE %	ACQUEREUR	RECETTES
02/93	SODERS	Fabrication de levure	33,34	Lesaffre (France)	27,0
			2,39	Salariés	1,6
04/93	CHELCO	Confection de vêtements	32	Courtaulds (Royaume Uni)	10,2
06/93	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	40	Bourse	94,3
07/93			35	Consortium d'institutions financières marocaines	111,6
07/93	PETROM	Distribution de produits pétroliers	51	Groupe Bouaida (Maroc)	145,0
08/93	CIOR	Fabrication de ciment	51	Holdercim (Suisse)	614,0
10/93	SNEP	Production de chlore, soude et PVC	90	Groupement marocain, Dolbeau-Dimatit, Holding Ynna (Maroc)	364,3
12/93	CIOR	Fabrication de ciment	34	Bourse	329,2
	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	2,6	Salariés	5,2
	SHELL	Distribution de produits pétroliers	50	Shell Petroleum International (Royaume Uni/Pays Bas)	450,0
02/94	Dragon-Gaz	Distribution de produits pétroliers	50	Dragofina (Italie)	0,9
03/94	CMH	Distribution de produits pétroliers	50	Hogespar (Maroc)	100,1
04/94	SOFAC/ Crédit	Crédit à la consommation	35	Consortium d'institutions financières marocaines	89,3
			18,37	Bourse	40,0
05/94	MOBIL Maroc	Distribution de produits pétroliers	50	Mobil Petroleum Corporation (Etats Unis)	110,0
	TOTAL Maroc	Distribution de produits pétroliers	50	TOTAL Outre-Mer (France)	300,0
08/94	MODULEC	Equipement électromécanique	84,8	M. Ouazzani Touhami Tayeb	1 DH
			8,48	Salariés	Gratuit
DATE	SIGLE	SECTEUR D'ACTIVITE	PART CEDEE %	ACQUEREUR	RECETTES
09/94	CTM-LN	Transport terrestre de passagers et messagerie	18,46	Bourse	48,7
10/94	General Tire	Industrie de pneumatiques	20	M. Ouazzani Touhami Tayeb	46,0
			2,21	Salariés	4,3
	SNI	Holding financier	15,63	Bourse	361,1
11/94	SNI	Holding financier	51	Consortium d'institutions financières marocaines et internationales	1 669,0
12/94	BMCE	Finance- Banque commerciale	14,01	Bourse	455,3
			3	Salariés	82,9
01/95	CIOR	Fabrication de ciment	1,22	Salariés	10,0

04/95	BMCE	Finance- Banque commerciale	26	Consortium d'institutions financières marocaines et internationales	1 243,4
06/95	Crédit EQDOM	Finance - Crédit aux consommateurs	18	Bourse	72,0
	ICOZ	Industrie Textile, filés et fil retors de coton, fils à coudre	97,44	Consortium Maroco-Etranger	10,0
	Sico-Centre	Industrie Textile, prêt-à-porter	30	Investisseurs marocains	1,6
07/95	SIMEF	Industriegaz et diesel, Moteurs électriques	89,98	Consortium International – (Maroc-Belgique- Tunisie)	1 DH
			10	Salariés	Gratuit
	Sochepress	Distribution de journaux	40	M. Abdallah Lahrizi	24,0
08/95	SOFAC/ Crédit	Crédit à la consommation	0,81	Salariés	1,5
09/95	SOTRAMEG	Production d'alcool de mélasse	60	Groupe Fouad Fahim et Cie (Maroc)	8,7
11/95	Crédit EQDOM	FinanceCrédit aux consommateurs	1,54	Salariés	5,0
03/96	SAMIR	Raffinerie du pétrole	30	Bourse	1 504,8
05/96	SOMAS	Distribution de produits pétroliers	56,04	consortium de 8 distributeurs de produits pétroliers	78,4
06/96	MAPROC	Industrie cuir, chaussures	28,57	Consortium Salima Holding (Maroc-Libye)	1 DH
	SAMIR	Raffinerie du pétrole	1,11	Salariés	47,3
	SONASID	Industrie Sidérurgie	35	Bourse	420,4
09/96	SMI	MineArgent	36,07	Groupe ONA (Maroc)	234,5
10/96	FERTIMA	Industrie-Engrais	30	Bourse	120,1
01/97	CTT	Mine-Cobalt	40	Groupe ONA (Maroc)	88,0
	SAMINE	Mine-Fluorine	35	Groupe ONA (Maroc)	38,5
	SOMIFER	Mine-Cuivre	34,2	Groupe ONA (Maroc)	68,4
04/97	FPZ	Industrie-Fonderie de plomb	26	CMT et Touissit (Maroc)	39,0
DATE	SIGLE	SECTEUR D'ACTIVITE	PART CEDEE %	ACQUEREUR	RECETTES
05/97	CNIA	Compagnie d'assurance	78,57	Consortium (Maroc-Bahrein)	310,2
	SAMIR	Raffinerie du pétrole	60,99	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	3 157,5
	SCP	Raffinerie du pétrole	66,33	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	425,7
06/97	BMCE	Finance- Banque commerciale	10,85	Nomura International Plc (Royaume Uni)	744,3
	SMI	MineArgent	13	Groupe ONA (Maroc)	84,5
			20	Bourse	130,3
10/97	CIOR	Fabrication de ciment	0,0045	Salariés	0,0
	SONASID	Industrie Sidérurgie	62	Consortium marocain+ Martial Ucin (Espagne)	837,1
03/98	SONASID	Industrie Sidérurgie	3	Salariés	30,6
06/98	SAMIR	Raffinerie du pétrole	5,77	Corral Petroleum	296,1
				(Arabie Saoudite)	

	SCP	Raffinerie du pétrole	4,39	Corral Petroleum (Arabie Saoudite)	27,8
			3	Salariés	16,3
11/98	SAMIR	Raffinerie du pétrole	1	Salariés	42,6
10/99	FERTIMA	Industrie-Engrais	51	Adubos de Portugal (Portugal) Consortium d'investisseurs marocains	230,0
	Ranch Adarouch	Elevage de bovins	50	INTERFINA (Maroc)	33,0
12/00	Sotrameg	Production d'alcool de mélasse	6,22	Salariés	0,7
01/01	SNEP	Production de chlore, soude et PVC	5,3	Salariés	18,3
02/01	Maroc Telecom	Télécommunications	35	Vivendi Universal (France)	23345,0
05/02	SICOME	Industrie-Textile prêt-à-porter	11,4	HOLFIPAR (Maroc)	2,2
10/02	FERTIMA	Industrie-Engrais	16	Adubos de Portugal (Portugal) Consortium d'investisseurs marocains	75,4
06/03	FERTIMA	Industrie- Engrais	3	Adubos de Portugal (Portugal) Consortium d'investisseurs marocains	14,1
	Régie des Tabacs	Régie des Tabacs	80	Groupe ALTADIS (France-Espagne)	14080,0
07/03	SONIR	Industrie du papier, Impression et distribution de journaux	72,97	Maroc soir (Maroc)	22,0
09/03	SOMACA	Montage de véhicules	26	Renault s.a.s (France)	65,0
12/04	Maroc Telecom	Télécommunications	14,9	Bourse de Casablanca et Euronext Paris	8 896,2
01/05	Maroc Telecom	Télécommunications	16	Vivendi Universal (France)	12400,0
09/05	SUTA	Transformation de la betterave et de la canne à sucre en sucre blanc	93,94	COSUMAR (Maroc)	518,6
	SUCRAFOR		87,46		88,3
	SUNABEL		94,53		237,3
	SURAC		95		523,5
10/05	SOMACA	Montage de véhicules	12	Renault s.a.s (France)	30,0
07/06	Maroc Telecom	Télécommunications	0,1	Bourse	98,6
08/06	Régie des Tabacs	Régie des Tabacs	20	Groupe ALTADIS (France-Espagne)	4 020,0
09/06	Somathes	Agro-alimentaire	100	Holmarcom	539,0
05/07	COMANAV	Transport maritime	75,93	CMA-CGM(France)	1 182,2
06/07	DRAPOR	Dragage des ports	100	SATRAM (Gabon)	327,6
06/07	Maroc Telecom	Télécommunications	4	Bourse	4 571,3
	SUTA	Transformation de la betterave et de la canne à sucre en sucre blanc	3,45	COSUMAR (Maroc)	27,5
	SUCRAFOR		3,45		3,5
	SUNABEL		4,62		11,6
	SURAC		5		27,5
Total 1 : 86 966,86 Millions de DH					

2- LISTE DES HOTELS PRIVATISES A FIN NOVEMBRE 2010

DATE	HOTEL	ACQUEREUR	PRIX PAYE
02/93	Amandiers	Société Floride (Maroc)	5,00
03/93	Tarik	United Moroccan Hotels (Maroc)	15,20
09/93	Basma	Bassamate (Maroc-Libye)	50,00
04/94	Toubkal	Beach Club (Maroc)	38,50
	Volubilis	FRAM (France)	35,00
05/94	Transatlantique- Meknès	Société Tikida-Ismaïlia S.A (Maroc)	41,00
06/94	Les Iles	Sté de Gestion Hôtelière Expertotel (Maroc)	20,00
09/94	Malabata	Sté. Malabata International (Arabie Saoudite)	55,00
	Rissani	Société SHAT (Maroc)	8,10
12/94	Casablanca (Hyatt Regency)	INTEREDEC-Maroc (Maroc)	180,00
	Zalagh	Sté. Dar Si Aissa(Maroc)	17,25
01/95	Azghor	Société Touristique de Ouarzazate (Maroc)	14,55
04/95	Doukkala	Abdulmajid Abu Aljadayel (Arabie Saoudite)	22,17
	Oukaïmeden	Société Hôtelière Louka (Maroc)	3,01
05/95	Tour Hassan	Kasbah Tours Hotels (Maroc)	50,00
	Les Mérinides	Kasbah Tours Hotels (Maroc)	30,00
09/95	Friouato	Abdellatif Abouhafs (Maroc)	13,00
09/96	Splendid	Radia Benamar et Ahmed Lamaâni (Maroc)	0,30
10/98	Tinsouline	M. Tizliouine (Maroc)	5,50
	TransAtlantique- Casa	Chaîne Hôtelière Hadaïq (Maroc)	14,00
12/98	Les Almoravides	Club Jenane Marrakech (Maroc)	24,50
	Les Dunes d'or	FRAM (France)	74,00
09/99	Saghro	M.Bendidi Larbi et associés (Maroc)	6,60
01/01	Rose du Dadès	Société Rose M'Gouna (Maroc)	7,20
07/01	Riad	Mohamed Saoud (Maroc)	10,00
11/01	Madayaq	Société RIAD BA ALI (Maroc- Norvège)	7,32
Total 2 : 747,2 Millions de DH			
TOTAL GLOBAL (1+2) : 87 714,06 Millions de DH			

3- LISTE DES OPERATIONS DE CESSIION EFFECTUEES EN DEHORS DES DISPOSITIONS DE LA LOI N° 39-89 SUR LA PRIVATISATION

ANNEE	OPERATION	ACQUEREUR	PRIX PAYE
2000	2ème Licence GSM	Méditel	10 836
2002	Cession de 20 % du capital de la Banque Centrale Populaire	Banques Populaires Régionales	544
2004	Cession de 21 % du capital de la Banque Centrale Populaire	Bourse	760
2005	2ème Licence fixe	Méditel	75

	licence nouvelle génération de télécommunications fixe	Maroc Connect	306
2006	trois nouvelles licences mobiles de 3ème génération UMTS	Maroc Télécom, Méditel et Maroc Connect	1 080
	Cession de 7,5% du capital de BMCE Internationale-Madrid détenu par le Trésor	BMCE BANK	21
Total 3 : 13 622 Millions de DH			
Total Général (1+2+3) : 101 336,06 Millions de DH			

Source : http://www.finances.gov.ma/portal/page?_pageid=53,17814367&_dad=portal&_sche ma=PORTAL

Annexe 2

2.1.3 Evolution des entreprises privées selon la forme juridique Tunisie						
FORME JURIDIQUE	ANNEE					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Personne physique	419 275	439 628	449 571	464 565	483 360	501 734
Société anonyme	4 791	5 018	5 169	5 391	5 601	5 883
Société à responsabilité limitée	47 559	51 718	56 494	61 586	67 101	74 880
Société unipersonnelle à responsabilité limitée	3 065	4 160	5 718	7 303	9 019	11 273
Autres	2 970	3 084	3 126	3 284	3 362	3 551
TOTAL	477 660	503 608	520 078	542 129	568 443	597 321

Source : <http://www.ins.nat.tn/indexfr.php>

Nombres d'entreprises en Algérie selon leurs formes juridiques le 31/12/2009.

Formes juridiques	Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL)	Société à responsabilité limitée (SARL)	Entreprise publique industrielle et commerciale (EPIC)	Société en nom collectif (SNC)	Société par actions (SPA)	Coopérative agricole (EAC)	Coopérative artisanale	Société de fait familiale (SDF)	Autres *	Total
Nombre d'entreprises	35 340	70 166	2 137	17 637	3 032	3 390	8 205	163	2 533	142 603
pourcentage	24,78	49,20	1,50	12,37	2,13	2,38	5,75	0,11	1,78	100,00

* : Autres formes juridiques (société anonyme SA, société en commandite simple SCS, etc.)

Source : Office Nationale des Statistiques, <http://www.ons.dz/Repartition-des-personnes-morales,1019.html>

ANNEXE 4 : Statistiques sur la privatisation: Algérie, Maroc, Tunisie

Pays	Année de promulgation	Période	Nombre d'entreprises privatisées durant la période	Nombre d'entreprises privatisées via la bourse
Algérie	1994	1998-2008	environs 476	03
Maroc	1989	1993-2010	102	14
Tunisie	1987	1987-2009	217	12

Source: Elaboré à partir des de différents recueils bibliographiques

Annexe 5 : Coûts des procédures de démarrage d'une entreprise (% du RNB par habitant)

Le coût d'enregistrement d'une entreprise a été normalisé en le présentant en tant que pourcentage du revenu national brut (RNB) par habitant.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Algérie	16,3	14,6	12,4	13,4	13,2	10,8	12,1	12,9
Maroc	26,6	13,7	13,4	12,7	20,6	20,0	16,1	15,8
Tunisie	11,9	11,1	10,0	9,3	8,3	7,9	5,7	5,0

SOURCE : La Banque Mondiale

Annexe 6

Evolution du nombre d'OPCVM en Tunisie

Année	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Year
OPCVM (SICAV et FCP) Nombre	98	88	76	57	45	39	34	Mutual funds Number
Actifs gérés en MD	5107	4383	3629	3025	2662	2353	1999	Assets managed (in TMD)
	17 %	21 %	20 %	14 %	13 %	18 %	20 %	

MD : Millions de dinars

TMD : Tunisian million dinars

Source: rapport d'activité de la bourse de tunis 2010

Annexe 7

Evolution de l'actif net des OPVCM AU MAROC

Catégorie	2001			2002			2003		
	Nombre	Actif Net	Structure	Nombre	Actif Net	Structure	Nombre	Actif Net	Structure
Actions	42	3108	7 %	42	2792	4 %	44	2430	4 %
Obligatoires	78	37 748	87%	84	64 306	93 %	90	61 904	91 %
Diversifiés	34	2 680	6 %	34	2 416	3 %	35	3412	5 %
Total	154	43 536	100 %	160	69 514	100 %	169	67 746	100 %

Catégorie	2004			2005			mai 2006		
	Nombre	Actif Net	Structure	Nombre	Actif Net	Structure	Nombre	Actif Net	Structure
Actions	45	3 733	5 %	45	4 567	5 %	45	7 467	7 %
Obligatoires	102	73 853	91 %	105	77 837	90 %	107	90 321	88 %
Diversifiés	34	3 450	4 %	35	4 069	5 %	34	5 133	5 %
Total	181	81 036	100 %	185	86 473	100 %	186	102 921	100 %

Source : CDVM

Annexe 8

Evolution de l'actif net des OPCVM par catégorie au Maroc (en milliards de dirhams)

	2009 (VL du 25/12)		2010 (VL du 31/12)		Variation annuelle de l' Actif Net
	Actif Net	Nombre D'OPCVM	Actif Net	Nombre D'OPCVM	
OPCVM Actions	20,34	76	25,68	76	26,19
OPCVM Diversifiés	7,56	49	9,25	55	22,40
OPCVM Monétaire	59,99	32	59,49	36	-0,83
OPCVM OCT	8,05	17	10,49	20	30,31
OPCVM OMLT	96,99	117	117,61	128	21,26
OPCVM Contractuels	0,471	3	2,34	5	396,71
TOTAL	193,4	294	224,86	320	16,26

Source : CDVM

Structure des actifs sous gestion

CATEGORIE	ACTIF TOTAL au 31/12/2010		ACTIF TOTAL au 25/12/2010	
	Montant(1)	Structure (%)	Montant(1)	Structure (%)
Valeurs cotées	30 772 235	13,2	23 823 750	12,14
Actions	27 518 024	11,8	19 832 469	10,11
Obligations privées	3 185 501	1,37	3 892 585	1,98
OEG	68 711	0,03	98 695	0,05
Valeurs non cotées	146 397 296	62,77	110 802 381	56,46
Actions	307 809	0,13	204 025	0,1
Obligations privées	21 324 555	9,14	13 242 630	6,75
OEG	78 415 492	33,62	64 891 166	33,07
TCN	39 433 774	16,91	27 732 741	14,13
Titres d'OPCVM	6 915 664	2,97	4 731 820	2,41
Autres éléments d'Actif	56 040 337	24,03	61 622 580	31,4
Actif Total	233 209 868	100	196 248 711	100
Dettes	8 351 856		2 840 839	
Actif Net(2)	224 858 012		193 407 872	

(1) Montant en milliers de DH

(2) Actif net = Actif total - Dettes

Source : CDVM

Annexe 9

INDICATEURS SUR LA PARTICIPATION ETRANGERE DANS LES SOCIETES COTEES FOREIGN OWNERSHIP INDICATORS IN OFFICIAL LIST

En millions de dinars/ Tunisian Million Dinars

Désignation	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Acquisitions des étrangers/Buy	185	137	610	84	143	147	63	37	47	16
Cessions des étrangers/Sale	326	257	658	70	99	95	33	19	37	39
Solde net/net balance	-142	-120	-48	14	44	52	30	18	9	-23
Capitalisation boursière (1)/ Merket capitalization	15282	12227	8301	6527	5491	3840	3085	2976	2842	3276
Part des étrangers dans la Capitalisation boursière % of foreigners /(1)	20, %	21, %	24, %	28,0 %	27,6 %	28,2 %	25,6 %	25,2 %	23,4 %	21,3 %

Source : rapport d'activité de la bourse de Tunis 2006 et 2010

	Banques domestiques privées	Banques publiques	Autres	Total
Tunisie	15	5 dont 3 spécialisées	12 crédit bail, 2 factoring, 2 banques d'affaires, 8 offshore	44
Algérie	10	7 banques commerciales et 1 banque de	7 (5 crédits bail, 2 capital risque)	25
Maroc	27 Banques (dont 3 spécialisées)		6 Banques offshore, 19 sociétés de crédit à la consommation, 2 sociétés de crédit immobilier, 4 sociétés de gestion des moyens de paiement, 2 sociétés de cautionnement, 7 sociétés de 69 crédit Bail, 2 sociétés d'affacturage.	69

Source: Sites des Banques Centrales ; Barth, J. R., Caprio, G. JR., Levine, R., (2003)

	Banques domestiques privées	Banques publiques	Autres	Total
Tunisie	15	5 dont 3 spécialisées	12 crédit bail, 2 factoring, 2 banques d'affaires, 8 offshore	44
Algérie	10	7 banques commerciales et 1 banque de	7 (5 crédits bail, 2 capital risque)	25
Maroc	27 Banques (dont 3 spécialisées)		6 Banques offshore, 19 sociétés de crédit à la consommation, 2 sociétés de crédit immobilier, 4 sociétés de gestion des moyens de paiement, 2 sociétés de cautionnement, 7 sociétés de 69 crédit Bail, 2 sociétés d'affacturage.	69

Source: Sites des Banques Centrales ; Barth, J. R., Caprio, G. JR., Levine, R., (2003)

	Secteur bancaire	Institutions financières non bancaires	Supervision et Régulation	Secteur monétaire et politique	Ouverture financière	Environnement institutionnel
Tunisie	7.7	4.67	5.33	4.46	5	5
Algérie	2.55	3	3.46	4.36	4	2.33
Maroc	5.62	4.67	7.33	6.84	4	3.78
Moyenne MENA	5.46	4.66	5.36	5.30	4.75	3.58

Source: Creane et Al (2004).

	Décennie 1960	Décennie 1970	Décennie 1980	Décennie 1990
Algérie	2.4	4.2	5.0	2.7
Maroc	2.6	2.8	3	4.0
Tunisie	3.3	3.8	4.5	4.8
MENA	2,9	3,3	3,9	3,5
Pays industrialisés	3,9	4,6	5,1	5,9

Source: Creane et Al (2004).

Annexe 13 : Niveau de développement du secteur bancaire

	2002-2003
Tunisie	7.7
Algérie	2.55
Maroc	5.62

Source: Creane et Al (2004).

Annexe 14 : Taux d'épargne nationale en 2005

	Epargne nationale en pourcentage du PIB en 2005	Classement mondial en matière d'épargne
Algérie	51,2	3
Tunisie	22,1	48
Maroc	25,7	28
Egypte	19,5	66

Source: Lopez-Claros A, Schwab K, Porter M (2006)

Annexe 15: PRINCIPAUX INDICATEURS BOURSIERS TUNISIENS

Désignation	2006	2007	2008	2009
Emissions de l'Etat*	1.495	1.480	735	1.036
-Bons du Trésor assimilables (BTA) et Bons du Trésor à zéro coupon (BTZc)	1.009	945	612	783
-Bons du Trésor à court terme (BTCT)	486	535	123	253
Encours des bons du Trésor (fin de période)	6.074	6.412	5.973	6.162
-BTA et BTZc	5.577	5.868	5.850	5.921
-BTNB	10	0	0	0
-BTCT	487	544	123	241
Encours des bons du Trésor/PIB (en %)	13,3	12,9	10,8	10,5
Emissions des entreprises par APE				
Montants visés	426	348	640	1.055
- Augmentations de capital	198	94	266	330
- Emprunts obligataires	228	254	374	725
Fonds levés	365	489	644	976
- Augmentations de capital	164	126	252	301
- Emprunts obligataires	151	313	392	675
- Fonds communs de créances (FCC)	50	50	-	-
Contribution du marché financier au financement de la FBCF du secteur privé (en%)	5,7	6,8	8,1	12,1
Montant des transactions sur la cote de la bourse	746	915	2.109	1.814
- Titres de capital (a)	707	836	1.914	1.715
- Titres de créance	39	79	195	99
Nombre de sociétés cotées (en unités)	48	51	50	52
Capitalisation boursière (b)	5.491	6.527	8.301	12.227
Capitalisation boursière/PIB (en %)	12,0	13,1	15,0	20,8
TUNINDEX en points (base 1.000 le 31/12/1997)	2.331,05	2.614,0	2.892,40	4.291,72
Taux de rotation annuel (a/b) (en %)	12,9	12,8	23,1	14,0
Taux de liquidité (en %)	52	49	63	58
Montant des transactions sur le marché hors-cote	39	41	48	40
Montant des enregistrements et déclarations	3.822**	788	1.973	1.470
OPCVM (hors FCPR) -Unités				
en activité	44	57	76	88
-Actifs gérés	2.639	3.042	3.640	4.388

En MDT

* Calculées sur la base des dates d'adjudication.

** Ce volume s'élève à 1.555 MDT, hors Tunisie Télécom.

Sources : Bourse des valeurs mobilières de Tunis et Conseil du marché financier

Annexe 16: Composition de l'indice TUNINDEX

N°/ 3,11 444	Code ISIN/ ISIN Code	Mnémo	Valeur/Company name	Nombre de titres admis dans l'indice/ Number of shares	Flottant / Free float	Facteur de plafonnement / Capping coefficient	إسم الشركة
1	IN0001000108 MNF		SOCIETE NOUVELLE MAISON DE LA VILLE DE TUNIS	13 867 620	30%	1	مكروم يريونوم
2	TN0001100254 SFBT		SOCIETE FRRGORIFIQUE ET BRASSERIE DE TUNIS	66 000 000	30%	1	مكروم ديرب تالا سرفوت
3	IN0001200401 IAIK		SOCIETE TUNISIENNE DE L'AIR	106 199 280	20%	1	طوطخلا تيسونولا
4	IN0001600154 IJARI		BANQUE ATTIJARI DE TUNISIE	33 750 000	30%	1	يراجتلا لفتد
5	TN0001800457 BIAT		BANQUE INTERNATIONALE ARABE DE TUNISIE	17 000 000	30%	1	لفند سرفوت يبرعلا دلا اهللو
6	IN0001900604 BH		BANQUE DE L'HABITAT	18 000 000	30%	1	لفند ناكسلا
7	IN0002100907 ILS		TUNISIE LEASING	7 000 000	40%	1	تيسونولا راجيلال يلفل
8	TN0002200053 BT		BANQUE DE TUNISIE	112 500 000	60%	0,758328707052282	لفندلا يسنو تالا
9	TN0002300358 AL		AIR LIQUIDE TUNISIE	1 040 946	10%	1	را ديكيل سرفوت
10	TN0002400505	UBCI	UNION BANCAIRE POUR LE COMMERCE ET L'INDUSTRIE	15 151 806	20%	1	نداح تالا يكتيلا فرج تلال وصل اةةعد
11	IN0002600955	STB	SOCIETE TUNISIENNE DE BANQUE	24 860 000	50%	1	مكروملا يسنو تالا اةة لفتندل
12	IN0003000452	AST	COMPAGNIE D'ASSURANCES ET DE REASSURANCES	4 000 000	10%	1	مكروم تالا يسنو تالا اةة زيمنا تلال يرتسا
13	IN0003100609	BNA	BANQUE NATIONALE AGRICOLE	32 000 000	40%	1	لفندلا ينطولا يخالفا
14	TN0003200755	ICF	SOCIETE DES INDUSTRIES CHIMIQUES DU FLUOR	900 000	20%	1	صلا اةة تاعاد ايميكلا اةة اةة زويظلل
15	TN0003300902	TLAIT	TUNISIE LAIT	10 000 000	10%	1	بيجلد سرفوت
16	TN0003400058	AB	AMEN BANK	10 000 000	20%	1	لفند نامالا
17	TN0003600350	ATB	ARAB TUNISIAN BANK	100 000 000	30%	1	لفندلا يبرعلا سرفوتل
18	TN0003800703	ALKIM	SOCIETE CHIMIQUE ALKIMIA	1 947 253	10%	1	مكروم ايميكلا
19	IN0003900107	UIB	UNION INTERNATIONALE DE BANQUES	17 600 000	50%	1	نداح تالا دلا اهللو لفتندل
20	IN0004000055	SIMPA	SOCIETE IMMOBILIERE ET DE PARTICIPATION	800 000	50%	1	مكروملا تيرقعل تامهسللو
21	TN0004200853	CIL	COMPAGNIE INTERNATIONALE DE LEASING	5 000 000	30%	1	مكروملا تيلونلا راجيلال يلفل
22	TN0004700100	ATL	ARAB TUNISIAN LEASE	17 000 000	50%	1	مكروم راجيلالا تيرعلا سرفوتل
23	IN0005700018	PGH	POULINA GROUP HOLDING	180 003 600	10%	1	انيلوب تضيقلا
24	TN0006060016	STAR	SOCIETE TUNISIENNE D'ASSURANCES ET DE REASSURANCES	2 307 693	30%	1	يسنو تالا اةة زيمنا تلال تاعاو زيمقل - رقتد
25	IN0006440010	MAG	MAGASIN GENERAL	2 296 250	20%	1	ترافلا ماعلا
26	TN0006530018	SOTET	SOCIETE TUNISIENNE D'ENTREPRISES DE TELECOMMUNICATIONS	4 636 800	60%	1	مكروملا تيسونولا تالوقصل تيكسلا تيكسلاو
27	IN0006550016	SALIM	ASSURANCES SALIM	2 660 000	40%	1	تاتيماد جيلد
28	TN0006560015	SOTUV	SOCIETE TUNISIENNE DE VERRERIES	12 632 500	10%	1	مكروملا تيسونولا رويظلل
29	IN0006580013	MGR	SOCIETE TUNISIENNE DES MARCHES DE GROS	12 000 000	40%	1	مكروملا تيسونولا قواسلا تلمجلا
30	TN0006590012	SIAME	SOCIETE INDUSTRIELLE D'APPAREILLAGE ET DE MATERIELS ELECTRIQUES	14 040 000	40%	1	مكروملا تيرعاصل تريجلال وتالالا تيناريجكلا
31	IN0006610018	TJL	ATTIJARI LEASING	2 125 000	30%	1	يراجتلا راجيلال يلفل
32	IN0006640015	STEQ	SOCIETE TUNISIENNE D'EQUIPEMENT	1 400 000	10%	1	مكروملا تيسونولا زييجتل
33	TN0006650014	LSTR	ELECTROSTAR	1 750 000	30%	1	رقتسورتكلا
34	TN0006660013	STPIL	SOCIETE DE TRANSPORT DES HYDROCARBURES PAR PIPELINES	3 271 840	30%	1	مكروم لفتلا تلساوب بيبذالا
35	IN0006670012	SIPHA	SOCIETE DES INDUSTRIES PHARMACEUTIQUES DE TUNISIE	1 800 000	20%	1	مكروملا تيسونولا تاعاصل تيلديصلا
36	TN0006780019	SOMOC	SOCIETE MODERNE DE CERAMIQUE	24 255 000	40%	1	مكروملا تيرعصل فنزخل
37	IN0007130016	GIF	SOCIETE GENERALE INDUSTRIELLE DE FILTRATION	8 332 500	40%	1	مكروملا تيرعاصل ماعلا يفاصل
38	TN0007140015	ASSAD	SOCIETE L'ACCUMULATEUR TUNISIEN ASSAD	11 500 000	30%	1	مكروم تيراطيل تيسونولا دسا
39	TN0007180011	SITS	SOCIETE IMMOBILIERE TUNISO-SEOUDIENNE	13 000 000	50%	1	مكروملا تيسونولا تيرقعل
40	IN0007200017	WIFAK	EL WIFACK LEASING	3 000 000	40%	1	تقول راجيلال يلفل
41	IN0007210016	SOKNA	SOCIETE ESSOUKNA	3 006 250	30%	1	مكروم ينكسلا

COMPOSITION DE L'INDICE TUNINDEX COMPONENTS OF TUNINDEX INDEX

تركيبية مؤشر تونس انكس

N° / الرقم / So4	Code ISIN/ ISIN Code	Mnémo	Valeur/Company name	Nombre de titres admis dans l'indice/ Number of shares	Flottant / Free float	Facteur de plafonne- ment / Capping coefficient	اسم الشركة
42	TN0007250012	ADWYA	SOCIETE ADWYA	11 000 000	40%	1	مكرش آدويديا
43	TN0007270010	TPR	SOCIETE TUNISIE PROFILES ALUMINIUM	42 000 000	30%	1	س.ن.و.ت. تانينجل مونيوميل لآ
44	TN0007290018	SOPAT	STE DE PRODUCTION AGRICOLE DE TEBOULBA	11 812 500	40%	1	مكرش حانتلا يجلظا تلبط
45	TN0007300015	ARTES	AUTOMOBILE RESEAU TUNISIEN ET SERVICES	25 500 000	30%	1	مكيشلا تيمونولا تاريسل و تاندخلا
46	TN0007350010	SCB	CIMENTS DE BIZERTE	44 047 290	20%	1	تندمسا تيرزني
47	TN0007380017	TRE	SOCIETE TUNISIENNE DE REASSURANCE « TUNIS Re »	9 000 000	30%	1	تيمونولا كعاعلا زيمتلا
48	TN0007410012	NAKL	ENNAKL AUTOMOBILES	30 000 000	30%	1	مكرش لقتلا تاريسل
49	TN0006720049	ML	MODERN LEASING	4 000 000	30%	1	تيرصعلا راجيلال يلاملا
50	TN0001300557	BTE (ADP)	BANQUE DE TUNISIE ET DES EMIRATS (ADP)	1 000 000	100%	1	لكند س.ن.و.ت. تاراملالو
51	TN0002500650	PLTU	PLACEMENTS DE TUNISIE - SICAF	1 000 000	20%	1	فديطونلا يسنونلا
52	TN0001400704	SPDIT	STE DE PLACE. ET DE DEVELOP. INDUS. ET TOURIS. - SICAF	26 880 000	20%	1	مكرش رامنتسلا و تيمنتلا توجعاصلا تجميلالو
53	TN0004100202	TINV	SOCIETE TUNISIENNE D'INVEST. A CAPITAL RISQUE	966 000	70%	1	مكرش رامنتسلا تسفانوة
54	TN0007400013	CC	CARTHAGE CEMENT	145 423 907	50%	1	جلطرة تندمسلال
55	TN0007340011	SERVI	SERVICOM	2 358 000	50%	1	موكيفرمد
56	TN0007440019	TLNET	TELNET HOLDING	11 028 000	20%	1	تلفنت

Mise à jour le 06/09/2011

Source : <http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Composition-Indice-TunIndex.pdf>

Annexes 17 : Liste des Intermédiaires Mandatés

Intermédiaires en Bourse mandatés	Dénomination	Emetteurs Siège social
Arab Financial Consultants-AFC 4, rue 7036 El Menzah IV -1004 Tunis	Tunisie Profilés Aluminium-TPR	Rue des Usines – Z.I. Sidi Rézig – Mégrine 2033 Tunis
	ASSAD	Rue El Fouledh, ZI 2013 Ben Arous – BP N°7
	SERVICOM	Cité Ishbilila Route de Tunis 3100 Kairouan, rue OmMaktoum
AXIS CAPITAL BOURSE 67, Avenue Mohamed V-1002 Tunis	SOCIETE TUNISIENNE DE VERRERIES-SOTUVER	Zone industrielle 1111 Djebel Elouest Route Zaghouene Km 21-BP 48
	Magasin Général	24, avenue de France 1000 Tunis
	Société Tunisienne d'Assurances « LLOYD TUNISIEN »	Rue Lac Lochness –Les Berges du Lac – 1053 Tunis
Amen Invest Immeuble Amen Invest. 9 Rue du lac Neuchatel. Les Berges du LAC - 1053	SOCIETE TUNISIENNE D'INVESTISSEMENT –SICAR Tuninvest SICAR	Immeuble Iris Les Berges du LAC – 1053 Tunis
BNA Capitaux Complexe Le Banquier, Avenue Tahar HADDAD, Les Berges du Lac-1053 Tunis	LES CIMENTS DE BIZERTE	Baie de Sebra – BP 53 – 7018 Bizerte
	Société de Transport des Hydrocarbures par Pipelines-SOTRAPIL	Boulevard de la terre, Centre Urbain Nord -1003 Tunis El khadhra
	Société de Placement & de Développement Industriel & Touristique SICAFSPDIT SICAF	5, Route de l'hôpital Militaire - 1005 Tunis
	Société Frigorifique et Brasserie de Tunis - SFBT	5, Route de l'hôpital de Bab SAADOUN - 1005 Tunis
	ESSOUKNA	46, Rue Tarek Ibn Zied – Mutuelleville 1082 Tunis
	SOCIETE TUNISIENNE DES MARCHES DE GROS-SOTUMAG	Route de Naâssen - Bir Kassâa – Ben Arous
	BANQUE NATIONALE AGRICOLE –BNA	Rue Hédi Noura 1001 Tunis
	POULINA GROUP HOLDING -PGH	GP 1 KM 12 EZZAHRA- Ben Arous
	TUNISAIR	Boulevard du 07 novembre 1987- 2035 Tunis – Carthage
	ARAB TUNISIAN LEASE –ATL	Ennour Building, Tour Gauche Centre Urbain Nord - 1082-Tunis- Mahrajène
	Banque de Tunisie et des Emirates -BTE	5 bis, Rue Mohamed BADRA -1002 Tunis
	SOCIETE TUNISIENNE D'ENTREPRISES DE TELECOMMUNICATIONS SOTETEL	Rue des entrepreneurs Z.I Charguia II Aéroport BP640 - 1080 Tunis Cedex
	Société Tunisienne de Réassurance- Tunis Re	Avenue Mohamed V BP 29-1073 Montplaisir 1073, Tunis.
	Banque Tunisienne de Solidarité	56 Avenue Mohamed V, 1002 Tunis.
	SOCIETE IMMOBILIERE ET DE PARTICIPATION -SIMPAP	14, Rue Masmouda - Mutuelle ville- Tunis 1082
Compagnie Gestion et Finance Immeuble GAT 92/94 Avenue Hédi Chaker - 1002 Tunis	Société Tunisienne d'Equipeement -STEQ	99, Rue Houssine Bouzaiène 1001 Tunis
Cofib-Capital FinancesCCF 25, rue Docteur Camlette – Mutuelleville - 1002 Tunis	SOCIETE DES INDUSTRIES PHARMACEUTIQUES DE TUNISIE – SIPHAT	Fondouk Choucha 2013 Ben Arous
	Société Industrielle Tunisie Lait- TUNISIE LAIT	Sidi Bou Ali – 4040 Sousse
	Société Tunisienne des Industries de Pneumatiques-STIP	Centre Urbain Nord, Boulevard de la Terre BP 77-1003 Tunis El Khadra
	Compagnie d'Assurance Tuniso-Européenne - CARTE	12, Avenue Habib Thameur-1069 Tunis
	Société Chimique ALKIMIA	11, rue des lilas 1082 Tunis-Mahrajène

Intermédiaires en Bourse mandatés	Emetteurs	
	Dénomination	Siège social
Société de Conseil et d'Intermédiation Financière-SCIF 11, rue A. Azzam-complexe K.Pacha BlocA Ap.A11 - 1002 Tunis	Banque Tuniso-Koweitienne-BTK	10 bis, Avenue Mohamed V-1001 Tunis
	Arab International Lease-AIL	11, Rue Hédi NOUIRA 1001-Tunis
Société d'Ingénierie Financière et d'Intermédiation en Bourse-SIFIB -BH Immeuble SALIM Lotissement AFH/BC5 Bloc B 3ème étage Centre Urbain Nord	Banque de l'Habitat- BH	21, avenue Kheireddine Pacha – 1002 Tunis Belvédère
	Assurances SALIM	Immeuble EL JAMEL Avenue Mohamed V-1002 Tunis
	Société MODERN LEASING	Immeuble Assurances SALIM Lotissement AFH/BC5 Centre Urbain Nord -1082 Tunis
Tuniso-Saoudienne d'Intermédiation ^{-TSI} 32, rue Hédi Karray – Immeuble STUSID BANK –Cité Mahrajéne- 1082 Tunis	Société Industrielle d'Appareillages et de matériels électriques- SIAME	Zone Industrielle –8030- Grombalia
	Tunisian Qatari Bank-TQB	Rue cité des sciences BP 320, 1080 Tunis Cedex
Mac SA Green Center Bloc C 2ème Etage – Rue du Lac constance - Les Berges du LAC - 1053 Tunis	La société SOMOCER	Menzel Hayet –Zaramdine- MONASTIR
	La société Immobilière Tuniso-Séoudienne-SITS	Centre Urbain Nord - Avenue du 7 Novembre International City Center 1082 Tunis
	La société GIF FILTER SA	GP1, Km 35 - Grombalia 8030
	La société COMPTOIR NATIONAL TUNISIEN –CNT	Route de Gabes Km 1,5 - 3003 SFAX
	La société ADWYA	La Marsa, Route GP9
	Carthage Cement	Rue 8002, Espace Tunis, Bloc H, 3 i ème étage, Montplaisir -1073 Tunis
	Attijari Intermédiation Immeuble Fekih- Rue des Lacs de Mazurie- Les Berges du Lac- 1053 Tunis	La Société Attijari Leasing
Compagnie Générale d'Investissement –CGI- 16, Avenue Jean Jaurès - 1001 Tunis	ENNAKL Automobiles	Zone Industrielle la Charguia II, 1080 Tunis Cedex BP 129
	La Compagnie Internationale de Leasing- CIL	16, Avenue Jean Jaurès -1001 Tunis
FINACORP Rue du Lac Loch Ness (angle de la rue Lac Windermere) 1053 Les Berges du Lac Tunis	La SITEX	Avenue Habib Bourguiba Ksar Helal, Monastir
SOFIGES 34, rue Hédi Karray –El Menzah IV- 1080 Tunis	El Wifack Leasing	Avenue Habib Bourguiba -4100 Médenine- BP 356

Source : Bulletin Officiel CMF 05 Août 2011

Annexe 18: Activités par titre de 1999 à 2010 en Algérie
Activités par titre pour l'année 1999

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
ERIAS	55200	9854	22 783 820,00 DA	701	364
SAIDAL	230126	24898	20 215 870,00 DA	1838	683
SONATRACH	1338	596	65 080 000,00 DA	29	9
Total	286664	35348	108 079 690,00 DA	2568	1056

Activités par titre pour l'année : 2000

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	391301	70907	27 656 095,00 DA	1543	557
ERIAS	352814	84074	193 911 565,00 DA	2698	1956
SAIDAL	1141613	165082	129 358 900,00 DA	5920	1907
SONATRACH	10412	3427	369 112 600,00 DA	352	139
Total	1896140	323490	720 039 160,00 DA	10513	4559

Activités par titre pour l'année : 2001

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	654950	141575	52 324 895,00 DA	2386	959
ERIAS	326788	22019	47 422 190,00 DA	1476	409
SAIDAL	1285878	195341	152 091 620,00 DA	9501	1403
SONATRACH	7810	2510	281 379 200,00 DA	276	127
Total	2275426	361445	533 217 905,00 DA	13639	2898

Annexe 18: Activités par titre de 1999 à 2010 en Algérie

Activités par titre pour l'année : 2002

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	324949	27320	6 827 460,00 DA	907	402
ERIAS	223476	4197	5 269 530,00 DA	951	76
SAIDAL	325698	47915	23 839 055,00 DA	5289	1564
SONATRACH	2214	729	76 124 300,00 DA	181	29
Total	876337	80161	112 060 345,00 DA	7328	2071

Activités par titre pour l'année : 2003

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	244855	25356	6 535 120,00 DA	361	174
ERIAS	76222	8189	8 007 840,00 DA	418	54
SAIDAL	72448	6148	2 714 740,00 DA	767	165
Total	393525	39693	17 257 700,00 DA	1546	393

Activités par titre pour l'année : 2004

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	316907	17444	4 743 175,00 DA	198	92
ERIAS	15442	2958	3 072 950,00 DA	89	18
SAIDAL	79727	1781	616 490,00 DA	539	31
Total	412076	22183	8 432 615,00 DA	826	141

Annexe 18: Activités par titre de 1999 à 2010 en Algérie

Activités par titre pour l'année : 2005

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
EGH EL AURASSI	189785	8242	2 358 995,00 DA	111	32
ERIOD	5004	0	0,00 DA	6	0
SAIDAL	34580	5245	1 829 205,00 DA	109	32
Total	229369	13487	4 188 200,00 DA	226	64

Activités par titre pour l'année : 2006

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
ALGERIE TELECOM	18919	2550	25 678 500,00 DA	60	12
EGH EL AURASSI	511964	49285	18 121 870,00 DA	421	89
ERIOD	5220	10	1 600,00 DA	6	1
SAIDAL	136418	14266	5 633 480,00 DA	264	54
SONELGAZ /11	95122	9899	99 956 460,00 DA	484	78
Total	767643	76010	149 391 910,00 DA	1235	234

Annexe 18: Activités par titre de 1999 à 2010 en Algérie

Activités par titre pour l'année : 2007

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
AIR ALGERIE	141977	13328	133 396 000,00 DA	786	133
ALGERIE TELECOM	368383	61071	610 492 980,00 DA	1064	64
EGH EL AURASSI	554805	35064	14 181 015,00 DA	438	103
SAIDAL	156345	730	312 400,00 DA	1052	10
SONELGAZ /11	144351	20250	202 034 720,00 DA	608	100
Total	1365861	130443	960 417 115,00 DA	3948	410

Activités par titre pour l'année : 2008

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
AIR ALGERIE	262474	41640	419 469 230,00 DA	604	149
ALGERIE TELECOM	233917	36528	365 759 080,00 DA	506	100
EGH EL AURASSI	1227420	21101	9 016 275,00 DA	480	89
SAIDAL	229619	31002	12 398 570,00 DA	462	114
SONELGAZ /11	126413	28293	284 129 900,00 DA	356	78
SONELGAZ /14	66287	25546	127 738 450,00 DA	75	15
Total	2146130	184110	1 218 511 505,00 DA	2483	545

Annexe 18: Activités par titre de 1999 à 2010 en Algérie

Activités par titre pour l'année : 2009

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
AIR ALGERIE	141754	13152	134 085 620,00 DA	409	75
ALGERIE TELECOM	209676	45047	454 795 910,00 DA	547	87
EGH EL AURASSI	466114	9179	4 130 550,00 DA	413	69
Spa DAHLI	67738	300	3 000 000,00 DA	813	6
SAIDAL	282714	25521	9 761 345,00 DA	513	91
SONELGAZ /11	111122	7810	78 107 200,00 DA	332	48
SONELGAZ /14	118959	42554	212 770 000,00 DA	330	112
Total	1398077	143563	896 650 625,00 DA	3357	488

Activités par titre pour l'année : 2010

Titre	Volume ordres	Volume transigé	Valeur transigée	Nombre ordres	Nombre transactions
AIR ALGERIE	69354	5761	58 915 910,00 DA	224	33
ALGERIE TELECOM	106320	18374	183 940 170,00 DA	296	61
EGH EL AURASSI	320030	9382	4 222 500,00 DA	392	41
Spa DAHLI	44071	1130	11 216 900,00 DA	719	13
SAIDAL	324374	18038	7 763 465,00 DA	459	84
SONELGAZ /11	72598	15561	156 491 630,00 DA	248	62
SONELGAZ /14	145230	49483	247 519 000,00 DA	294	67
Total	1081977	117729	670 069 575,00 DA	2632	361

Source : <http://www.sgbv.dz/> , statistiques des séances, bilan d'activité

Annexe 19 : PRINCIPAUX INDICATEURS DU MARCHE en Tunisie

PRINCIPAUX INDICATEURS DU MARCHE MAIN MARKET INDICATORS FOR TUNIS STOCK EXCHANGE

Année	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Year
Nombre de sociétés cotées	56	52	50	51	48	45	44	Number of Listed Companies
Capitalisation boursière du marché en MD*	15282 25%	12 227 47%	8 301 27%	6 527 19%	5 491 43%	3 840 24%	3 085 4%	
Capitaux traités en MD								Trading Value (in TMD) Total Market Official List Parallel market, Registrations and Declarations
Ensemble du marché	3837 15%	3 325 -20%	4 130 137%	1 744 -62%	4 606 177%	1 661 141%	690 -27%	
Cote de la Bourse	2 702 49%	1 814 -14%	2 109 131%	915 23%	746 6%	701 121%	317 33%	
Hors cote, Enregistrements & Déclarations	1 135 -25%	1 511 -25%	2 021 144%	829 -79%	3 860 302%	960 158%	373 -48%	
Titres traités en millions								Trading Volume(inM) Total Market Official List Parallel market, Registrations and Declarations
Ensemble du marché	309 -10%	343 32%	260 155%	102 -29%	143 72%	83 93%	43 -8%	
Cote de la Bourse	272 44%	190 10%	172 147%	70 24%	56 37%	41 94%	21 64%	
Hors cote, Enregistrements & Déclarations	37 -76%	154 74%	88 172%	32 -63%	87 107%	42 91%	22 -35%	
L'indice TUNINDEX Base 1000 au 31/12/97	5112,52 19%	4 291,72 48%	2 892,40 11%	2 614,07 12%	2 331,05 44%	1615,12 21%	1331,82 6%	TunIndex Base 1000 as at 31/12/97
OPCVM (SICAV)								Mutual funds
Nombre	98	88	76	57	45	39	34	
Actifs gérés en MD	5 107 17%	4 383 21%	3 629 20%	3 025 14%	2 662 13%	2 353 18%	1 999 20%	Assets managed (in TMD)

MD : Millions de dinars

* TMD : Tunisian million dinars

Source: tableau créé à partir des rapports d'activité de la bourse de Tunis 2007 et 2010, page 41

Annexe 20 : Taux de change en USD courant

	Algérie	Maroc	Tunisie
2000	78,82	10,834668	1,3716
2001	78,401945	11,321628	1,439
2002	78,412747	11,011395	1,4212
2003	76,415488	9,574	1,2877
2004	71,644306	8,868	1,2456
2005	72,447891	8,865	1,2981
2006	72,630574	8,457	1,3294
2007	69,475349	7,713	1,2799
2008	64,509169	8,098	1,2309
2009	72,14509	7,8602	1,3494
2010	73,577209	8,3569	1,4326

Source : tableau créé à partir des données qui figurent sur les rapports annuels des trois banques centrales (Maroc, Algérie, Tunisie).

Table des matières

Introduction générale

Partie I : Cadre général du marché financier et étude comparée de l'environnement économique au Maroc, Algérie, Tunisie.

Introduction à la première Partie	6
---	---

Chapitre I : Cadre général du marché financier

Section 1 : Anatomie du marché financier	8
--	---

1.1\ Concept de marché financier	9
1.2\ Les acteurs	11
1.2.1\ Les investisseurs.....	11
1.2.2\ Les émetteurs	12
1.2.3\ Les intermédiaires	13
1.2.4\ Les analystes financiers.....	13
1.2.5\ Les instances de régulation et d'organisation	14
1.3\ La typologie des marchés	14
1.3.1\ du marché primaire au marché secondaire.....	14
1.3.2\ les marché des titres	17
1.3.2.1\ Le marché des actions :	18
1.3.2.2\ Le marché de l'emprunt obligataire	21
1.3.2.3\ Le marché des produits dérivés	26
1.3.3\ marché organisé et marché de gré a gré	36
1.3.4\ Le mode de cotation.....	37
1.3.4.1\ Les marchés continus :	38
1.3.4.2\ La cotation au fixing :	39

Section 2 : Rôle, fonctions et caractéristiques d'un marché financier dynamique	42
2.1\ Rôle et fonction du marché financier.....	42
2.1.1\ Articulation entre sphère financière et sphère productive.....	43
2.1.2\ Fonctions des marchés financiers.....	48
2.1.2.1\ Mobilisation de l'épargne	48
2.1.2.2\ Acquisition de l'information sur les entreprises.....	48
2.1.2.3\ Exercice de contrôle sur les entreprises et la mutation des structures de production.....	49
2.1.2.4\ La liquidité du marché	50
2.1.2.5\ Gestion et diversification du risque.....	51
2.2\ Caractéristique d'un marché financier développé et compétitif	51
2.2.1\ Caractéristiques d'un marché pur et parfait	52
2.2.1.1\ L'atomicité	52
2.2.1.2\ L'homogénéité	52
2.2.1.3\ La fluidité.....	53
2.2.1.4\ La transparence	53
2.2.2\ L'efficience	54
2.2.2.1\ La rationalité	56
2.2.2.2\ La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs	56
2.2.2.3\ La gratuité de l'information	57
2.2.2.4\ L'absence de cout de transaction et d'impôt de bourse.....	57
2.2.2.5\ L'atomicité des investisseurs et la liquidité	58
2.2.3\ Le comportement des investisseurs.....	58
2.2.3.1\ La couverture	59
2.2.3.2\ La spéculation	59
2.2.3.3\ L'arbitrage.....	60
2.2.4\ La crédibilité du marché et la confiance du public	61

Chapitre II : Etude comparée de l'environnement économique au Maroc, Algérie, Tunisie.

Section 1 : Situation économique	66
1.1\ Croissance du PIB (variation annuelle en %)	66
1.2\ RNB par habitant, PPA (en dollars internationaux courants).....	70
1.3\ Indice de développement humain (IDH)	72
1.4\ Inflation, prix à la consommation (% annuel)	73
1.5\ Chômage, total (% de la population)	76
1.6\ Stocks de la dette extérieure (% du RNB)	79
Section 2 : Climat d'investissement, Privatisation et Réformes des marchés boursiers	82
2.1\ Climat des affaires	82
2.1.1\ Facilite d'accès aux investissements	82
2.1.2\ Procédures de démarrage (nombre) et temps nécessaire pour enregistrer une entreprise	84
2.1.3\ Nouvelles entreprises enregistrées (nombre)	86
2.2\ Flux des investissements directs à l'étranger.....	89
2.3\ La privatisation	91
2.4\ Réformes des marchés boursiers.....	98
2.4.1\ Réformes légales et réglementaire	98
2.4.2\ Incitations fiscales.....	100
2.4.3\ Ouverture aux capitaux étrangers.....	103
2.5\ L'épargne et le système financier	105
Conclusion première Partie I	118

Partie II : Analyse comparative de la performance des bourses du Maroc, Algérie, Tunisie.

Introduction à la deuxième Partie	120
--	-----

Chapitre I : Architecture des marchés financiers Maghrébins

Section 1 : les structures administratives et professionnelles	123
---	-----

1.1\ La société de gestion des valeurs mobilières	123
1.1.1\ La Bourse des valeurs de Casablanca (B C)	123
1.1.2\ La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) :.....	126
1.1.3\ La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs SGBV (Algérie)	126
1.2\ Les tutelles de régulation et de contrôle :.....	128
1.2.1\ Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières CDVM (Tunisie).....	129
1.2.2\ Le Conseil du Marché Financier CMF (Tunisie).....	129
1.2.3\ La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations en Bourse COSOB (Algérie)	130
1.3\ Le dépositaire central des titres	132
1.3.1\ MAROCLEAR.....	132
1.3.2\ La STICODEVAM	133
1.3.3\ Algérie Clearing	134
1.4\ L'organisme de garantie	137
1.4.1\ Fonds de garantie au Maroc	137
1.4.2\ Fonds de garantie (Tunisie) :	138
1.4.3\ Fonds de garantie (Algérie).....	139
1.5\ Les intermédiaires en bourse	140
1.5.1\ Les sociétés de bourse au Maroc (SB)	140
1.5.2\ Les intermédiaires en bourse en Tunisie (IB) :	141
1.5.3\ Les intermédiaires en opération de bourse en Algérie (IOB)	142

Section 2 : Organisation et fonctionnement des marchés financiers maghrébins	144
2.1\ Structure des marchés	144
2.1.1\ Les compartiments de la bourse de Casablanca.....	144
2.1.1.1\ Les marchés des actions :	145
2.1.1.2\ Le marché obligataire	146
2.1.2\ Les compartiments de la bourse de Tunis	146
2.1.2.1\ La cote de la Bourse	146
2.1.2.2\ Le marche hors cote	147
2.1.3\ Les compartiments de la bourse d'Algérie.....	147
2.1.3.1\ Le compartiment des valeurs mobilières	148
2.1.3.2\ Les Obligations Assimilables du Trésor.....	148
2.2\ Les modes et systèmes de cotation :	148
2.2.1\ La plate forme NSC à Casablanca	149
2.2.2\ Le mode de cotation en Tunisie	152
2.2.3\ La cotation à la bourse d'Alger.....	154
2.3\ Les coûts de transaction.....	154
2.3.1\ Les coûts de transaction à la bourse de Casablanca	154
2.3.2\ Les coûts de transaction à la bourse de Tunis	155
2.3.3\ Les coûts de transaction à la bourse d'Alger	155

Chapitre II: Performance des marchés boursiers maghrébins

Section 1 : L'introduction en bourse	159
1.1\L'introduction en bourse.....	160
1.1.1\ Les avantages de l'introduction en bourse	161
1.1.2\ Les inconvénients de l'introduction en bourse	162
1.1.2.1\ Les couts préalables à l'introduction.....	162
1.1.2.2\ Les coûts d'introduction	163

1.1.2.3\ Les coûts postérieurs à l'introduction.....	163
1.1.3\ Les procédures d'introduction.....	165
1.1.3.1\ Les procédures de marché	165
1.1.3.2\ La procédure de placement.....	174
1.2\ Le nombre de sociétés cotées (introduites).....	175
1.2.1\ Les conditions d'introduction	178
1.2.1.1\ Maroc.....	178
1.2.1.2\ La Tunisie	180
1.2.1.3\ Algérie	182
Section 2 : Etude comparée du développement des bourses maghrébines.....	188
2.1\ La capitalisation boursière	188
2.2\ Capitalisation boursière en pourcentage du PIB.....	191
2.3\ Les indices boursiers.....	194
2.4\ Les émissions obligataires	197
2.4.1\ Les avantages de l'émission d'un emprunt obligataire	198
2.4.2\ Les condition d'émission obligataire	199
2.5\ Le volume de transactions global des trois marchés boursiers.....	205
Conclusion de la deuxième Partie II.....	212
Conclusion Générale	213
Bibliographie	
Annexes	

Résumé :

Les pays du Maghreb, à l'instar de nombreux pays dans le monde, ont engagé un ensemble de réformes financières axées sur la restructuration, réorganisation et modernisation du secteur financier. Imposée par un contexte international caractérisé par l'intégration des marchés financiers, ces réformes ont été pour ces pays une démarche pour la mise en place d'un marché financier palliatif au financement bancaire et une réponse aux exigences de modernisation et d'adaptation aux standards internationaux. Dans une optique de comparaison entre trois pays maghrébins (Algérie, Maroc et Tunisie), ce travail a pour but de dégager les écarts de progrès qui existent entre les trois bourses maghrébines durant la dernière décennie, à travers l'examen de leurs architectures et de certains indicateurs boursiers. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation préliminaire de la situation économique des pays, ainsi qu'une revue des réformes engagées au niveau de leurs marchés boursiers s'avèrent nécessaires. Les résultats de cette étude montrent les remarquables progrès enregistrés par la bourse du Maroc suivie de celle de la Tunisie, considérées comme des marchés émergents, et l'atonie de la bourse d'Algérie.

المخلص:

لقد وظفت دول المغرب العربي على غرار بلدان العالم، مجموعة من الإصلاحات التي تتمحور حول إعادة هيكلة، تنظيم و عصرنة القطاع المالي، هذه الإصلاحات فرضت من طرف مفهوم دولي يتميز بإدماج الأسواق المالية. تعتبر هذه الإصلاحات بالنسبة لهذه الدول، خطوة من أجل إقامة أسواق مالية بمثابة بديل لعملية التمويل البنكي و إجابة لمتطلبات العصرنة و التكيف مع المقاييس الدولية. و في نظرة مقارنة بين ثلاث دول مغربية (المغرب، الجزائر و تونس)، فإنّ هذه الدراسة تهدف إلى تحديد فوارق التطور المتواجدة بين ثلاث بورصات مغربية خلال العشرية الأخيرة، و ذلك عن طريق الاطلاع على هندستها ودراسة بعض مؤشرات البورصة. و مع ذلك، و قبل الشروع في هذا التحليل، يبدو أنه من الضروري القيام بعرض تمهيدي للوضعية الاقتصادية لهذه البلدان و كذا إعداد مجلة للإصلاحات المتخذة على مستوى أسواق البورصة. في الأخير تبين من نتائج هذه الدراسة أن تقدم ملحوظ قد سُجل في بورصة المغرب تبعا ببورصة تونس التي تعتبر أسواق مالية نائية، أما بورصة الجزائر تظل في خمود و تأخر.