

UNIVERSITE MOULOD MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET
DES SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES COMMERCIALES

THESE DE DOCTORAT

Filière Sciences Commerciales

Option : Entreprise et Marché

Thème

**Analyse des spécificités et des conditions de mise
en œuvre des emprunts obligataires comme alternative
au financement des grandes entreprises en Algérie**

Présenté par :

Mr. GUENDOZI Mohammed

Sous la direction de :

Pr. BIA Chabane

Devant le jury composé de :

Mr. OUALIKENE Selim	Professeur	UMMTO	Président
Mr. BIA Chabane	Professeur	UMMTO	Rapporteur
Mme MATMAR Dalila	Professeur	UMMTO	Examineur
Mr. HAMMOUTENE Ali	Professeur	EHEC /Koléa	Examineur
Mr. ACHOUCHE Mohamed	Professeur	Université/Bejaia	Examineur

Date de soutenance : 09/07/2020

Dédicaces

A mes parents ;

Ma femme ;

Mes très chers enfants :

Léna et Yacine

Remerciements

Tout travail de recherche est un effort conjugué entre le doctorant et son directeur de thèse. Aussi, ma gratitude et mes vifs remerciements vont au Pr BIA Chabane pour ses conseils, sa patience et ses efforts durant ces années de travail.

Je tiens également à remercier les membres du jury pour l'honneur qu'ils me font, par l'évaluation de ce travail. C'est une véritable opportunité de le défendre devant vous et l'enrichir par vos précieuses remarques et recommandations.

Ce travail de recherche n'aurait jamais été possible sans la précieuse contribution de tous les intervenants et responsables qui m'ont accordé des entretiens sur l'étude empirique, se rapportant à la thématique traitée. Je tiens à vous exprimer ma profonde gratitude.

<i>Liste des abréviations</i>

ABF : Agent à besoin de financement

ABEF : Association des Banques et Etablissements Financiers

ABSA : Action a bon de souscription d'action

ACF : Agent à capacité de financement

AGE : Assemblée générale extraordinaire

ALC : Arab Leasing Corporation

AMF : Autorité des marchés financiers

ANGEM : Agence Nationale de gestion du Micro-crédit

ANSEJ : Agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes

AT : Algérie Télécom

BDL : Banque de développement Local

BEA : Banque Extérieure d'Algérie

BNA : Banque Nationale d'Algérie

BOAL : Bulletin officiel des annonces légales

CAAR : Compagnie Algérienne des Assurances et de la Réassurance

CAGEX : Compagnie Algérienne d'Assurance et de Garantie des Exportations

CAF : Capacité d'autofinancement

CAAT : Compagnie Algérienne des Assurances

CAS : Compte d'affectation spéciale

CCR : Compagnie Centrale de Réassurance

CMPC : Cout marginal pondéré du capital

CLT : Crédit à long terme

CMT : Crédit à moyen terme

- CMC** : Conseil de la monnaie et du crédit
- CNAC** : Caisse nationale d'assurance chômage
- CNC** : Conseil national du crédit
- CNEP** : Caisse nationale d'épargne et de prévoyance
- CNMA** : Caisse Nationale de Mutuelle Agricole
- CNPE** : Conseil National des Participations de l'Etat
- CPA** : Crédit Populaire d'Algérie
- COSOB** : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
- CPE** : Conseil des Participations de l'Etat
- FCP** : Fonds communs de placement
- FNI** : Fond National d'Investissement
- IOB** : Intermédiaire en opérations de bourse
- IBS** : Impôt sur le bénéfice
- IRG** : Impôt sur le revenu global
- LFC** : Loi de finances complémentaire
- MEDAF** : Modèle d'évaluation des actifs financiers
- MLA** : Maghreb Leasing Algérie
- OBSA** : Obligation a bon de souscription d'action
- OCA** : Obligation convertible en action
- OAT** : Obligation assimilable du Trésor
- OICV** : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
- OPA** : Offre publique d'Achat
- OPV** : Offre publique de vente
- OPCVM** : Organisme de placements collectif en valeurs mobilières
- PLD** : Plan de développement
- PME** : Petite et moyenne entreprise

PSI : Prestataires de services d'investissement

SARL : Société à responsabilité limitée

SEC : Securities exchange commission

SGCI : Société de Garantie du Crédit Immobilier

SIBA : Société d'investissement de business angels

SGBVM : Société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières

SNL : Société Nationale de Leasing

SNVI : Société nationale des véhicules industriels

SPA : Société par actions

SNC : société en nom collectif

SVT : Spécialistes en valeur du Trésor

TCC : Teneurs de comptes-conservateurs

TPE : Très petite entreprise

TEC : Taux de l'échéance constante

TME : Taux moyen des emprunts

TMO : Taux annualisé du marché obligataire

USD : United States Dollar

UGTA : Union Générale des Travailleurs Algériens

Liste des tableaux

Tableau n°01 :	Cotation des risques de crédit.....	122
Tableau n°02 :	Définition des notes des émetteurs.....	123
Tableau n°03 :	Liste des banques présentes en Algérie.....	142
Tableau n°04 :	Ressources collectées par les banques.....	143
Tableau n°05 :	Institutions financières présentes en Algérie.....	144
Tableau n°06 :	Titres de capital à la Bourse d'Alger.....	159
Tableau n°07 :	Comparaison des conditions d'accès entre marché principal et marché PME.....	160
Tableau n°08 :	Entreprises et établissements financiers ayant émis des emprunts obligataires.....	162
Tableau n°09 :	OAT Cotées.....	163
Tableau n°10 :	Intervenants dans le financement par le leasing.....	167
Tableau n°11 :	Activités de la SOFINANCE.....	171
Tableau n°12 :	Fonds d'investissement de wilaya.....	171
Tableau n°13 :	Emissions obligataires d'entreprises publiques entre 2003 et 2009.....	179
Tableau n°14 :	Emissions obligataires d'entreprises privées entre 2005 et 2009.....	180
Tableau n°15 :	Emprunts institutionnels et appels publics 2003-2009.....	182
Tableau n°16 :	Investissements productifs financés par les emprunts obligataires	183
Tableau n°17 :	Emissions obligataires 2014 – 2018.....	184
Tableau n°18 :	Prix des obligations émises.....	187
Tableau n°19 :	Taux d'inflation (moyenne) entre 2001 et 2018.....	189
Tableau n°20 :	Taux d'intérêt et taux de rendement.....	191

Tableau n°21 :	Taux d'intérêt et rendement des émissions obligataires 2014-2018.....	192
Tableau n°22 :	Forme juridique des entreprises algériennes.....	195
Tableau n°23 :	Les secteurs bénéficiaires de ces fonds sont les suivants.....	198
Tableau n°24 :	Evolution du fonds de régulation des recettes (FRR) : 2011 – 2017.....	206
Tableau n°25 :	Caractéristiques de l'emprunt national.....	206

<i>Liste des figures</i>

Figure n°01 :	Les différentes logiques de financement.....	12
Figure n°02 :	Classement des investissements par degré du risque encouru.....	14
Figure n°03 :	La formation de l'autofinancement.....	27
Figure n°04 :	Classement des différentes formes d'endettement.....	29
Figure n°05 :	Les types de crédits d'exploitation.....	32
Figure n°06 :	Opération de crédit-bail.....	34
Figure n°07 :	Représentation vectorielle du levier.....	44
Figure n°08 :	Schéma du financement direct.....	62
Figure n°09 :	Schéma du financement indirect.....	63
Figure n°10 :	Les différents marchés.....	77
Figure n°11 :	Organisation du marché obligataire.....	111
Figure n°12 :	Le risque systématique et le risque spécifique.....	125
Figure n°13 :	La relation entre la durée d'une obligation et la convexité.....	133
Figure n°14 :	Organigramme du système bancaire et financier algérien.....	139
Figure n°15 :	Compagnies d'assurance en exercice.....	145
Figure n°16 :	Organigramme du marché des valeurs mobilières.....	153
Figure n°17 :	Déroulement des transactions boursières.....	157
Figure n°18 :	Organisation de la Bourse d'Alger.....	159

<i>Liste des graphes</i>

Graphe n°01 :	La position classique vis-à-vis de la structure financière de l'entreprise.	47
Graphe n°02 :	Volume des crédits octroyés par les banques.....	146
Graphe n°03 :	Répartition des crédits octroyés par secteur économique.....	147
Graphe n°04 :	Evolution des créances détenues par les banques.....	148
Graphe n°05 :	Comparatif des capitalisation boursières entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie.....	161
Graphe n°06 :	Encours des OAT.....	164
Graphe n°07 :	Somme des emprunts émis entre 2003 et 2009.....	177
Graphe n°08 :	Emprunts obligataires émis entre 2003 et 2009 par les entreprises Publiques et Privées.....	181
Graphe n°09 :	Evolution des emprunts obligataires émis et cours du pétrole.....	185
Graphe n°10 :	Taux de rendement des valeurs du Trésor.....	190
Graphe n°11 :	Evolution des entités économiques entre 2007 et 2018.....	196
Graphe n°12 :	Emprunts obligataires réalisés entre 2003 et 2016.....	208

Sommaire

Introduction générale.....	01
Chapitre premier : Modes de financement et structure financière de l'entreprise.....	10
Section 1 : Les sources de financement de l'entreprise.....	11
Section 2 : La structure financière de l'entreprise.....	40
Section 3 : Les apports de la théorie de l'agence et la théorie du signal...	52
Chapitre deux : Marché financier et dynamique de financement des entreprises.....	58
Section 1 : Typologie des systèmes financiers.....	59
Section 2 : Les théories des marchés financiers.....	68
Section 3 : Organisation et fonctionnement des marchés financiers.....	76
Chapitre trois : Les émissions obligataires : avantages et inconvénients.....	95
Section 1 : Caractéristiques des émissions obligataires.....	96
Section 2 : Emission, évaluation et cotation des obligations.....	110
Section 3 : Les risques inhérents aux émissions obligataires.....	118
Chapitre quatre : Les sources de financement externe des entreprises en Algérie.....	136
Section 1 : Dynamique du financement par crédit bancaire.....	137
Section 2 : L'émergence du marché financier algérien	151
Section 3 : Autres sources de financement des entreprises.....	164
Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une complémentarité avec le crédit bancaire	176
Section 1 : Les émissions obligataires en Algérie : état des lieux et contraintes.....	177
Section 2 : spécificités et conditions de mise en œuvre des emprunts obligataires.....	186
Section 3 : Les handicaps et perspectives du financement obligataire.....	194
Conclusion générale.....	214
Bibliographie.....	218
Annexes.....	235
Table des matières.....	253

Introduction générale

Lorsqu'on aborde la question du financement des investissements au sein des entreprises, souvent la préoccupation première en matière de prise de décision est l'arbitrage entre les fonds propres et le recours à l'endettement.

Les proportions de la dette à court terme, de la dette à long terme et des capitaux propres, relèvent alors des décisions stratégiques de l'entreprise. Le recours à tel ou tel source de financement dépendra ensuite des arbitrages qui sont faits.

Du point de vue empirique, les managers ont régulièrement traité cet aspect suivant une démarche relevant avant tout de la stratégie à mettre en œuvre. A la base, un calcul économique sous-tend la recherche de fonds internes ou externes puisque chaque source de financement présente un coût pour l'entreprise, correspondant au taux de rémunération exigé par des apporteurs de capitaux : taux de rentabilité des capitaux propres pour les actionnaires et coût de la dette pour les créanciers.

Souvent, le recours à l'endettement est privilégié car voulant jouer sur l'effet de levier. Différentes possibilités existent à ce niveau, soit par le canal bancaire et par conséquent, à la source l'intermédiation, ou bien l'intervention sur le marché financier à travers la finance directe. Deux moyens sont susceptibles d'être mis en œuvre : l'augmentation du capital ou l'émission obligataire.

Ensuite sur le plan conceptuel, de nombreux travaux académiques ayant porté sur la question, ont contribué à l'émergence de la théorie financière classique. Deux auteurs, F. Modigliani et M. Miller (1958, 1963), étaient les premiers à mener une véritable réflexion théorique sur l'incidence des moyens de financement (dettes et fonds propres) sur la valeur de la firme. Ils ont, de

ce fait, donné les assises théoriques à la problématique de la structure de financement des entreprises.

Le questionnement qui a fait débat est celui qui a porté sur l'existence ou non d'une combinaison optimale dans le financement de l'actif économique entre les capitaux propres et les dettes, permettant d'augmenter la valeur de l'actif économique tout en minimisant le coût du capital de l'entreprise.

La conclusion à laquelle ils sont arrivés est que toutes les formes de financement sont équivalentes et la valeur de la firme dépend seulement des flux de trésorerie qu'elle génère et non de la manière selon laquelle ces flux sont distribués en capitaux propres et en dettes.

La prise en compte des asymétries d'information permet à la théorie du signal développée par S.A. Ross (1977) d'affirmer l'existence d'une corrélation positive entre la valeur de la firme et son niveau d'endettement.

L'apport de la théorie de l'agence grâce à la contribution de deux auteurs M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976) a fait ressortir la divergence d'intérêt entre les actionnaires et dirigeants non propriétaires.

Objet de la recherche

L'objet de notre recherche porte sur le financement des investissements générateurs de croissance économique et créateurs de valeur. A ce titre, le thème intéresse de près aussi bien à la finance d'entreprise qu'à la finance de marché dans la mesure où la recherche de ressources financières devant servir la réalisation de projets rentables, relève de la première, alors que l'accès au marché de capitaux et aux émissions de titres financiers, relèvent de la seconde. La complémentarité entre les deux va évidemment dans le sens du champ d'étude global de la finance moderne.

La voie de l'endettement est souvent une option que l'entreprise privilégie dans le but de lever des fonds en minimisant leurs coûts. Deux principales sources de financement sont sollicitées en fonction de leurs avantages mais qui ont également leurs inconvénients. Il s'agit en premier lieu du crédit bancaire dont les qualités premières résident dans l'accessibilité immédiate et

selon des modalités flexibles d'utilisation. En second lieu, les emprunts obligataires, même s'ils sont sélectifs, donnent aux émetteurs de titres de dette des possibilités de financements bien plus avantageux.

En effet, selon que l'on soit dans une économie qualifiée d'économie de marché financier ou bien celle d'économie d'endettement, les banques exercent des activités de commissions et de services dans un cas, et des activités de marge dans l'autre cas.

Face à une demande grandissante en capitaux nécessaires au financement des gros investissements des entreprises, le système bancaire à lui seul, souvent jugé trop « court-termiste », ne saurait apporter des réponses adéquates aux différentes situations. D'autant plus que l'emprunt obligataire paraît comme étant un instrument privilégié en matière d'endettement, de même qu'il est un mode de financement avantageux pour des firmes qui ont recours au financement à long terme sur le marché des capitaux. Plus l'entreprise est de taille importante, plus on remarque que le financement par émission d'obligations est recherché.

Aussi, nous nous intéressons dans cette étude à ce dernier aspect qui présente évidemment beaucoup de spécificités, particulièrement du point de vue de sa mise en œuvre dans le cadre du marché financier. En effet, les émissions obligataires sont quelque peu contraignantes dans la mesure où les émetteurs ont l'obligation de présenter des situations financières excédentaires, d'une part, et d'accepter les règles de transparence par la publication des états financiers, d'autre part.

Le marché obligataire en tant que compartiment du marché financier, obéit à certaines règles de fonctionnement qui lui sont spécifiques. Les entreprises qui accèdent à ce marché pour se faire financer, sollicitent l'accompagnement d'institutions financières spécialisées ou des banques afin de prendre en charge le processus des souscriptions des titres de dette auprès des investisseurs et éventuellement du grand public.

Problématique

De nombreuses études ont démontré que les entreprises ont tendance à connaître une croissance plus rapide lorsqu'elles trouvent un financement adéquat et soutenu. Les émissions obligataires qui sont récentes dans le paysage financier algérien apparaissent-elles au fur et mesure comme une source complémentaire au financement de la croissance économique en Algérie. Durant la période 2003-2009, caractérisée par un grand nombre d'émissions obligataires mises en œuvre, l'économie nationale a enregistré un taux de croissance économique largement plus élevé par rapport à celui de la période 2010 – 2018 qui a vu le nombre d'opérations obligataires se réduire très sensiblement.

Aussi, la question de la diversification du financement des investissements des grandes entreprises qu'elles soient publiques ou privées, se pose avec acuité dans le contexte de resserrement des ressources financières de l'Algérie. Aussi est-il nécessaire de trouver de nouvelles sources de financement afin de pouvoir faire face aux contraintes régulièrement rencontrées dans les octrois de crédits par les banques. Pour circonscrire notre réflexion autour de cet aspect, nous formulons notre question principale ainsi : **Les emprunts obligataires peuvent-ils alors constituer une source alternative aux crédits bancaires dans le financement des investissements des grandes entreprises en Algérie ?**

Afin de mieux cerner la problématique, il nous semble utile de formuler quatre questions secondaires à même de compléter le questionnement relatif à l'objet d'étude :

- ✓ **Quelles sont les spécificités et les conditions de mise en œuvre des émissions obligataires ?**
- ✓ **Quel est l'intérêt pour les entreprises d'émettre des titres de dette ?**
- ✓ **Quels sont les handicaps qui ont limité l'essor du marché obligataire ?**

✓ **Quelles perspectives pour leur relance dans les conditions de resserrement des ressources financières que connaît l'Algérie ?**

L'étude se propose de montrer comment les entreprises publiques et privées qui ont recouru au financement obligataire ont su consolider leurs positions grâce à des investissements consistants et surtout leur financement à des coûts raisonnables, tout en acceptant les clauses de transparence imposées par l'organe de surveillance du marché financier, en l'occurrence la COSOB, via les visas d'émission émis.

Hypothèses

Pour traiter de cette problématique, il nous semble nécessaire d'avancer deux principales hypothèses qui vont guider notre étude :

H1 : Il existe en Algérie une épargne consistante insuffisamment évaluée susceptible d'être mobilisée dans le cadre du financement des investissements notamment par des émissions obligataires.

H2 : La gouvernance telle qu'elle est pratiquée, que ce soit au niveau macroéconomique qu'à l'échelle de l'entreprise, représente une entrave certaine à l'adoption d'une politique de financement des investissements des grandes entreprises, qui serait plus efficiente car basée sur la diversification des sources, plus particulièrement en facilitant le recours aux emprunts obligataires.

Contexte de l'étude

Le démarrage de la Bourse d'Alger au début des années 2000, même si c'était à titre symbolique eu égard au mode de fonctionnement de l'économie algérienne, a donné lieu à l'émergence d'un marché obligataire qui avait d'ailleurs étonné les analystes économiques puisqu'une trentaine de visas COSOB étaient délivrés entre 2003 et 2009 à des émetteurs aussi bien publics que privés, contrairement au marché des titres en capital qui est resté confiné à seulement quatre entreprises cotées.

A partir de 2010, des mesures prises par les pouvoirs publics avaient stoppé cette dynamique puisqu'aucune émission n'a eu lieu jusqu'à 2014, au moment où le Fonds National d'Investissement (FNI) a effectué une importante émission pour financer une prise de participation dans le capital d'une entreprise privée à capitaux étrangers dans le cadre de la règle 49/51. Cette même année a vu le retournement du marché international pétrolier et la chute drastique des cours du brut réduisant sensiblement les revenus extérieurs de l'Algérie.

Cette conjoncture défavorable a rendu nécessaire le recours à une grande variété de moyens de financement. Parmi les recommandations faites, y compris par le FMI, figure le développement du marché obligataire et l'encouragement des émissions de titres de dette souveraine au taux de marché pour financer la croissance économique.

Intérêt de l'étude

Il est pour le moins utile de comprendre ce qui a amené plusieurs grandes entreprises publiques activant dans des secteurs stratégiques comme le pétrole, l'électricité, les télécommunications et les TIC, le transport aérien, ainsi que des entreprises privées parmi les plus grandes d'Algérie, à s'intéresser soudainement au marché obligataire pour lever des fonds importants et ce, sur une même période s'étalant entre 2003 et 2009. Aussi, pourquoi leur expérience n'a pas pu être capitalisée par d'autres entreprises qui sont dans le besoin de diversification des sources de financement. Comment expliquer l'arrêt brusque des émissions des titres de dette entre 2010 et 2014, ainsi que la reprise des emprunts obligataire uniquement par des émetteurs du secteur financier, en l'occurrence les sociétés de leasing. Les mécanismes spécifiques au marché obligataires sont restés globalement inchangées alors que les conditions macroéconomiques se sont quelque peu détériorées depuis la baisse des cours du pétrole durant le second semestre de 2014. Plus encore, l'Etat algérien a lancé un emprunt obligataire avec appel au public sans passer par le marché financier. N'était-il pas judicieux de faire bénéficier la Bourse d'Alger d'une telle opération, pour au moins une raison

liée à l'apprentissage et à l'introduction de la culture boursière dans la société algérienne.

Méthodologie de recherche

La méthodologie de recherche adoptée repose principalement sur la démarche hypothético-déductive qui qualifie un raisonnement en s'appuyant sur des propositions hypothétiques pour en déduire des conséquences logiques. Elle est prônée par le positivisme, doctrine qui limite la connaissance à l'exposé des faits et des faits découverts par l'expérience sensible et par son prolongement que constitue l'expérimentation scientifique.

Dans une première étape et pour cerner notre objet d'étude nous avons effectué une étude documentaire, à travers divers ouvrages, articles de revues et autres documents, qui nous ont permis d'extraire et d'analyser le corpus théorique qui a trait à notre problématique. Les principales théories sur lesquelles nous nous sommes référés dans la première partie constituent le socle de notre positionnement épistémologique.

Il s'agit également de la revue de la littérature touchant l'ensemble des approches présentées par différents auteurs se rapportant à l'essentiel des aspects et contours de notre thématique.

La seconde étape plus empirique, a commencé par un recueil de données permettant d'appréhender le cas concret de l'économie algérienne à travers le financement obligataire des grandes entreprises. Celles qui ont eu à émettre des titres de dette représentent en quelque sorte notre échantillon d'analyse à travers lequel nous avons fait ressortir l'intérêt du marché obligataire, ses handicaps et ses perspectives dans le contexte algérien de crise économique induite par la chute des prix du pétrole.

La recherche qualitative à ce niveau est privilégiée car s'intéressant particulièrement aux déterminants des comportements des acteurs (entreprises, banques, Autorité de surveillance, intermédiaires). Aussi, nous avons effectué une enquête avec guide d'entretien auprès de quelques responsables concernant de grandes entreprises qui se contentent

uniquement du financement par crédits bancaires ainsi que des soutiens fournis par l'Etat. Celles qui ont émis des obligations avaient diffusé des notices d'informations contenant de nombreuses données qui confirment amplement leur adhésion à une démarche de financement basée sur la transparence.

Plan de l'étude

Notre recherche s'articule autour de cinq chapitres. Dans le premier, il est question du financement des entreprises, c'est-à-dire l'ensemble des ressources qu'elles doivent se procurer pour faire face à leurs besoins. Ces ressources très diverses sont regroupées en deux catégories : les capitaux propres et les capitaux empruntés, dont la combinaison représente un type d'arbitrage qui est du ressort de la décision stratégique.

Le second chapitre est relatif au marché financier et la dynamique de financement des entreprises. Il s'agit du recours aux capitaux externes, soit le financement par le marché qui permet aux agents à besoin de financement d'offrir en contrepartie des capitaux qu'ils demandent, des titres primaires au bénéfice des agents à capacité de financement qui sont à la recherche de placements. L'hypothèse centrale de l'efficience informationnelle des marchés financiers constitue le sous-bassement de la plupart des approches théorique.

Le troisième chapitre traite des émissions obligataires en tant que mode de financement avec ses avantages et ses inconvénients. Le marché obligataire présente des spécificités que les émetteurs de titres de dette doivent maîtriser pour réussir les opérations lancées. D'où le recours à des prestataires de services financiers qui accompagnent dans la plupart emprunts obligataires. La dimension risque est alors omniprésente (risque de taux, risque de crédit, risque systémique, risque opérationnel, etc.). La couverture contre ces risques est également un aspect à prendre en considération car cela ressort à travers la prime de risque qui représente un élément essentiel dans le prix des titres financiers.

Le quatrième chapitre aborde les sources de financement externes en Algérie avec la configuration actuelle reposant essentiellement sur le crédit

bancaire, même si le marché financier est amené à jouer progressivement un rôle dans les apports de capitaux.

Enfin, le dernier chapitre analyse l'expérience en matière de financement obligataire de quelques grandes entreprises ainsi que les handicaps rencontrés par ce type de financement. Avec le resserrement de la contrainte financière de l'Algérie, la recherche d'une autre source de financement alternative aux crédits bancaires apparaît de plus en plus comme une option à privilégier. Les emprunts obligataires semblent représenter effectivement une perspective toute désignée.

Chapitre premier

Modes de financement et structure financière de l'entreprise

Introduction

Le financement des investissements est une préoccupation majeure pour la plupart des entreprises, en particulier les nouvelles qui ont trop souvent une structure financière fragile. Il y a également celles qui sont en quête d'une forte croissance et qui font l'objet d'importantes restructurations afin de s'adapter aux standards internationaux en matière de qualité et de performance.

A l'échelle internationale, grâce au phénomène de la globalisation et à l'essor que connaissent les marchés financiers, les grandes entreprises ont souvent recours à d'autres moyens de financement comme par exemple les émissions de titres y compris ceux hybrides, le recours aux consortia bancaires dans le cadre de montages financiers, etc. afin de répondre à leurs besoins tout en minimisant le coût du financement.

En pratique, l'analyse du besoin de financement n'est pas toujours évidente car de nombreuses entreprises se lancent trop rapidement dans la recherche de financement, sans avoir au préalable quantifié leur besoin réel (montant, durée, etc.), ni savoir sur quels leviers peuvent-elles jouer (Le Beuze, 2016, p. 11).

Par ailleurs, le cycle de vie d'une entreprise qui passe par les étapes de (création, développement, maturité, déclin) ou chacune d'elle est génératrice de besoins de financement, il est nécessaire qu'elle dispose au moment opportun de suffisamment de ressources financières pour faire face à ses échéances et assurer sereinement son développement.

Le choix de financement le mieux approprié représente un aspect déterminant de la stratégie financière de l'entreprise. Cependant, afin de réussir ce choix, l'entreprise doit connaître, au préalable, les différentes sources de financement existantes (Anairi, 2017, p. 321).

De façon générale, trois principaux modes de financement coexistent dans les économies contemporaines. D'une part, l'autofinancement ou le financement « interne », permet à chaque entreprise ou entité économique de dégager, sur sa propre activité, les ressources nécessaires à son financement, en évitant ou en limitant ainsi l'appel aux ressources du système financier. D'autre part, le financement « externe » apporte à l'autofinancement un complément, parfois décisif et parfois marginal, sous les deux formes de la finance directe et de l'intermédiation financière.

Historiquement, ces trois modes sont apparus de façon progressive et dans un ordre chronologique qui a permis l'émergence successive d'un régime d'autofinancement, puis de la finance directe et enfin de l'intermédiation financière. Aujourd'hui, chaque système financier combine ces trois composantes avec une pondération et une articulation spécifique qui permettent à la fois de situer son stade de développement.

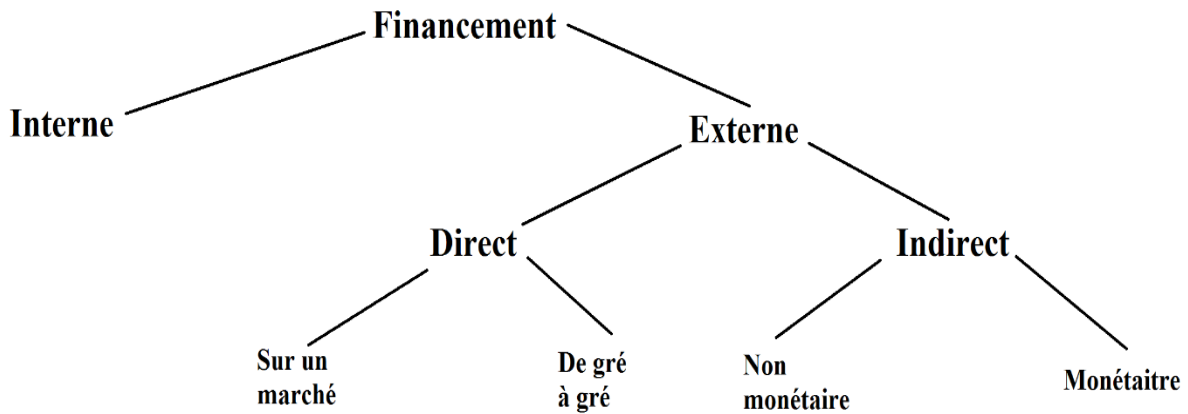
Section 1 : Les sources de financement de l'entreprise

L'investissement dans l'entreprise est divers et varié et peut être appréhendé selon plusieurs aspects notamment, la stratégie retenue par l'entreprise et sa taille. Selon qu'il s'agisse d'un projet industriel ou de prestations de services ou encore de projets relevant d'activités définies comme prioritaires par les pouvoirs publics, le financement d'une activité consiste à se procurer les fonds nécessaires à la réalisation de cette activité. Ce financement peut être interne ou externe et dans ce dernier cas, direct ou indirect. (S.Brana p.7, 2003)

Selon la nature de l'investissement envisagé, son importance économique, la taille et la surface financière de l'entreprise ainsi que d'autres

paramètres, l'entreprise peut recourir soit à un financement interne soit à un financement externe tel qu'indiqué dans la figure ci-après.

Figure 01 : Les différentes logiques de financement



Source : élaborée par nos soins.

Chacun de ces modes de financement revêt des aspects particuliers, des avantages et des inconvénients, notamment en fonction de la forme, de la taille et structure de l'entreprise, son stade de développement ainsi que de la nature des investissements à financer.

1. Typologie des investissements de l'entreprise

Dans une entreprise, le cycle d'investissement est défini comme l'ensemble des « opérations relatives à l'acquisition ou à la création des moyens de production incorporels (brevets, fonds commercial...), corporels (terrain, construction, matériel de transport, etc.), ou financiers (titres de participation, etc.) ». Il englobe également la partie immobilisée de l'actif de roulement (stocks, créances, etc.). (Belkahia & Oudad, 2007, p. 04)

Par investissement, on entend l'engagement d'un capital dans une opération dont on attend des gains futurs étalés dans le temps. (N. Mourgues p. 15, 1994) Autrement dit, un investissement ne sera acceptable uniquement que si les gains attendus sont supérieurs au capital investi. C'est un bien patrimonial qui n'est pas consommé par la production.

Aussi, toute dépense, qui conduit à l'acquisition ou à la constitution d'un actif en vue de créer de la valeur, constitue un investissement. L'investissement s'oppose à la consommation qui se traduit par une destruction de valeur. (G.Charreaux P. 20, 2014)

La classification et la définition d'une typologie des investissements n'est pas évidente. En effet, la problématique de l'investissement est différente selon le secteur, la taille, la structure et la stratégie de l'entreprise.

La première approche de classement est basée sur l'aspect comptable et se fonde sur la nature des actifs investis. On peut distinguer trois catégories d'investissements suivants :

- Les actifs corporels qui correspondent aux biens physiques (équipements, installations techniques, machines et outillages...) ;
- Les actifs incorporels ou investissements immatériels (fonds de commerce, brevets, licences, logiciels informatiques...) ;
- Les actifs financiers tels que les prises de participation et de contrôle d'une société tierce.

Sur le plan comptable, la notion d'investissement est appréhendée à travers le double critère de propriété juridique et de la consommation immédiate, c'est-à-dire que si un bien ou service est consommé sur plusieurs exercices et si l'entreprise en est le propriétaire, il s'agit alors d'un investissement.

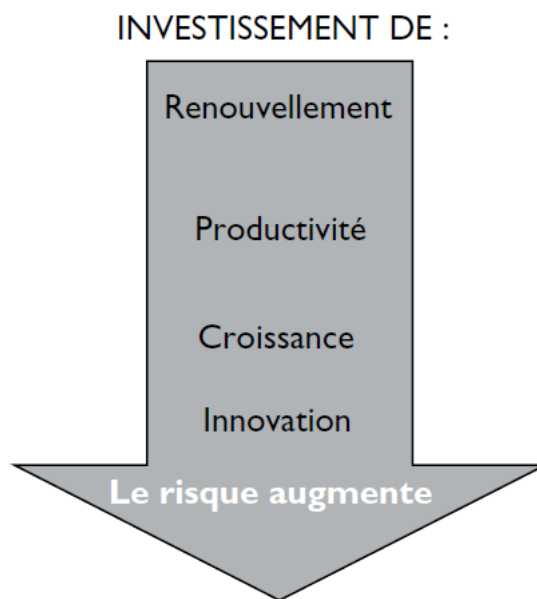
La seconde approche de classement est fondée sur la stratégie de l'entreprise ainsi que sur la finalité du projet considéré. Quatre types d'investissement peuvent être distingués, il s'agit de :

- L'investissement de renouvellement qui a pour objet le maintien du potentiel de production et de distribution de l'entreprise. Il contribue à la continuité de l'activité de l'entreprise en assurant un renouvellement identique de sa capacité de production ;
- L'investissement de productivité qui permet d'assurer la modernisation de l'outil de production, il permet ainsi de réduire les couts de production ;

- L'investissement d'expansion contribue à la croissance de l'entreprise lorsque celle-ci exprime la volonté de réaliser des expansions de ses activités et d'accroître ses parts de marché,
- L'investissement d'innovation ou de diversification correspondent à la création de nouvelles activités ou au lancement de nouveaux produits ainsi que la création de nouveaux marchés.

Cette seconde classification revêt un aspect important sur le plan financier dans la mesure où l'appartenance d'un projet d'investissement à l'une ou l'autre de ces catégories oriente la gestion prévisionnelle des flux et conditionne le risque pris par l'entreprise. Si l'on reprend la typologie des investissements vue précédemment, on peut classer les investissements par risque croissant suivant la figure ci-dessous.

Figure n°02 : Classement des investissements par degré du risque encouru



Source : N. Taverdet-Popiolek, Guide du choix d'investissement, Editions d'Organisation, Paris, 2006. p.18

Une troisième approche consiste à classer les investissements selon la répartition dans le temps des sorties et des rentrées de fonds comme suit :

- Mise de fonds ponctuelle et revenus échelonnés sur plusieurs périodes (achat d'une machine) ;

- Mise de fonds ponctuelle et revenu ponctuel (plantation d'arbres pour la pâte à papier) ;
- Mise de fonds continue et revenu ponctuel (production cinématographique avec cession des droits d'exploitation) ;
- Mise de fonds continue et revenus continus (construction d'un complexe industriel avec prévision d'extension).

Dans sa conception générale, l'investissement est considéré comme la transformation des ressources financières en biens corporels ou incorporels, autrement dit c'est un sacrifice de ressources financières aujourd'hui dans l'espoir d'obtenir dans le futur des recettes supérieures aux dépenses occasionnées par la réalisation de cet investissement. (F. Bancel p.35, 1995)

2. L'analyse du besoin et décision de financement

Le chef d'entreprise peut être comparé à un investisseur avec un profil de risque spécifique. Il doit faire un choix en termes de couple rendement/risque. Il est alors confronté à deux choix fondamentaux (Coulon, 2017, p. 89):

- Le premier choix est le choix du financement de son entreprise. Il peut soit essayer de privilégier les capitaux propres, soit opter pour une structure plus endettée. C'est l'effet de levier financier. Plus l'entreprise emprunte et plus le résultat net est sensible au niveau d'activité.
- Le deuxième choix est le choix de la structure des coûts. S'il fait le choix de l'investissement (en machines-outils ...), des frais fixes importants sont générés. S'il fait le choix de la sous-traitance et de la production « manuelle », ce sont les charges variables qui dominent. S'il fait le choix de différer l'investissement, il plafonne alors sa production et ses ventes.

Les besoins d'une structure phase de démarrage sont très éloignés de ceux d'une structure en plein développement, à la fois en termes de montant qu'en nature de financement. Quand la constitution des premiers stocks d'une jeune entreprise représente quelques milliers d'unités monétaires, alors que les besoins en recherche et développement d'une PME peuvent atteindre plusieurs millions.

Le risque encouru pour l'investisseur n'est pas identique non plus, investir ou prêter à une structure qui n'a qu'une semaine d'existence est beaucoup plus risqué qu'une entreprise créée depuis quelques mois et qui a déjà réalisé un peu de chiffre d'affaires.

A ce stade, il est important que l'entreprise se fixe ses propres objectifs en matière de recherche de financement (montant, durée, etc.), en fonction des besoins identifiés. Il est néanmoins rare que ces derniers soient tous réalisés. Il est alors important de cerner les éléments sur lesquels l'entreprise dispose ou ne dispose d'aucun levier.

Concernant le montant des fonds qui peuvent être mobilisés. Les dirigeants doivent, dans un premier temps, se demander si l'entreprise dispose d'une masse de liquidités suffisante pour faire face aux engagements déjà souscrits, c'est-à-dire pour honorer les dettes qui parviennent à leur échéance dans un avenir immédiat. Cette question est celle de l'équilibre financier à très court terme, celle de la solvabilité. En second lieu, la question de financement se pose concernant les fonds nécessaires pour lancer les investissements de toute nature (technologiques, organisationnels, sociaux et commerciaux), qui permettront au moins de maintenir l'outil de production en l'état et, si possible, d'en étendre la capacité et d'en développer les possibilités. (Cohen, 1991, p. 188)

Une fois les besoins en financement clairement identifiés, l'entreprise doit déterminer le moment idéal pour rechercher ses financements. En effet, l'entreprise n'aura pas accès aux mêmes financements si elle vient juste d'être créée ou après plusieurs années d'existence. Par ailleurs, l'écart sera tout aussi important entre une entreprise en situation de quasi-faillite et une société disposant d'une trésorerie importante.

Par conséquent, il n'est pas recommandé d'attendre d'être à court de liquidités pour chercher des financements. Lorsque la trésorerie représente moins de six mois de dépenses, il faut s'en préoccuper tout en prenant en compte la lenteur du processus de recherche de fonds.

Selon (Charreaux, 2000), la décision de financement recouvre trois types majeurs de décisions :

- Le choix de la structure de financement, c'est-à-dire de la répartition entre capitaux apportés par les actionnaires et les créanciers financiers. Cette décision influe de façon déterminante sur le niveau de risque supporté par les actionnaires. Une augmentation de l'endettement accroît le risque pour ces derniers ;
- La politique de dividendes, autrement dit, le choix entre le réinvestissement du résultat et sa distribution sous forme de dividendes ;
- Le choix entre financement interne (autofinancement) et externe (fonds apportés par les actionnaires ou dettes financières).

L'enjeu des décisions de financement réside dans le fait qu'elles déterminent le partage de la valeur des risques entre actionnaires et créanciers ainsi que le contrôle de l'entreprise.

3. Le financement interne

Dans le cas d'un financement interne, l'agent économique se finance grâce à son activité économique, en ayant des recettes supérieures à ses dépenses. On parle d'autofinancement ou de financement en fonds propres. Les fonds propres représentent les capitaux dont la fonction est d'assumer le risque résiduel¹. Les fonds propres sont, soit d'origine externe, soit d'origine interne (autofinancement). En matière de diagnostic financier, on assimile fréquemment les quasi-fonds propres aux fonds propres ; de fait, ils ont un caractère de dette financière. (G.Charreaux P. 20, 2014)

Les fonds propres d'origine externe s'obtiennent au moyen, soit d'augmentations de capital, soit de subventions. L'augmentation de

¹ Le risque résiduel est le risque qui subsiste après avoir répondu en prenant différentes mesures à un risque donné. Le risque résiduel est aussi la partie du risque qu'une entreprise entend conserver volontairement ou qu'elle doit supporter.

capital par appel de numéraire constitue la voie privilégiée pour lever des fonds propres externes.

3.1 Financement sur fonds propres

A la création de l'entreprise, l'autofinancement provient en majorité du patrimoine personnel des actionnaires dirigeants. Le financement interne peut revêtir deux autres formes : les comptes courants d'associés et l'émission d'actions réalisée uniquement en faveur des associés existants.

Les apports en compte courant correspondent aux sommes prêtées par les associés à leur société. Sont assimilées à des comptes courants les notes de frais non encore remboursées ou toute autre dépense avancée par un associé de la société. Ils sont destinés à pallier l'insuffisance de fonds propres de la société.

Les avantages et inconvénients des comptes courants sont très proches de ceux liés à l'autofinancement. En se finançant auprès des associés existants, l'entreprise n'engendre pas d'asymétrie d'information (donc de coûts d'agence) et évite une perte de pouvoir qui pourrait être provoquée par l'entrée d'investisseurs externes.

Cette source de financement présente l'avantage d'être rapidement mobilisable. Le recours à ce type de financement ne peut néanmoins durer qu'un temps, puisque les ressources des associés existants ne sont pas illimitées et ne pourront pas financer de façon éternelle les besoins de la structure en trésorerie, ni financer sa croissance de manière durable.

3.1.1 L'augmentation de capital

L'augmentation du capital constitue une création de nouvelles actions achetées par des actionnaires déjà présents dans l'entreprise ou bien par de nouveaux actionnaires. Lorsque les fonds supplémentaires sont apportés par de nouveaux actionnaires, cela signifie l'ouverture du capital et donc un partage de pouvoir et de bénéfices avec les nouveaux souscripteurs. (Anairi, 2017, p. 321)

Elle peut prendre plusieurs formes qui n'ont pas toutes le même effet sur la structure financière de l'entreprise, « Elle peut être réalisée. Soit en numéraire, soit par apport en nature ou apport partiel d'actif. Dans la plupart des cas, elle donne lieu à la comptabilisation d'une prime d'émission. » (Conso & Hemici, 1989, p. 492)

✓ **Augmentation de capital en numéraire**

Cette action consiste « à émettre de nouveaux titres et à les céder contre monnaie. Il se produit alors une augmentation des liquidités et un accroissement instantané du fonds de roulement ». (Rivet, 2003, p. 160) Elle est généralement décidée avant la réalisation d'un important programme d'investissement.

✓ **Augmentation de capital par apports en nature**

Les associés potentiels apportent des immobilisations contre remise proportionnelle de titres. Il n'y a pas d'apport monétaire en trésorerie et le fonds de roulement demeure inchangé.

✓ **Augmentation de capital par conversion de créances**

Les créances détenues par un prêteur ou par un fournisseur d'exploitation sont converties, sur proposition de l'entreprise et avec l'accord du créancier, en actions de la société. En conséquence l'entreprise n'a plus à rembourser sa dette et le fonds de roulement est amélioré s'il s'agit d'une incorporation de créance détenue par un fournisseur (le besoin en fonds de roulement s'accroît). Par ailleurs, ce type d'opération est risqué car il traduit l'existence de difficultés de trésorerie.

✓ **Augmentation de capital par incorporation de réserves**

La totalité ou une partie des réserves est incorporée au capital social selon deux méthodes :

- Soit en augmentant la valeur nominale des actions en circulation, en dépit de la dématérialisation des titres. Ce procédé est lourd

administrativement car il faut remplacer les encens titres par de nouveaux ;

- Soit en distribuant des actions gratuites.

L'augmentation de capital ne se traduit par un apport externe de capitaux que s'il y a appel de numéraire. Les augmentations de capital réalisées par incorporation de réserves ou par conversion de créances n'apportent pas de liquidités supplémentaires, mais ne font que modifier la nature juridique du passif. L'augmentation de capital s'analyse comme une vente d'actions. En contrepartie de leurs capitaux, les investisseurs reçoivent des actions qui leur confèrent quatre droits :

- Le droit à la perception des dividendes ;
- Le droit à une part de la valeur des capitaux propres par cession du titre ;
- Le droit de vote qui leur permet d'exercer un pouvoir de contrôle sur la gestion ;
- Le droit à l'information.

Au-delà de la rémunération du risque qu'ils assument, ces droits permettent aux actionnaires d'assurer, au moins partiellement, la gouvernance des dirigeants.

L'augmentation de capital est soumise à certaines conditions notamment dans le but de protéger les souscripteurs. Il s'agit principalement de :

- Le capital social doit être entièrement libéré ;
- L'augmentation de capital (s'il y a émission d'actions nouvelles) doit être décidée par l'assemblée générale extraordinaire (AGE) des actionnaires à la majorité des deux-tiers. L'AGE peut déléguer, sous certaines conditions de plafond et de délai, les modalités de réalisation de l'opération au conseil d'administration. Ce dernier peut, à son tour, laisser la latitude au dirigeant de réaliser ou non l'augmentation de capital ;
- S'il y a appel public à l'épargne, il y a lieu de publier une notice au BOAL (Bulletin Officiel des Annonces Légales) ;

- Les anciens actionnaires bénéficient d'un droit préférentiel de souscription² destiné à les protéger.

Les opérations d'augmentation de capital sont conduites par un syndicat bancaire dirigé par un coordinateur global jouant également le rôle de chef de file. Les banques remplissent les fonctions suivantes :

- Conseiller la société dans le montage de l'opération (fixation du calendrier et du prix d'émission) et accomplir les opérations usuelles (rédaction des documents, préparation de l'assemblée, etc.) ;
- Aider à la préparation et à la diffusion de l'information ;
- Placer les titres et collecter les fonds ;
- Eventuellement, accorder une garantie de bonne fin à l'augmentation de capital.

Si le prix d'émission est fixé à un niveau élevé par rapport au cours boursier, il est prudent de couvrir le risque de non-souscription en faisant garantir l'augmentation de capital par le syndicat bancaire. La garantie de bonne fin signifie que les banques s'engagent à acheter les titres non placés au prix d'émission demandé. La garantie peut être totale ou partielle.

Le coût de l'augmentation de capital inclut notamment les frais légaux, administratifs et d'intermédiation financière. Ces derniers comprennent les différentes commissions destinées à rémunérer les services accomplis par les banques, notamment le placement et, éventuellement, la garantie de bonne fin.

Une opération d'augmentation de capital n'est pas sans incidence. L'un des critères les plus utilisés pour juger de l'incidence d'une augmentation de capital est celui de dilution qui se rapporte à deux aspects à savoir, le contrôle du capital et la richesse des actionnaires. La dilution du contrôle se mesure par la perte de contrôle subie par un actionnaire qui conserverait le même niveau de richesse investi dans la société. Cela correspond à l'hypothèse selon

² Le droit préférentiel de souscription est un droit permettant à un actionnaire de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital de manière prioritaire, déterminé proportionnellement au nombre d'actions qu'il détient.

laquelle l'actionnaire ne souscrirait à l'augmentation de capital qu'à concurrence de la valeur de ses droits de souscription, autrement dit, sans apporter de fonds nouveaux.

3.1.2. Cas particuliers de financement par fonds propres externes

Le financement par des fonds propres externes peut prendre plusieurs formes, il s'agit principalement de :

a. L'introduction en bourse

Même si l'introduction en bourse n'a pas toujours à l'origine, pour motif principal, la recherche de fonds propres externes, cette dernière apparaît à terme comme un élément déterminant. En effet, la cotation présente des avantages et des inconvénients :

- Le risque peut être réparti, mutualisé, entre de nombreux agents. Cette répartition facilite la mobilisation de montants de capitaux élevés ;
- L'apparition d'un groupe d'agents spécialisés (les actionnaires) chargés d'assumer le risque est facilitée. Cette spécialisation permet de réduire les coûts d'information et de surveillance pour les autres agents économiques ;
- Il est possible de collecter des fonds importants afin de financer des actifs qui, compte tenu de leur spécificité, seraient difficilement finançables par d'autres sources de financement, par exemple les actifs incorporels qui offrent souvent peu de garantie aux créanciers ;
- L'entreprise fait l'objet d'une valorisation continue sur le marché financier. Cette valorisation, d'une part, si le marché est suffisamment efficient, apporte une aide précieuse aux dirigeants car elle permet d'apprécier la performance de l'entreprise à travers la valeur créée. D'autre part, elle facilite la mobilité du capital, ce qui permet de résoudre plus facilement les problèmes posés, par exemple, à l'occasion d'une transmission de l'entreprise. La mesure de

performance et la liquidité fournies par le marché contribuent aussi à une meilleure gouvernance des dirigeants.

Outre ces avantages, la cotation entraîne également des contraintes et des coûts à savoir que :

- Les sociétés cotées sont soumises à des obligations plus sévères en matière d'information des tiers et font l'objet d'une surveillance de l'autorité de surveillance des marchés financiers ;
- Elles paient des frais sous forme d'abonnement annuel pour être cotées ;
- La cotation, si le capital est fortement dispersé, fait encourir des risques de perte de contrôle aux dirigeants, leur entreprise pouvant faire l'objet d'une offre d'achat, notamment sous forme d'OPA (offre publique d'achat).

b. Les sociétés de capital-investissement

Le capital investissement est défini comme un procédé de financement par capitaux propres de projets des PME innovatrices et des Start-up, qui lancent sur le marché des produits prometteurs, ou exploitant des procédés originaux.

Le Capital Investissement consiste en une prise de participation en capital, dans des entreprises généralement non cotées qui n'ont donc pas accès directement aux marchés financiers, pour financer leur démarrage ou leur croissance, leur transmission ou encore leur survie. Il s'agit ainsi de financer des sociétés en création (start-up) ou des PME-PMI à un moment critique de leur histoire et ce, en remédiant au manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants, et en fournissant des capitaux que les banques ne sont pas prêtes à engager, car le risque auquel elles seraient exposées serait trop important. (G. Mougenot p.20, 2014).

L'activité de capital-investissement présente un caractère risqué qui implique un taux particulièrement élevé de rentabilité requis par les investisseurs, en particulier pour le capital-crédation.

c. Les aides et subventions aux entreprises

Les Pouvoirs publics, au niveau national accordent des aides aux entreprises sous forme de subvention. Ces aides sont accordées aux entreprises qui investissent ou embauchent conformément aux objectifs prioritaires qu'ils définissent, ou porteuses de projets d'importance nationale qui ne sauraient être financés par les mécanismes classiques.

Les objectifs prioritaires sont les suivants : la réalisation d'infrastructures complexes et d'importance nationale, les entreprises qui ont pour mission la gestion d'un service public, la subvention de certaines activités élémentaires (fabrication de pain et de lait cru), la création d'entreprises, création d'emplois dans certaines régions, installation et développement de l'artisanat, innovation.

Les avantages des aides consistent principalement en une augmentation des revenus (crédit d'impôt) ou en un allègement des charges, sans contrepartie financière (intérêts) ni ouverture du capital (dilution).

Cette source de financement engendre un effet de levier facilitant l'obtention de financements complémentaires (notamment investissement capital risque), car ils rassurent les investisseurs sur le sérieux de l'entreprise et sa capacité à convaincre d'autres acteurs financeurs.

Cependant, les subventions ne sont néanmoins pas accessibles à toutes les entreprises. Elles sont généralement réservées aux sociétés innovantes, créatrices d'emplois, à vocation sociale ou écologique ou à celles positionnées sur des secteurs d'activité en déclin, que le gouvernement souhaite soutenir et préserver.

3.2 L'autofinancement

L'autofinancement peut être considéré comme le pivot du financement des entreprises. Pour certaines, il constitue la source exclusive du financement dans les phases décisives de leur développement. Le caractère fondamental de cette ressource tient au fait qu'elle ne vient pas seulement s'additionner à des ressources externes d'un montant déterminé mais

constitue « l'amorce », le pivot à partir duquel le financement externe pourra être sollicité et attiré par l'entreprise. Ce statut privilégié de l'autofinancement tient à deux raisons fondamentales suivantes :

D'une part, son montant fournit une indication relative aux performances de l'entreprise c'est à dire qu'un autofinancement élevé rassure les apporteurs de capitaux externes sur les possibilités de rémunération et de mise en valeur des fonds qu'ils peuvent fournir. D'autre part, c'est l'autofinancement qui crée la capacité de remboursement³ de l'entreprise et d'améliorer leur rentabilité en réduisant le fardeau des charges financières. (Cohen, 1991, p. 194)

L'autofinancement représente le flux de fonds propres généré par l'activité de l'entreprise (donc hors financement externe) et qui sera réinvesti. La décision d'autofinancement implique donc la renonciation à la politique de distribution de dividendes qui seront réinvesti à la place.

La capacité d'autofinancement d'une entreprise peut être estimée comme suit :

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF}^4 - \text{Dividendes}$$

Pour P. VERNIMMEN, l'autofinancement représente le potentiel de capitaux que l'entreprise peut réinvestir dans son activité, à partir des excédents dégagés par son exploitation et ses calculs. Donc, en déduisant de la marge brute d'autofinancement les bénéficiaires mis en distribution. (P. Vernimmen et al. p. 672, 2016 14e édition) Cet auteur montre ou présente l'intérêt de cette capacité d'autofinancement qui prend tout son sens pour les investissements qui ne doivent pas être renouvelés immédiatement.

³ La capacité de remboursement d'une entreprise est estimée à travers un ratio financier qui place l'endettement net au numérateur et la capacité d'autofinancement au dénominateur. Il permet d'évaluer le nombre d'années que l'entreprise consacrerait à rembourser ses dettes en utilisant sa capacité d'autofinancement.

⁴La CAF représente l'ensemble des ressources générées par l'entreprise, au cours de l'exercice, du fait de ses opérations courantes. La CAF ne doit pas être considérée comme un montant de liquidités disponibles au cours de l'exercice, elle ne représente qu'un potentiel de financement.

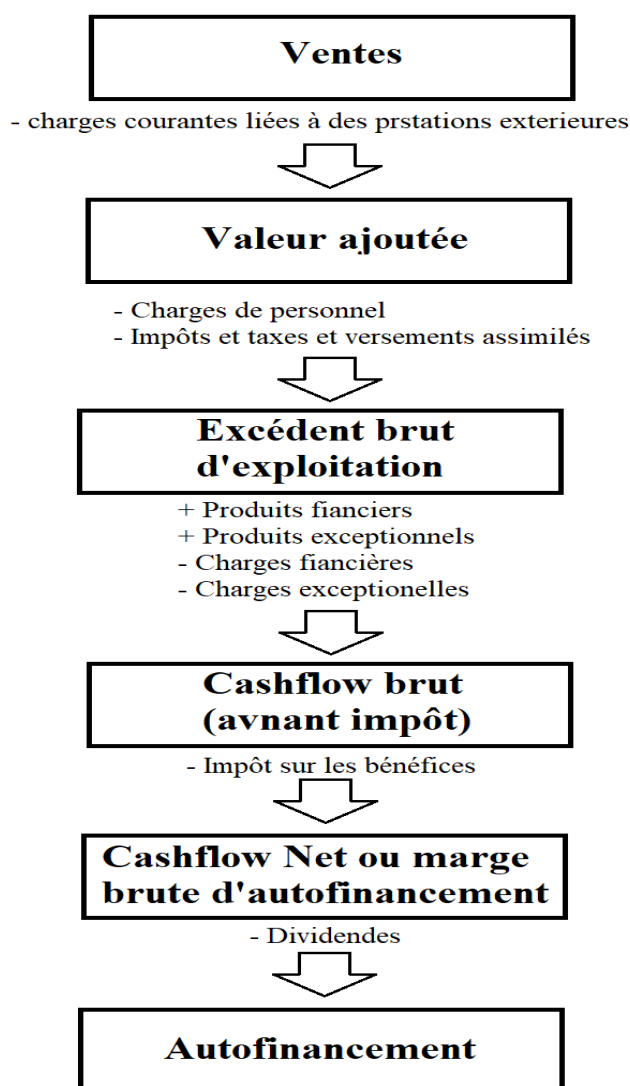
Elle constitue alors pour l'entreprise, un véritable volant des ressources qu'elle peut librement utiliser. Le résultat des investissements passés (capacité d'autofinancement) est ainsi une ressource qui permet par ailleurs de financer les investissements actuels, ou tout autre emploi des fonds.

Il s'agit donc trouver le juste équilibre entre une politique généreuse de distribution des bénéfices à l'avantage des associés mais réduisant les possibilités d'autofinancement, et une politique de réinvestissement (machines, recrutement, etc.) de ces résultats, nécessaire au développement et à la pérennité de l'entreprise.

Le volume de l'autofinancement est lié à la rentabilité de l'entreprise et à sa politique de distribution des dividendes, elle-même découlant de la politique générale et de la motivation des actionnaires. (Taverdet-Popiolek, 2006, p. 293)

Le montant de l'autofinancement est déterminé par des facteurs dont l'influence peut être mise en évidence aux différentes étapes de sa formation. Ces étapes peuvent être représentées comme suit :

Figure n° 03 : La formation de l'autofinancement



Source : Elie Cohen, gestion financière de l'entreprise et développement financier, Ed EDICEF, 1991, p.197

En définitive, l'autofinancement en tant que profit brut apparaît comme un fonds d'accumulation que l'entreprise dégage sur sa propre activité et qui sanctionne de façon synthétique les différents aspects de sa politique.

L'une des raisons qui sont évoqués en faveur de l'autofinancement est sa prétendue gratuité. Or, le principe de gratuité serait contraire à la logique financière. En effet, si les apporteurs de capitaux laissent les capitaux à la disposition de l'entreprise afin d'être réinvestis au lieu d'être distribués, ils gardent les mêmes exigences en matière de rentabilité pour les investissements autofinancés que pour les autres. Par conséquent, le coût de

l'autofinancement est le même que le coût marginal du capital. A partir de ce constat, les avantages et inconvénients de l'autofinancement se présentent comme suit :

✓ **Les avantages de l'autofinancement**

L'autofinancement ne soumet pas la société aux problèmes liés à l'asymétrie d'information (qui engendre notamment une obligation de reporting) et évite aux associés une perte de pouvoir. Il assure également l'indépendance financière de l'entreprise, en ne l'obligeant pas à rembourser un emprunt.

Par le biais de l'autofinancement, l'entreprise laisse ses capacités d'endettement intactes. Si elle dispose de lignes de crédit, elle pourra les utiliser ultérieurement. L'avantage majeur réside dans le fait qu'il est rapidement mobilisable, permettant de s'exonérer des délais habituellement requis pour obtenir un financement externe. (S. Le Beuze P. 34, 2016)

✓ **Les contraintes de l'autofinancement**

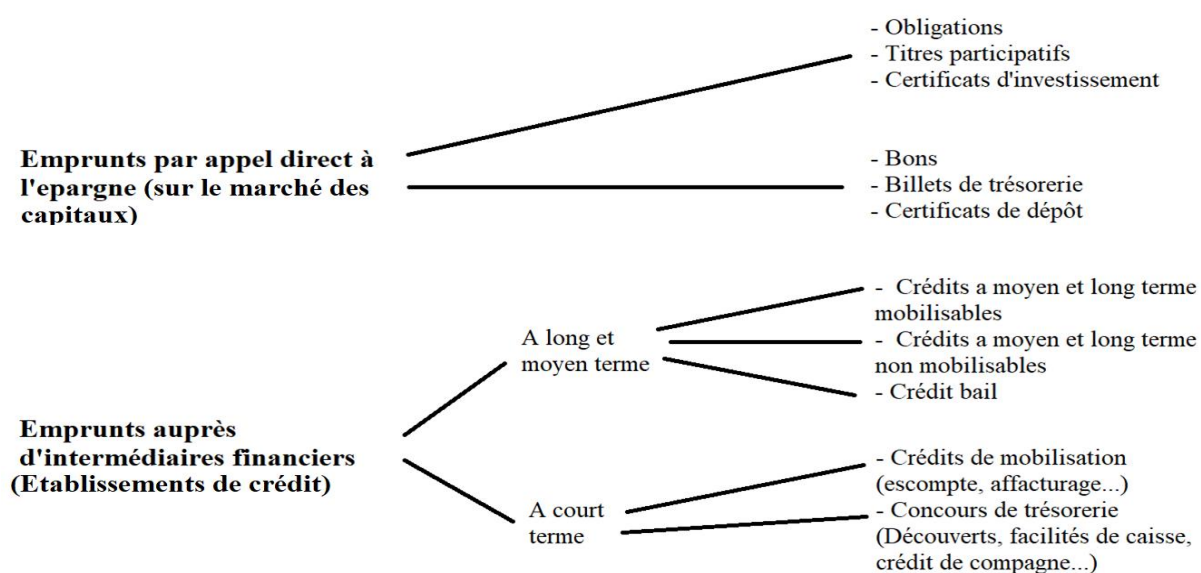
En puisant dans ses ressources pour financer un investissement, l'entreprise creuse sa trésorerie, au risque de se voir fragilisée si un événement imprévu venait à arriver (impayés de la part de certains clients, etc.) et que sa trésorerie devenait insuffisante pour faire face à ce problème. De même, en cas de crise économique, l'accès au crédit bancaire aura tendance à être plus difficile et l'entreprise n'ayant pas négocié au préalable de ligne de crédit ou d'emprunt, aura plus de mal à en obtenir à ce moment-là. Il est donc essentiel de conserver un matelas de trésorerie, correspondant à plusieurs mois de dépenses (S. Le Beuze P. 34, 2016).

4. Le financement externe : l'endettement

En pratique les entreprises ont rarement des emplois qui correspondent au montant de leurs ressources. Notamment, certains secteurs ont un besoin de financement et doivent avoir recours à un financement externe. Cela signifie qu'ils doivent se tourner vers d'autres agents pour se procurer des ressources, soit directement, soit via un intermédiaire financier. (S. Brana P. 8, 2003)

Les financements externes peuvent être regroupés en deux catégories en fonction des modalités de mise en œuvre du financement. Ils peuvent être accordés par des établissements financiers ou collectés sur les marchés financiers. D'un côté, Les banques proposent de nombreuses possibilités de financement aussi bien à court terme qu'à long terme pour répondre aux besoins des entreprises en fonction des garanties qu'elles peuvent présenter et de la nature de l'activité financière. De l'autre côté, Le marché des obligations procure aux entreprises un financement à long terme. Un classement des différentes formes d'endettement peut être présenté ainsi :

Figure n°04 : Classement des différentes formes d'endettement



Source : adapté à partir de Elie Cohen, op. cit., p.207.

Le financement externe est également qualifié de monétaire lorsque les banques réalisent les opérations de crédit par la création de ressources monétaires nouvelles. Le financement est réputé non monétaire quand il y a la transformation de l'épargne de certains agents en financement pour d'autres. Il s'agit d'un financement lié à des ressources préexistantes (l'épargne constituée par les agents économiques).

Actuellement il est rare qu'une entreprise, afin de financer d'importants investissements, puisse compter uniquement sur l'autofinancement en vue de mobiliser d'importantes sommes nécessaires pour investir. Il est donc de coutume de recourir au financement externe qui représente une source

inépuisable de ressources financières pour l'entreprise sous condition de réunir les exigences nécessaires pour y prétendre. D'autant plus qu'avec l'essor des marchés financiers à travers le monde, il est de moins en moins nécessaire de compter uniquement sur le financement bancaire. Les marchés financiers offrent une multitude d'instruments financiers très attrayants pour l'entreprise afin de se financer directement et à moindre coût.

4.1. Le financement auprès des établissements de crédit

Pour assurer le financement de ses investissements, l'entreprise peut recourir aux établissements financiers tels que les banques qui jouent un rôle essentiel en collectant des fonds auprès des agents à capacité de financement pour les distribuer sur les agents à besoin de financement. (Barreau & Delahaye, 2004, p. 377)

Les établissements bancaires sont les principaux pourvoyeurs de prêts. Certains organismes financiers non bancaires peuvent également octroyer des financements spécialisés (affacturage, crédit-bail...). Les établissements financiers jouent un rôle d'intermédiaire (fiance indirecte) entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement.

Pour le financement des investissements, ces établissements proposent des crédits à moyen et à long terme par la fixation d'un montant, d'un taux d'intérêt calculé sur le capital restant dû, une échéance et un mode de remboursement.

L'emprunt est le capital prêté par la banque à une personne physique ou morale pour leur financement à travers un contrat qui prévoit la stipulation d'un intérêt et le remboursement en une ou plusieurs échéances fixées lors de la conclusion du contrat.

Tout emprunt se caractérise par des paramètres déterminants à savoir : le montant, la durée, le taux et le profil de remboursement (linéaire, infinie, différé). Le recours à l'emprunt bancaire paraît avantageux dans la mesure où il est rapide et simple, il permet un financement important en valeur, les intérêts bancaires sont fiscalement déductibles. Toutefois, l'endettement

augmente la dépendance financière de l'emprunteur à l'égard du bailleur de fonds.

Les dettes bancaires relatives à l'emprunt ont un coût qui dépend des caractéristiques techniques des crédits distribués (des intérêts et des commissions payés, des modalités du remboursement, etc.) mais aussi de l'appréciation du projet à financer ainsi que de la qualité de l'emprunteur.

Juridiquement, Le crédit est défini comme étant tout titre onéreux par lequel une personne met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne et prend dans l'intérêt de celle-ci un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie. Sont assimilées à des opérations de crédit, les opérations de location assorties d'options d'achats, notamment le leasing ou crédit-bail.

L'octroi de crédit est relatif à « la capacité de remboursement de l'entreprise et de sa capacité d'endettement. Il dépend également du risque encouru par les prêteurs, risque évalué par les agences de rating ». (Barneto & Gregorio, Finance DSCG2, 2009, p. 332)

Afin de se financer, les entreprises ont le choix entre solliciter des crédits d'exploitation ou les crédits d'investissement. Les crédits d'exploitation sont utilisés, lorsque l'entreprise se retrouve dans une situation de besoin de trésorerie. Ils ont pour but de remédier à des insuffisances temporaires de capitaux à court terme, leur durée est inférieure à une année et correspond à la nature des besoins financiers, financement des approvisionnements, du stockage, de la fabrication ou de commercialisation, c'est-à-dire le cycle d'exploitation.

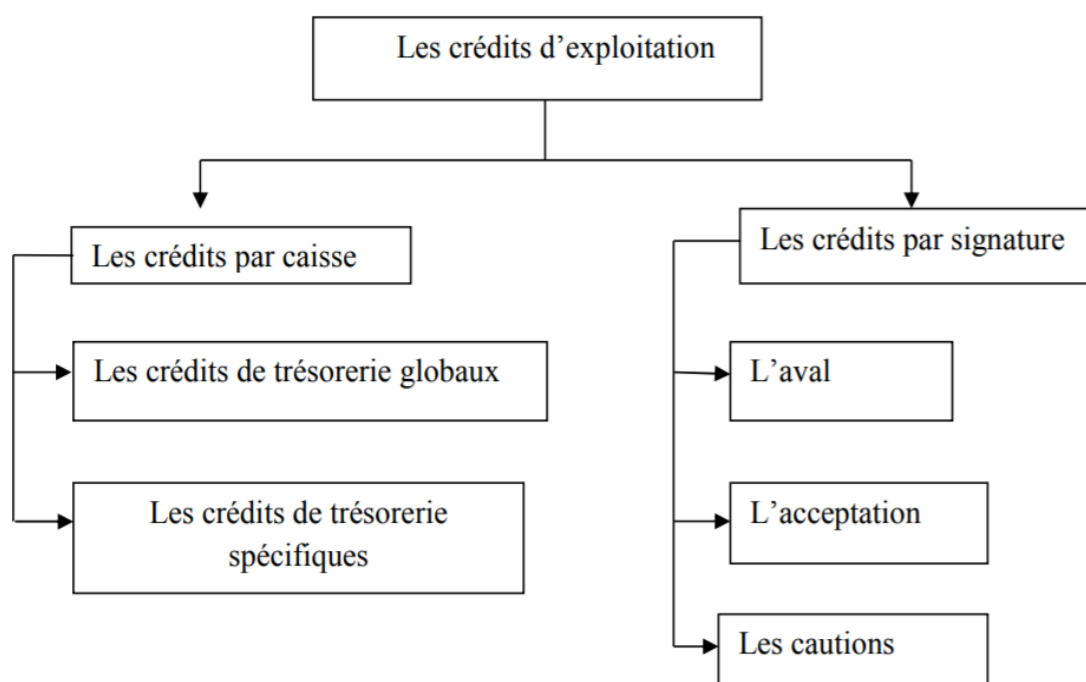
On distingue deux grandes catégories de crédits d'exploitation :

- ✓ Les crédits d'exploitation par caisse ;
- ✓ Les crédits d'exploitation par signature.

Les crédits par caisse permettent principalement à pallier les insuffisances momentanées du fonds de roulement et à couvrir le besoin en fonds de roulement. L'utilisation de ce type de crédit se fait par le débit du compte

courant de l'emprunteur. Ces crédits se traduisent par un décaissement ou mise à disposition des fonds. Quant aux crédits par signature, la banque en prête sa signature au client garantissant ainsi sa solvabilité auprès de ses créanciers et d'honorer ses engagements si celui-ci se trouvait défaillant. Cette catégorie de crédits évite à la banque les décaissements de fonds. Par ailleurs, chacune de ces deux catégories regroupe plusieurs types de crédits adaptés à chaque besoin exprimé par les entreprises.

Figure n° 05 : Les types de crédits d'exploitation



Source : Barreau J. et All (2004) : Gestion financière, Ed Dunod, 13e édition, Paris, p15.

Les crédits d'investissement quant à eux, permettent aux entreprises de mobiliser les capitaux nécessaires pour les opérations d'investissement onéreuses. Ils sont destinés à financer la partie haute du bilan, à savoir, les immobilisations et l'outil de travail de l'entreprise.

Les crédits d'investissement se substituent en crédit à moyen terme et en crédit à long terme. Par ailleurs, il existe une autre forme de crédit permettant à l'entreprise d'acquérir des investissements, c'est le « crédit-bail » ou « leasing ».

➤ **Le crédit à moyen terme (CMT)**

Le crédit à moyen terme d'investissement s'inscrit dans une durée allant de 02 ans à 07 ans. Il est essentiellement accordé pour l'acquisition de biens d'équipement amortissable entre 08 ans et 10 ans. L'octroi d'un crédit à moyen terme par la banque, fait l'objet d'une étude poussée, eu égard au risque qui provient de la durée et de l'importance du prêt.

Ceci nécessite l'élaboration d'un plan provisionnel de financement pluriannuel qui mettra en parallèle l'ensemble des ressources et emplois de l'emprunteur, afin de dégager les possibilités futures de l'entreprise à faire face à ses dettes et s'assurer le dénouement normal de l'opération de crédit.

➤ **Le crédit à long terme (CLT)**

Un crédit est considéré de long terme lorsqu'il s'inscrit dans la fourchette (08-20 ans). Il finance des immobilisations lourdes, notamment des constructions (F. Bouyacoub p. 253, 2001), avec une période de différé de deux (02) ans à cinq (05) ans. La durée du financement correspond généralement à la durée d'amortissement des immobilisations financées. Par ailleurs, le montant du crédit ne doit pas couvrir la totalité de l'investissement.

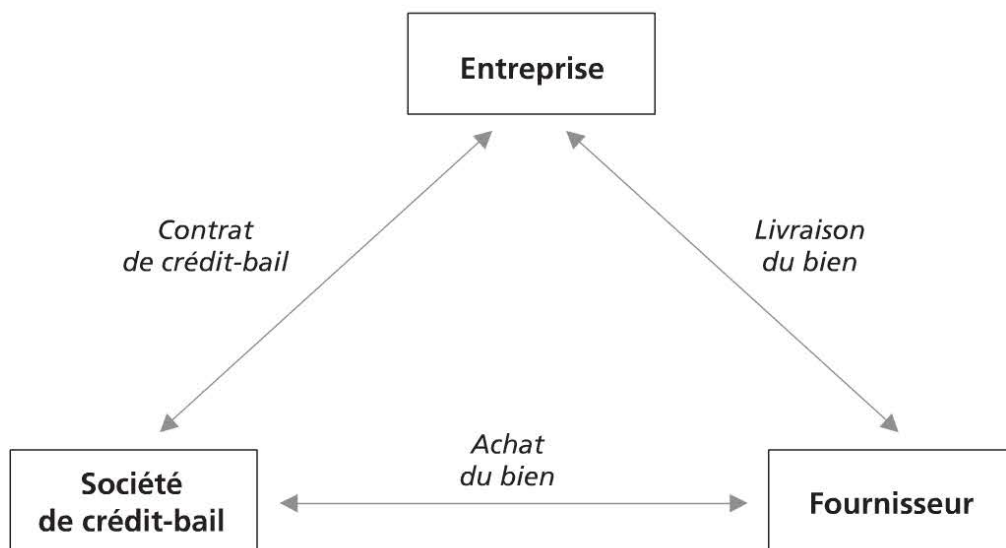
➤ **Le crédit-bail (leasing)**

Le leasing est une technique de financement d'un investissement par laquelle une banque ou un établissement financier acquiert un bien meuble ou immeuble afin de le louer à une entreprise, cette dernière ayant la possibilité de racheter le bien loué à un terme fixé par le contrat pour une valeur résiduelle généralement faible.

Le crédit-bail n'est pas une simple location car le contrat est assorti d'une promesse de vente. Ce n'est pas une vente à tempérament du moment que c'est la banque qui est propriétaire du bien financé et non l'utilisateur. Ce n'est pas non plus une opération de location-vente car l'utilisateur n'est pas astreint à acquérir le bien après un certain délai.

Ainsi l'investisseur n'obtient pas un crédit à proprement parler, mais il évite l'avance initiale qu'aurait exigé l'achat d'un bien d'équipement. En contrepartie, il est simplement locataire du bien qu'il utilise et devra régler, selon une périodicité prévue à l'avance, des loyers à l'établissement de crédit-bail. Celui-ci demeure donc propriétaire jusqu'à ce que le locataire fasse éventuellement jouer son option de rachat. (Cohen, 1991, p. 210)

Figure n°06 : Opération de crédit-bail



Source : Degos. J.G & Griffiths. S, Gestion financière : de l'analyse à la stratégie, Edition d'organisations, Paris. 2011 p.261

Selon qu'il porte sur des biens mobiliers ou immobiliers, le crédit-bail est dit crédit-bail mobilier ou crédit-bail immobilier.

✓ **Le crédit-bail mobilier**

Il porte sur des biens d'équipement sans s'appliquer aux fonds de commerce et aux logiciels informatiques. Le client choisit son équipement et s'adresse à l'établissement de crédit-bail auquel il demandera de l'acheter pour le lui louer.

✓ **Le crédit-bail immobilier**

Il concerne des biens immobiliers professionnels construits ou à construire. Les biens concernés sont achetés ou construits par

l'établissement de crédit-bail à la demande du client pour les lui louer ensuite.

4.2 Le financement sur le marché des capitaux

Les marchés de capitaux constituent l'un des principaux piliers de l'économie de marché. Ils représentent un lieu de rencontre et d'échange de capitaux entre ceux qui ont un excédent et ceux qui ont un besoin de financement. On distingue généralement entre les marchés des capitaux à court terme dits marchés monétaires, et les marchés des capitaux à long terme appelés communément marchés financiers.

Les marchés des capitaux remplissent plusieurs fonctions. Ils permettent :

- D'assurer un financement permanent de l'économie nationale par le drainage de l'épargne afin de la transformer en instruments financiers susceptibles de servir au financement de l'économie domestique. La collecte de l'épargne auprès des agents présentant des excédents financiers permet ainsi aux entreprises, à l'Etat et aux collectivités locales, confrontées souvent à des besoins de financement, de se procurer les ressources financières nécessaires sans recourir au financement bancaire classique.
- Le marché de capitaux permet également de structurer la liquidité de l'épargne grâce à la multitude de produits financiers offerts. C'est ainsi que chaque épargnant, en fonction de son profil, cherche le placement le plus adapté à ses besoins.
- Principale référence pour apprécier la valeur des actifs. La régularité des cotations affichées par le marché de capitaux permet aux investisseurs d'apprécier de manière permanente la valeur des entreprises. L'information donnée étant fiable, d'un accès facile et relayé par les principaux médias financiers (presse financière). Le marché de capitaux constitue donc, en sus des autres modes d'évaluation des entreprises un outil d'appréciation incontestable de la valeur des entreprises.

- Contribuer à la mutation des entreprises : En plus de la mission de lieu de rencontre entre l'offre et la demande des capitaux, les marchés des capitaux offrent également aux entreprises la possibilité d'effectuer une restructuration au niveau de leur organisation. Il est ainsi fréquent de constater que les opérations de fusions-acquisition autrefois réalisées à travers des transactions de gré à gré se concrétisent actuellement par le biais de montages financiers.

4.3 Marché de capitaux et banque : la complémentarité

Le financement d'un important investissement par l'entreprise, requiert la recherche de fonds de longue période, allant de cinq à dix ans, voire plus. Si les actionnaires ne sont pas sollicités pour une augmentation de capital, l'entreprise doit alors soit recourir à la banque soit au marché financier.

Le recours aux banques signifie la demande de crédits, dans cette hypothèse, l'entreprise devra fournir des garanties à l'établissement bancaire qui prend le risque de financer l'investissement. Quant au recours au marché financier, c'est l'investisseur qui prend le risque puisque l'entreprise n'a pas impérativement besoin de fournir de garanties. Elle doit en revanche, avoir un profile impeccable et respecter les règles de transparence et obtenir une notation établie par un organisme spécialisé qui renseigne les investisseurs sur la qualité de l'emprunteur, c'est-à-dire son niveau de risque.

Sur le long terme, l'activité bancaire et celle du marché des capitaux ne conduisent pas à des conséquences sensiblement différentes en matière de croissance économique, et comme de plus, la plupart des économies nationales utilisent, tout de même, à des degrés divers, les deux modes de financement, on peut penser que l'opposition entre eux n'est pas aussi tranchée.

Cependant, cette complémentarité entre le financement bancaire et le financement de marché doit être envisagée dans une optique le plus souvent compétitive. Si l'on considère la fonction de mobilisation de l'épargne et d'affectation de l'investissement, les deux stratégies peuvent être mises en

œuvre simultanément parce qu'elles obéissent à des démarches radicalement différentes.

En définitive, la banque s'appuie beaucoup plus sur une relation coopérative et de long terme avec les emprunteurs et se révèle particulièrement efficace en matière de renégociation. Le marché des capitaux, au contraire, rendant difficile toute renégociation, impose à l'entreprise une stratégie de type « réputationnelle ».

4.4 Cas particuliers de financements externes

Il existe des cas particuliers de financement externe qui s'offrent à l'entreprise. Cependant, ces derniers demeurent exceptionnels, soit en raison de leur rareté ou caractère exceptionnel et du faible montant qu'ils permettent de mobiliser, soit du fait qu'ils représentent souvent des mécanismes de financement pour le lancement de nouvelles activités.

4.4.1 Les business angels

La traduction littérale du terme « business angel » est « ange des affaires ». Dans les faits, les business angels sont des personnes physiques qui souhaitent investir une partie de leur argent au capital de petites sociétés, non cotées en Bourse. (Tariant, 2015, p. 31)

Les business angels financent des projets très en amont de leur développement, juste après l'obtention des premiers financements publics (subventions). Ces personnes physiques investissent à titre individuel dans le capital des entreprises innovantes, à un stade précoce de création ou en début d'activité (à « l'amorçage »), période la plus risquée de l'investissement.

Les business angels qui se regroupent dans des réseaux associatifs ou des sociétés d'investissement de business angels (SIBA), activent souvent dans des secteurs variés (Informatique et télécommunication, Services, Industrie, Santé), souhaitant participer à une aventure entrepreneuriale en faisant profiter leurs associés de leur expérience et de leurs réseaux pour faciliter le développement des entreprises qu'ils détiennent en portefeuille.

4.4.2 La « love money »

La « love money » consiste à mobiliser les ressources de votre entourage : famille, amis, voisins (Cabane, 2008, p. 181), pour aider un porteur de projet à lancer son entreprise et lui permettre de réaliser tous les investissements nécessaires pour démarrer et développer son activité. En contrepartie de ces apports, les amis, les proches et la famille deviennent associés de la société créée. Cette catégorie de financement ne permet généralement pas de mobiliser des fonds importants.

L'apport de la « love money » se fait au démarrage d'un projet et montre aux autres investisseurs que l'entrepreneur a déjà su convaincre ses proches et qu'il est crédible auprès de ceux qui le connaissent.

4.4.3 Les prêts d'honneur

Un prêt d'honneur est un concours financier accordé sans garantie, souvent sans intérêt, par un organisme non bancaire, association ou fondation utilisant des fonds provenant de collectivités locales, d'entreprises privées ou d'établissement publics. Il permet de compléter les ressources personnelles affectées aux fonds propres. (Cabane, 2008, p. 181)

Ces prêts, bien qu'il soit assez rare d'en bénéficier, représentent une véritable aubaine pour l'entreprise dans la mesure où ils améliorent la capacité d'endettement de l'entreprise. En effet, le prêt d'honneur s'enregistre en fonds propres dans le bilan de l'entreprise. Par conséquent, le prêt d'honneur permet à l'entreprise de bénéficier de prêts bancaires plus importants puisqu'elle présente des fonds propres renforcés et donnent plus d'assurance aux établissements financiers afin qu'elles injectent dans l'économie des sommes plus importantes.

4.4.4 Le capital risque

À la différence des business angels qui investissent leur propre argent, les sociétés de capital-risque (*venture capital* en anglais) gèrent des fonds déposés par des actionnaires.

Le capital-risque consiste, pour des investisseurs professionnels, à prendre des participations minoritaires et temporaires dans le capital d'entreprises naissantes ou très jeunes. Ces prises de participation sont effectuées par des professionnels spécialisés ayant comme principal objectif la réalisation de plus-values substantielles dans un délai relativement court, généralement compris entre 4 et 5 ans. (Cabane, 2008, p. 184). Par ailleurs, Leur objectif à terme est de récupérer le capital investi et de réaliser une plus-value lors de la revente de leur participation. Les taux de rendement annuels objectivés varient de 15 % à 30 % (Tariant, 2015, p. 44), selon le risque associé au projet de l'entreprise.

Les entreprises de capitaux-risques recherchent à financer de façon prioritaire le développement accéléré d'entreprises rentables ayant déjà fait leurs preuves sur les plans technique, commercial et managérial. Les projets de croissance externe et de développement international sont très appréciés, ainsi que les opérations de reclassement de titres entre associés.

4.4.5 Les prêts participatifs

Les prêts participatifs sont des financements à moyen et long terme qui peuvent être distribués par des établissements de crédit, des sociétés commerciales, des sociétés et mutuelles d'assurances, des associations sans but lucratif, des sociétés du secteur public, les collectivités locales et territoriales (régions, départements), l'État. (Tariant, 2015, p. 78)

Les prêts participatifs viennent compléter les financements bancaires principalement accordés à l'occasion des investissements corporels. Quant à leur rémunération, elle est généralement plus élevée que celle des prêts bancaires de même durée, du fait de l'absence de garantie. Par ailleurs, ils ne sont pas considérés comme des fonds propres ou des quasi-fonds propres mais plutôt comme de la dette. À ce titre, ils sont pris en compte dans l'ensemble des ratios d'endettement des entreprises bénéficiaires.

Les prêts participatifs s'adressent principalement aux entreprises de toutes les tailles (TPE, PME, grandes entreprises) et formes juridiques ayant déjà quelques années d'existence.

Section 2 : La structure financière de l'entreprise

Avant de percevoir des recettes, l'entreprise engage lors de sa création et au cours de son développement, des dépenses : réalisation des investissements matériels (terrains, installations, constructions, etc.), approvisionnement et achats de matières et fournitures, etc. Ce n'est qu'ultérieurement, à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes. Il y a donc un décalage dans le temps entre les paiements et les encaissements qui pousse l'entreprise à se procurer, parmi les diverses modalités de financement, les ressources lui permettant de faire face à ses investissements et à son exploitation afin de poursuivre son activité et de garantir sa survie.

Pour structurer son capital et face à cette multitude de modes de financement présentant chacun tant d'avantages que d'inconvénients, l'entreprise se trouve dans l'obligation de faire des choix qui ne remettront pas en cause son équilibre afin de préserver sa valeur sur le marché. C'est ce qui constitue le problème central de la théorie financière.

Aussi, depuis plusieurs décennies, l'étude de la structure du capital a constitué le thème principal de la finance d'entreprise. De nombreuses études empiriques et théoriques ont été largement développées à ce sujet.

Plusieurs auteurs ont gardé trace dans le monde de la finance à travers leurs approches sur la structure du capital. Certains ont fondé leur raisonnement dans le cadre d'un marché parfait, d'autres, au contraire ont présenté des apports plus réalistes à cette thématique en démontrant les imperfections qui régissent le marché.

1. Evolutions de la définition de la structure optimale de financement

Selon la théorie financière, l'objectif ultime recherché par toute entreprise (cotée en Bourse) ne réside pas dans le bénéfice ou le chiffre d'affaires, ni même dans la part de marché relative ou encore le degré d'intégration, mais dans la maximisation de la valeur de la firme, c'est-à-dire

de la valeur de marché des titres de propriété, soit la maximisation de la richesse des actionnaires, ces derniers étant les bailleurs de fonds de l'entreprise. (Aytaç & Mandou, 2015, p. 13)

Les entreprises cherchent à maximiser leur valeur, tout en minimisant le coût des capitaux apportés. L'évolution de la définition de la structure de financement optimale par les firmes traduit l'importance de la réflexion autour de ce sujet pendant plusieurs décennies.

Cet objectif de maximisation de la valeur s'inscrit dans le contexte de la théorie financière d'entreprise, et plus spécifiquement dans celui de la théorie néoclassique de la firme (microéconomie financière) et de ses développements (théorie des signaux, théorie de l'agence et théorie des coûts de transactions). (Aytaç & Mandou, 2015, p. 13)

Durant les années cinquante et soixante, une bonne structure financière était caractérisée par la faiblesse de l'endettement, on mettait alors l'accent sur l'autonomie industrielle et financière de l'entreprise, et ceci dans un contexte marqué par la stabilité de l'économie.

Pendant les années soixante-dix, caractérisées par une forte croissance économique et un niveau relativement faible des taux d'intérêts réels, les entreprises prenaient conscience du levier financier de l'endettement et une bonne structure financière faisait apparaître un niveau d'endettement jugé normal, c'est-à-dire, un endettement non excessif par rapport aux fonds propres.

Dans les années quatre-vingt, on observait une diminution progressive de l'endettement, une amélioration de la rentabilité et un autofinancement accru. Les années quatre-vingt-dix ont été marquées quant à elles par un coût d'endettement prohibitif en période de crise, le choix n'existait plus, il fallait se désendetter.

Cependant, la fin des années 90, a permis un certain retour de l'endettement en raison de taux d'intérêt nominaux historiquement bas et d'un climat de croissance en volume et d'inflation très faible.

En conclusion de ce qui précède, l'entreprise est tenue de savoir adapter sa structure de financement à son environnement économique. Elle se doit également de suivre la recherche théorique et empirique dans le domaine de la structure optimale de financement pour en tirer des enseignements propres à faire évoluer sa politique de création de valeur.

2. L'approche traditionnelle (pré – 1958) en termes de structure financière optimale

L'approche classique considère que la maximisation de la richesse des actionnaires est l'ultime objectif de la firme. Celle-ci a un accès illimité aux ressources financières et opère dans un monde sans imperfections. Dans ces conditions, plusieurs auteurs considéraient l'existence d'une structure financière optimale qui minimise le coût moyen pondéré du capital et de ce fait, maximise la richesse des actionnaires.

L'approche classique de la structure financière est fondée sur l'hypothèse que les prises de décisions financières ont pour but de maximiser la richesse des actionnaires. A ce titre, les investisseurs sont rationnels et ont les mêmes anticipations de bénéfices. De plus, les frais financiers et le taux d'imposition des firmes sont nuls.

Tenant compte de ces hypothèses, cette approche conclut qu'une firme peut maximiser sa valeur en maximisant son endettement ou en opérant un choix judicieux entre dettes et fonds propres. Pour démontrer ce résultat, les partisans de l'approche classique se sont basés sur deux notions fondamentales à savoir : l'effet de levier de l'endettement et le coût du capital (Kartobi, 2013, p. 21).

Ainsi une firme, tout en maximisant sa valeur, maximise par ailleurs son endettement ou en opérant un choix judicieux entre dettes et fonds propres.

2.1. L'effet de levier

L'effet levier de l'endettement est le phénomène qui, en raison du recours à l'endettement amplifie la rentabilité des fonds propres en sens positif ou négatif.

Lorsque le coût de l'endettement est inférieur à la rentabilité économique, nous obtenons une rentabilité financière supérieur à la rentabilité économique, et ce, d'autant plus que l'endettement est fort au regard des fonds propres. Il s'agit d'un effet de levier positif. (Legros, 2016, p. 85 et 86)

On parle alors d'effet de levier de l'endettement sur la rentabilité financière pour décrire l'intérêt que peuvent trouver une entreprise et ses actionnaires à se financer par des emprunts bancaires.

L'effet de levier explique donc le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette et mesure l'incidence positive ou négative de l'endettement de l'entreprise sur sa rentabilité financière.

$$\mathbf{RF = Re + (Re - i) DF/CP}$$

Avec :

- Re= la rentabilité économique.
- RF=Rentabilité Financière.
- i= Intérêts versés aux dettes financières.
- CP= Capitaux Propres.
- DF=Dettes Financières.

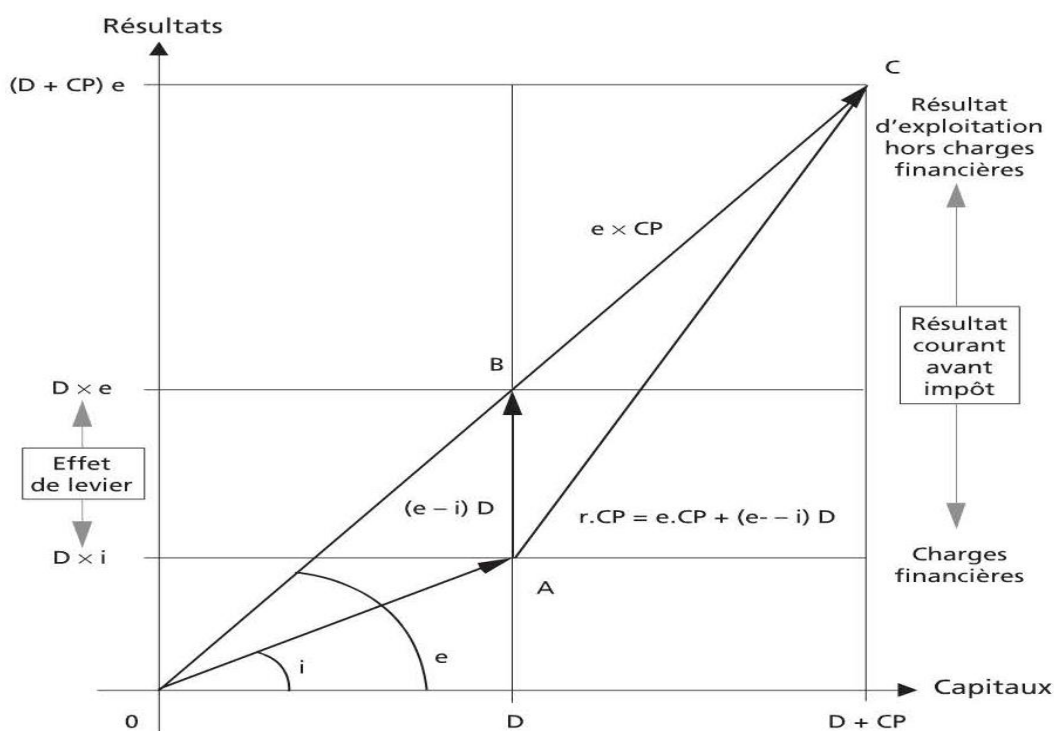
L'effet de levier explique donc le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette. D'où :

- Si $Re > i$, la rentabilité financière RF augmente avec l'endettement. Dans ce cas, l'entreprise crée de la richesse à ses actionnaires et l'effet de levier présente alors un avantage croissant à ces derniers.
- Si $Re < i$, la rentabilité financière RF diminue avec l'endettement. L'entreprise n'a pas donc intérêt à s'endetter.

- Si $R_e = i$, implique que $R_F = R_E$, le niveau d'endettement n'a pas d'influence sur la structure financière.

La représentation graphique de l'effet de levier peut être alors présentée comme suit :

Figure n° 07 : Représentation vectorielle du levier



Source : Jean-Guy Degos, " L'univers graphique de l'évaluation financière : rationalité, perspicacité, complexité », La revue du financier, n° 173-174, 2008, p. 49-71.

Sur cette figure, l'angle (e) représente le taux de rentabilité des actifs, le vecteur BC le résultat courant obtenu grâce aux capitaux propres ($e \times CP$), l'angle (i) représente le taux d'intérêt des charges financières et le vecteur OA le montant de ces charges financières $D \times i$; le vecteur AB représente le résultat courant obtenu par effet de levier $(e - i)D$, enfin le vecteur AC représente la totalité du résultat courant avant impôt. Par ailleurs, lorsque l'effet de levier est négatif, c'est-à-dire $(e - i)$ est négatif, il est appelé « effet de massue ».

L'effet de levier traduit une relation entre le résultat économique, le coût des capitaux empruntés et le volume de ces capitaux empruntés. Il est difficile de modifier ces paramètres à très court terme, mais il est tout de même

possible d'avoir une action efficace en peu de temps. Plus l'échéance des capitaux est longue, plus l'action doit être menée à long terme. Le potentiel de levier peut être effectué par augmentation de (e - i) et ensuite soit augmenter le bras de levier, soit le diminuer en jouant sur les capitaux propres et les dettes. (Degos & Griffiths, 2011, p. 136)

2.2 Le coût du capital

Chaque source de financement représente un coût pour l'entreprise correspondant au taux de rémunération exigé par les apporteurs de capitaux : taux de rentabilité des capitaux propres pour les actionnaires, coût de la dette pour les créanciers.

Le coût du capital est donc le coût des ressources engagées par l'entreprise dans son activité. Il correspond au coût moyen pondéré des dettes et des fonds propres (CMPC). Le coefficient de pondération est égal à la part relative des différents moyens de financement dans le financement total de l'entreprise. Il est exprimé comme suit :

$$\text{CMPC} = (\text{FP} / \text{V}) \times \text{kFP} + (\text{D} / \text{V}) \times \text{kD}$$

- FP : fonds propres.
- D : fonds étrangers.
- V : valeur totale de l'entreprise
- kFP : coût des fonds propres.
- kD : coût des fonds étrangers.

Plus la part relative de l'endettement augmente, plus le risque couru par les actionnaires s'accroît, et plus ils exigent un taux de rentabilité des capitaux propres élevé, jusqu'à annuler l'effet positif du recours à la dette.

A ce niveau d'endettement, l'entreprise aurait atteint sa structure financière optimale qui lui donne le coût moyen pondéré du capital le plus faible et par conséquent la valeur de l'actif économique la plus élevée.

Toute poursuite du processus d'endettement fait que le gain retiré par l'effet de levier ne suffira plus à compenser l'augmentation de la rentabilité exigée par les actionnaires. Autrement dit, à un certain niveau de la dette, son coût augmente en même temps car elle devient plus risquée, ce qui s'ajoute à une exigence plus élevée du taux de rémunération des capitaux propres.

2.3 Influence de la structure financière sur le coût du capital

Durant (1952) affirme que la minimisation du coût du capital revient à maximiser l'endettement de la firme et considère que l'entreprise est évaluée de son bénéfice net après paiement des intérêts.

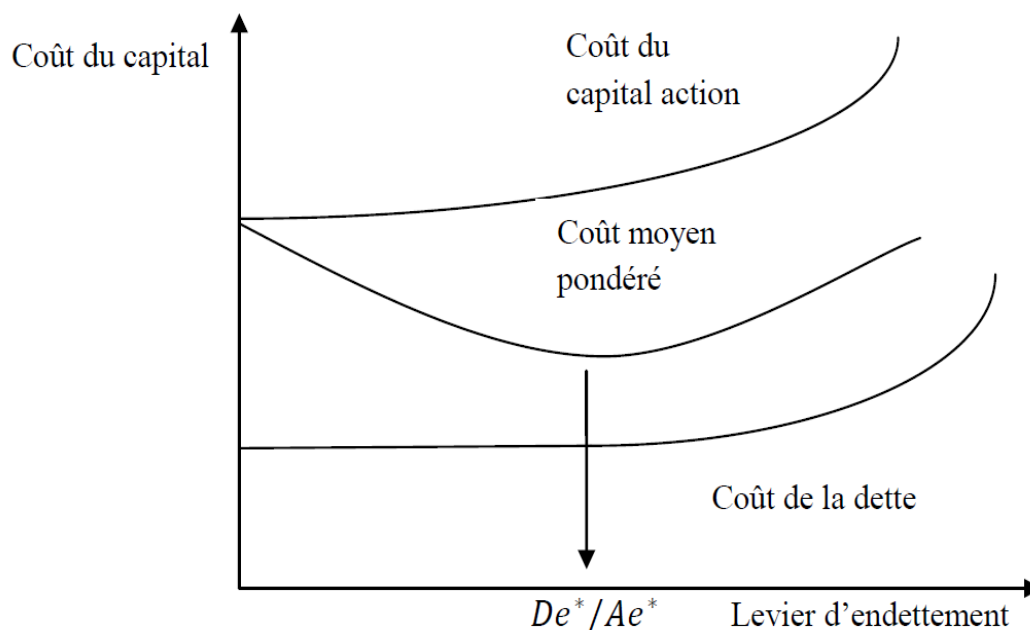
Ainsi, deux entreprises ayant le même résultat d'exploitation, la première endettée et la deuxième entièrement financée par fonds propres. Les dividendes distribués par la firme endettée sont plus faibles (par soustraction des charges financières) et par conséquent la valeur de ses actions est réduite. Cependant, sa valeur globale est plus grande que celle de l'entreprise non endettée en raison du versement par l'entreprise endettée à ses actionnaires et créanciers de revenus plus élevés que ceux versés par l'entreprise entièrement financée par fonds propres.

Par conséquent, la valeur de l'entreprise est corrélée positivement avec son ratio d'endettement et de façon négative avec son cout moyen pondéré du capital. En définitive, Durant (1952) conclut que la structure optimale du capital est obtenue par un endettement maximal sans tenir compte toutefois de du risque financier subi par les investisseurs.

Par ailleurs, pour minimiser le cout moyen pondéré du capital, il faut augmenter l'endettement dans la structure financière de l'entreprise jusqu'au point où le taux d'intérêt qui est exigé par les bailleurs de fonds devienne une fonction croissante du taux d'endettement. Par conséquent, toute augmentation de l'endettement va entraîner une diminution du coût moyen pondéré du capital jusqu'à ce que le cout des capitaux propres augmente en raison de l'accroissement du risque financier qui finit par l'emporter sur le recours à l'endettement. Enfin, par souci de la minimisation du coût de son

capital qui revient à maximiser sa valeur, l'entreprise opte pour un niveau d'endettement optimal comme illustré ci-dessous. (Kartobi, 2013, p. 32)

Graph n°01 : La position classique vis-à-vis de la structure financière de l'entreprise



Source : S. E. Kartobi (2013) : Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement (thèse de doctorat), p.33.

A partir de là, les limites de l'approche classique apparaissaient. En effet, cette approche, déduite d'hypothèses non homogènes peut être qualifiée d'approche purement empirique. Une autre approche va complètement pallier dès 1958 aux insuffisances de la première démarche et asseoir un nouveau cadre théorique de la structure financière des entreprises.

3. L'approche de F. Modigliani et M. Miller

Deux auteurs F. Modigliani et M. Miller étaient les premiers à mener une véritable réflexion théorique sur l'incidence des moyens de financement (dettes et fonds propres) sur la valeur de la firme. Ils ont, de ce fait, donné les assises théoriques à la problématique de la structure de financement des entreprises.

Ils ont montré que sur un marché parfait, et dans un monde sans fiscalité, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière. (F. Modigliani & M. Miller, 1958) Son taux de rentabilité global exigé étant constant quel que soit le niveau de l'endettement de la firme. Il n'existe donc pas de structure optimale du capital. Le dirigeant de l'entreprise n'a donc pas de choix optimal à faire.

La théorie de Modigliani et Miller repose sur le fait que la valeur d'une firme est fondamentalement liée à sa capacité bénéficiaire et par conséquent, la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de la firme. Dans un marché parfait Modigliani et Miller ont montré la non-pertinence de la structure financière :

- La structure financière choisie par l'entreprise ne peut pas modifier sa valeur. Peu importe la façon dont cette structure est partagée entre la dette, les capitaux propres et autres titres de créances, la valeur du placement se maintient ;
- Les investissements sont capables de substituer un endettement personnel à un endettement de l'entreprise et de reproduire ainsi toute structure financière que la firme pourrait vouloir atteindre.

Les deux auteurs considèrent en effet que toutes les formes de financement sont équivalentes et la valeur de la firme dépend seulement des flux de trésorerie qu'elle génère et non de la manière selon laquelle ces flux sont distribués en capitaux propres et en dettes. Ils considèrent que deux firmes appartenant à la même classe de risque économique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure financière différente.

Selon leur argumentation, le procédé d'arbitrage permet d'établir un équilibre sur le marché, de telle manière que la valeur totale d'une entreprise ne dépende que des estimations de l'investisseur quant au risque et au revenu attendu de la firme et non de sa structure financière.

Aussi, Les décisions d'investissement sont indépendantes des décisions de financement. Elles dépendent uniquement de la disponibilité d'investissements ayant une valeur actuelle nette positive.

Face aux critiques formulées, l'hypothèse de perfection du marché est centrale dans la justification des propositions de Modigliani et Miller puisque la validité de ces dernières est conditionnée par l'intervention de mécanismes d'arbitrage qui présupposent une parfaite substituabilité entre titres présentant des caractères analogues de risque et de rendement attendu.

Concernant la fiscalité, les deux auteurs ont apporté une modification dans un autre article publié en 1963 dans lequel ils considèrent l'existence d'un impôt sur les bénéfices. (F. Modigliani - M. Miller, 1963)

Ils montrent qu'il est préférable pour la firme de s'endetter pour profiter des économies d'impôts dues à la déductibilité fiscale des charges des dettes. Ainsi, et avec cet avantage fiscal, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de la firme non endettée augmentée de la valeur des économies d'impôts réalisées grâce à cette possibilité de déductibilité de charges financières.

Le coût moyen pondéré du capital après impôt est inférieur au coût du capital d'une entreprise sans dette. Cet avantage ne provient pas d'une différence entre le coût de la dette et la rentabilité économique comme le suggère l'approche par l'effet de levier, mais essentiellement de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la dette.

Les deux contributions de Modigliani et Miller marquent une rupture fondamentale de la logique financière traditionnelle, en suggérant que les facteurs explicatifs d'une éventuelle structure optimale de financement, ne pouvait se situer que dans les imperfections du marché (impôts, coûts de transaction, asymétrie d'information, etc.). (G. Charreaux P. 2892, 1989)

4. Deux limites à l'approche de F. Modigliani et M. Miller

Plusieurs critiques ont été formulées à l'approche de Modigliani et Miller. En premier lieu, la prise en compte de la fiscalité des investisseurs contrebalance l'avantage fiscal dont bénéficie la dette au niveau de l'entreprise. En second lieu, l'accroissement de l'endettement fait augmenter la probabilité de faillite et les coûts qui lui sont associés.

4.1 La prise en compte de la fiscalité personnelle des investisseurs

Par la publication d'un article *Debt and taxes* en 1977, Miller reprend le même modèle que celui de 1963 mais ajoute cette fois-ci l'effet de l'impôt personnel à celui de l'impôt corporatif. Il explique alors que l'existence d'une autre imposition neutralise de fait l'avantage fiscal réalisé. (M. Miller, 1977) L'auteur remarque que dans la mesure où la dette est désavantagée au niveau de la fiscalité personnelle malgré qu'elle soit favorisée au niveau de l'entreprise puisque son coût est déductible. Les investisseurs vont donc exiger pour la compenser une rémunération plus importante.

Aussi, selon Levasseur et Quintart, l'argument premier de Miller est que la fiscalité personnelle favorise les placements en actions au détriment de celle des obligations. Il estime ainsi qu'une partie des gains procurés par des actions est réalisée sous la forme de plus-values faiblement ou pas imposées. De plus, si les investisseurs financent en partie leurs acquisitions de titres par les dettes, les frais financiers qu'ils supportent sont déductibles des revenus imposables. A l'opposé, selon Miller, les revenus obligataires sont intégralement liés aux revenus imposables et supportent le taux marginal d'imposition de l'investissement. (M. Levasseur & A. Quintart, 1988).

4.2 Le coût de la faillite

L'endettement excessif d'une entreprise peut la rendre incapable de faire face à ses engagements contractuels, ce qui la poussera logiquement vers un dépôt de bilan et la faillite. Aussi, sa mise en liquidation judiciaire engendre à la fois des coûts directs et indirects.

Les premiers consistent en le versement des indemnités de licenciement, les frais de procédures, les honoraires des avocats des commissaires au compte, etc. Les seconds en revanche, concernent plus les commandes annulées, les frais supplémentaires liés à des dysfonctionnements, réduction des dépenses liées aux activités de R&D et maintenance, difficultés à trouver de nouvelles ressources de nouveaux projets, démotivation des personnels et départ de certains d'entre eux, etc.

Il est nécessaire en conséquence de considérer un endettement optimal comme celui qui fera compenser l'économie d'impôt dû à une dette supplémentaire par une augmentation de la valeur actuelle des coûts de faillite.

5. L'approche en termes de financement hiérarchique

Sans remettre en cause la pertinence de leur argumentation et du résultat auquel ils sont arrivés, de nombreuses critiques ont été adressées à Modigliani et Miller pour qui la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière.

En effet, s'appuyant sur un relâchement des hypothèses de départ notamment celle relative à l'information parfaite, Myers et Majluf ont présenté une autre approche basée sur le financement hiérarchique et fondée sur l'asymétrie d'information qui existe entre les acteurs internes (propriétaires, dirigeants) et les acteurs externes (bailleurs de fonds) à l'entreprise. Les deux auteurs considèrent que les diverses sources de financement ont des coûts bien différents. (S.C. Myers & N.S. Majluf, 1984)

Les auteurs considèrent que les diverses sources de financement ont des coûts bien différents. En effet, l'autofinancement est la ressource la moins onéreuse car elle ne supporte pas de prime de financement externe, liée à l'asymétrie d'information. Puis vient l'endettement dont la valeur est parfaitement corrélée au problème du coût et de la probabilité de faillite. Enfin vient l'émission d'action dont le coût est le plus élevé, du fait du signal négatif qu'elle comporte.

Le respect de cette hiérarchie a pour avantage d'éviter la réduction des prix des actions de l'entreprise, de limiter la distribution des dividendes pour augmenter l'autofinancement, de réduire le coût du capital en limitant le recours aux emprunts. Les entreprises rentables disposent donc ainsi d'un financement interne plus abondant.

Section 3 : Les apports de la théorie de l'agence et la théorie du signal

La remise en cause des hypothèses de la théorie néoclassique de la firme reposant sur le postulat de gratuité et de symétrie d'information entre les acteurs économiques, permet d'aborder la problématique de la structure de financement en tenant compte des asymétries informationnelles entre les différents agents.

La première approche qui a pris en compte ces asymétries d'information, est la théorie du signal qui affirme l'existence d'une corrélation positive entre la valeur de la firme et son niveau d'endettement.

Autre hypothèse de la théorie néoclassique de la firme, à savoir l'absence de coûts d'agence, a donné naissance à la théorie des mandats selon laquelle une structure financière optimale résulte d'un arbitrage entre les coûts d'agence des fonds propres et les couts d'agence des dettes.

1. L'apport de la théorie d'agence

Le point de départ de la relation d'agence est donné par un article publié en 1976 par Jensen et Meckling. Ces deux auteurs définissent la relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engagent une autre personne (agent ou mandataire) pour exécuter à son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. Ces deux auteurs ajoutent qu'il y 'a une divergence d'intérêt entre les actionnaires et dirigeants non propriétaires.(M.C Jensen & W. H. Meckling, 1976)

Habituellement, le rôle des dirigeants est de collecter les fonds provenant des actionnaires afin de les investir dans des projets productifs, cependant, les actionnaires veulent s'assurer que leurs fonds sont bel et bien investis dans des projets rentables et qu'ils auront par la suite le rendement espéré qu'ils se sont fixés au départ.

Mais vu leurs coûts très élevés d'une part, et l'impossibilité de prédire avec exactitude les résultats des projets dans lesquels la firme a investi d'autre part, il est difficile pour les actionnaires de faire signer les dirigeants un contrat qui leurs mettra devant l'obligation de résultat prédéterminé. Par conséquent, les dirigeants se retrouvent libres pour utiliser les fonds ramassés (free cash-flows), et ceci ne fait qu'augmenter les conflits déjà existant entre ces deux parties.

La divergence des intérêts entre les gestionnaires de la firme et actionnaires constitue la principale source de conflits qui existent entre eux. En effet, les dirigeants, utilisent les fonds provenant des actionnaires afin de financer les projets de la firme, ce qui engendre généralement des problèmes d'expropriation ou de mauvaise allocation des ressources.

Les deux auteurs soutiennent que le conflit vient du fait que les dirigeants ne bénéficient pas du gain total de leur effort, malgré qu'ils supportent toute la responsabilité. Par conséquent, les gestionnaires essaient de s'approprier certaines ressources de l'entreprise sous formes d'avantages personnels.

Ainsi, tous ces phénomènes impliquent des coûts de surveillance engagés par les actionnaires à l'égard des dirigeants (coût d'agence des fonds propres).

Parmi les solutions proposées pour résoudre les problèmes d'agence qui existent au sein de l'entreprise, on trouve l'endettement qui peut être vu comme mécanisme de gouvernance obligeant les dirigeants à honorer leurs engagements en versant les liquidités aux détenteurs d'obligations, donc le financement par la dette réduit le comportement opportuniste des dirigeants puisque tout défaut de paiement de la dette entraînera automatiquement la faillite de la firme. Par conséquent, on estime que l'actionnaire a intérêt d'augmenter la dette afin d'optimiser son contrôle sur l'activité de gestion du

mandataire.(D.W. Diamond, 1984) Aussi, le paiement des intérêts à échéances fixes de la dette réduit la possibilité d'investissement sous optimal pour le manager qui ne trouvera pas assez de cash-flow disponible.

Selon Jensen & Meckling, l'endettement est le meilleur moyen pour réduire les coûts d'agence puisqu'il aligne les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants.

Toutefois, les dirigeants ont tendance à prendre des décisions d'affectation des ressources au profit immédiat des actionnaires au détriment des créanciers. Il s'agit alors de cadeaux aux actionnaires financés par la société ou encore de restrictions du budget de recherche et développement, ce qui permet de maximiser la distribution de dividendes mais menace à terme la compétitivité de l'entreprise et sa capacité à générer le cash-flow nécessaire au remboursement de sa dette.

Ainsi, la surveillance exercée par les créanciers sur les actionnaires constitue des coûts d'agence dus à l'endettement. Les créanciers qui ont connaissance de ces pratiques déviantes relèvent alors le coût de la dette ce qui correspond au coût d'agence et prévoient des clauses de protection dans leurs contrats de prêts.

2. L'apport de la théorie du signal

L'une des imperfections du marché qui n'a pas été prise en compte dans le modèle de Modigliani et Miller, représente l'asymétrie de l'information.

L'asymétrie d'information se traduit par le fait que les gestionnaires disposent de plus d'informations que les autres acteurs sur les opportunités d'investissement et par conséquent ils sont mieux placés pour évaluer la situation financière. Dans un marché parfait, et comme il a été énoncé dans le modèle de Modigliani et Miller (1958), tous les acteurs sont supposés avoir la même information afin de l'interpréter de la même manière, ce qui est loin de la réalité.

La théorie du signal, fondée par Ross qui a initié en 1977 les principaux travaux dans ce domaine, a été développée pour pallier les insuffisances de la

théorie des marchés à l'équilibre (S.A Ross, 1977). Elle part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle. Celle-ci peut avoir des conséquences néfastes conduisant à des valorisations trop basses ou à une politique d'investissement sous optimale.

Deux idées simples sont donc à la base de la théorie des signaux :

- La même information n'est pas partagée par tous : ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs ;
- Même si elle était partagée par tous, la même information ne serait pas perçue de la même manière, ce que la vie courante confirme fréquemment.

2.1. Le cadre général de la problématique de signalisation

Le principal objectif recherché est de clarifier les mécanismes qui conditionnent le fonctionnement des marchés sous l'hypothèse d'une imparfaite circulation de l'information entre les différents acteurs du marché financier. La théorie financière de la signalisation a pour objet d'analyser les problèmes dus à l'imperfection et à l'asymétrie de l'information qui peuvent caractériser les marchés financiers. Sa finalité est de dégager les solutions qui améliorent le fonctionnement des marchés et réduisent ou suppriment les inefficiences dans les processus de décisions des agents.

2.2. Utilisation de la théorie des signaux

Selon l'approche, les dirigeants ont un accès privilégié à l'information sur les flux futurs anticipés (S.A Ross, 1977). Ils doivent donc émettre des signaux sans ambiguïté sur les perspectives de l'entreprise s'ils ont une incitation à le faire. Pour examiner comment le processus d'incitation fonctionne, supposons que les gestionnaires ne peuvent pas négocier les actions de leur propre entreprise (sous peine de se voir reprocher un délit d'initié). Entre autres, ceci les empêche d'émettre de mauvais signaux sur l'entreprise, tels qu'annoncer de mauvaises nouvelles et ensuite vendre à découvert les titres de la société.

Une entreprise peut se signaler par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire-dirigeant celui-ci témoigne de la fiabilité des projets d'investissement. Dans le modèle (S.A Ross, 1977), le signal est représenté par la structure financière choisie par les dirigeants de l'entreprise. La valeur de l'entreprise augmente avec le niveau de l'endettement. Puisque les dirigeants veulent éviter la faillite, c'est-à-dire maximiser leur intéressement, l'endettement peut être traduit comme signal de bonne gestion et donc de bonne performance de l'entreprise.

Il a été clairement prouvé sur le plan empirique qu'une augmentation des capitaux propres émis par l'entreprise fait baisser le prix de ses actions et qu'au contraire, une diminution de la dette tend à rehausser le prix des actions. Par ailleurs, pour les transactions impliquant des titres plus complexes (telles que les actions à dividendes prioritaires ou les dettes convertibles), ou par la vente et l'achat simultané des titres de différentes natures (tels que la souscription d'un emprunt pour financer le rachat d'actions), on peut constater que plus le titre émis ressemblera à des capitaux propres, plus l'effet sur le cours de l'action sera négatif. Ces différentes constatations peuvent être expliquées à l'aide de la théorie de signal.

Conclusion

Nous avons montré dans ce premier chapitre comment les entreprises tendraient-elles à préférer le financement interne au financement externe, ou inversement. Pour les firmes non cotées en Bourse, elles tendent à privilégier l'option pour l'autofinancement car le financement externe est difficile à obtenir.

Les limites à cela apparaissent dans le coût d'opportunité ainsi que dans l'insuffisance de la capacité d'autofinancement à financer des investissements dans leur totalité.

Les entreprises de grande dimension, cotées en Bourse, s'orientent plus facilement vers le financement externe car plus aisé à obtenir, en raison d'une capacité d'endettement plus favorable. Il prend la forme d'émissions d'actions

et d'obligations sur le marché financier ou encore d'emprunts effectués auprès établissements de crédit. Ce type de financement s'accompagne d'un risque de perte d'autonomie pour les firmes qui doivent rémunérer aussi bien les actionnaires que les créanciers notamment les obligataires. Ce sera l'objet du second chapitre.

Par ailleurs, les différentes analyses effectuées sur la problématique du financement et de la structure optimale du capital à l'image de la réflexion de F. Modigliani et M. Miller sur l'incidence des moyens de financement (dettes et fonds propres) sur la valeur de la firme, ont donné les assises théoriques à la problématique de la structure de financement des entreprises et ont permis de cerner les tenants de la détermination de la meilleure structure de capital pour l'entreprise et les différents éléments qui influencent son coût ainsi que la valeur de la firme.

Chapitre deux

Marché financier et dynamique de financement des entreprises

Introduction

Les marchés financiers à travers les différentes théories et partant de la compréhension de leur comportement, connaissent une évolution remarquable depuis cinquante ans. Les progrès accomplis aussi bien au niveau théorique que pragmatique ainsi que les mutations constatées ont eu, et continueront d'avoir dans le futur, des implications profondes sur la gestion financière des entreprises, l'économie financière et bancaire ainsi que la gestion de portefeuille.

Les apports de la théorie financière sont incontestables et ne sont plus à démontrer. Les succès des nouveaux instruments financiers sont en lien direct avec les modèles directement issus de la théorie financière. La connexion théorie/pratique est immédiate, elle trouve vraisemblablement son origine dans le caractère très concurrentiel des marchés financiers qui fonde leur quasi-efficience.

Durant les années 80, le processus de mondialisation des économies s'est accompagné d'un vaste mouvement d'intégration financière, aboutissant à une internationalisation des systèmes financiers. Ce mouvement a été qualifié par la suite de globalisation financière, permettant aux grandes entreprises, à vocation internationale, de pouvoir librement, à tout moment et dans tout pays, emprunter ou placer des fonds à l'aide de nombreux instruments financiers. (M. Aglietta et al., 1990)

Par ailleurs, la contribution des systèmes financiers à la croissance repose sur le fait que ces derniers permettent d'assurer une mobilisation efficace de l'épargne en améliorant son affectation vers l'investissement. En

effet, Le développement des marchés financiers et des intermédiaires bancaires permet une meilleure mobilisation de l'épargne disponible et de soutenir par conséquent la croissance économique.

Section 1 : Typologie des systèmes financiers

Le système financier regroupe l'ensemble des institutions qui ont pour objet de mettre en relation les besoins de financement des uns avec les capacités de financement des autres. Il réunit les marchés de capitaux (marché monétaire et marché financier) ainsi que les institutions financières, bancaires et non bancaires, lesquelles assurent la collecte des ressources. Les financements s'effectuent soit sous forme de titres négociables, soit par des dépôts et crédits.

La présence des banques et autres intermédiaires financiers sur le marché joue un rôle fondamental dans le fonctionnement du marché, leur rôle ne consiste pas seulement à mettre en contact les offreurs et les demandeurs, mais à réaliser un équilibre entre eux et de remédier aux imperfections de marché, la réduction des coûts de transaction, l'asymétrie d'information, la fourniture de liquidité et la gestion des risques.

1. L'apport de J. GURLEY & E. SHAW

C'est à partir de la typologie du système financier établie en 1960 par les deux auteurs américains J.G. Gurley et E.S. Shaw que l'on distingue actuellement entre la finance directe et la finance indirecte. La part de la première par rapport à la seconde, dans le financement des investissements, permet de distinguer les systèmes financiers fondés sur les marchés des systèmes fondés sur l'intermédiation.

Le point de départ de la théorie initiale de l'intermédiation financière est l'analyse de la situation patrimoniale des agents économiques non financiers. Celle-ci permet de distinguer deux catégories d'agents : d'un côté, ceux à déficit de financement (deficit units) qui sont structurellement emprunteurs, d'un autre côté, ceux à excédent de financement (surplus units) qui sont

structurellement prêteurs et cherchent à optimiser leur portefeuille. (J.G Gurley & M.S Shaw, 1973)

Les agents économiques disposent de deux méthodes pour obtenir des ressources, la première est d'émettre des actions et des obligations sur le marché financier (désintermédiation), la deuxième est d'emprunter auprès des intermédiaires soit bancaires ou non bancaires (intermédiation)⁵.

Les caractéristiques principales de l'intermédiation se manifestent par la présence d'un tiers dans un environnement où les désirs d'emprunt et de prêt sont incompatibles dans leurs formes. Les intermédiaires financiers s'interposent entre les agents économiques en ajustant l'offre de capitaux à la demande entre les agents à capacité de financement (prêteurs) et les agents à besoin de financement (emprunteurs) dans le cadre épargne-investissement. Les agents non financiers de l'économie que sont les ménages, les entreprises et l'administration, confient leurs disponibilités liquides ou épargnes à des institutions qui à leur tour consentent des crédits à d'autres agents non financiers afin de permettre de financer effectivement leurs activités.

Par conséquent, l'intermédiation financière contribue non seulement à mettre en contact, mais encore à faire coïncider ces offres et demandes de financement. Le prêteur cherche le placement le plus liquide possible, de rendement anticipé maximum pour un risque de non recouvrement donné et un risque minimum pour une rentabilité donnée. En face, l'emprunteur désire contracter une dette d'une durée variable (généralement longue), au coût le plus bas possible.

Dès lors, en tant qu'intermédiaire financier, la banque procède à deux opérations distinctes. D'un côté, elle achète des « titres primaires⁶ » de créances émis par des agents non financiers à besoin de financement (Crédits, obligations, actions, etc) et d'un autre côté, elle vend des « titres indirects » qui

⁵Pour J. G. Gurley et E.S. Shaw (1960), tout financement direct est un financement de marché. Or, cette assimilation peut poser problème puisque certains financements directs comme les crédits interentreprises représentent des financements directs, mais ne sont pas des financements de marché.

⁶ Les titres primaires sont les titres émis sur le marché primaire

représentent des dettes sur elle-même, à des agents non financiers à capacité de financement (dépôts à vue, comptes épargne, certificats de dépôts, etc.).

1.1 Le financement direct

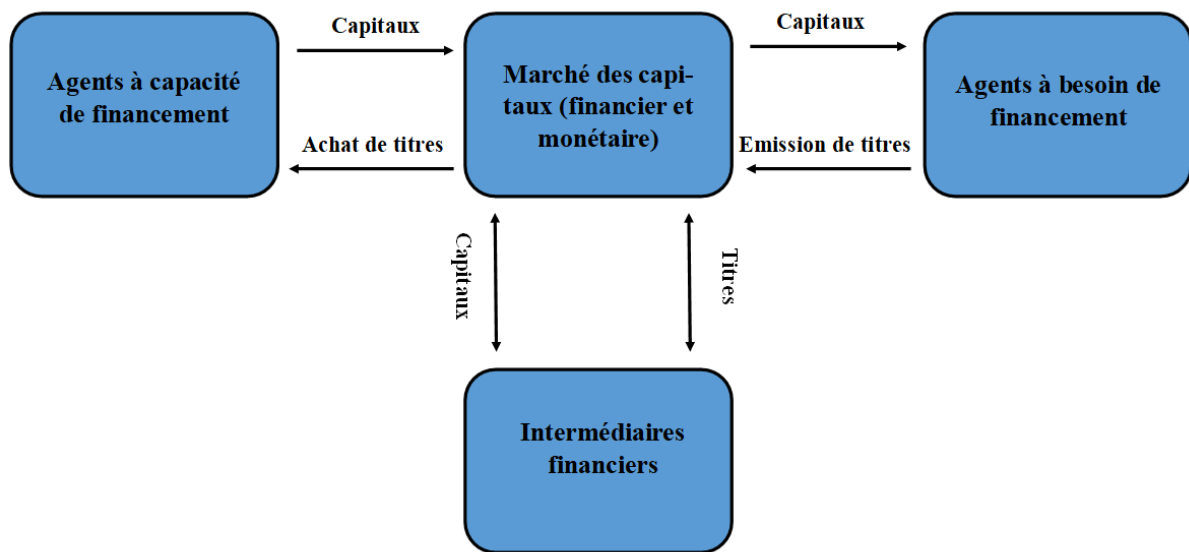
Le financement direct consiste à mettre directement en relation les agents à besoin de financement avec les agents à capacité de financement par le biais des marchés de capitaux. (Leblanc, et al., 2016, p. 230) Les premiers offrent, en contrepartie des capitaux qu'ils demandent, des titres primaires qui vont bénéficier aux agents à capacité de financement qui sont à la recherche de placements.

Les agents à capacité de financement ou en situation excédentaire sont des agents dont les revenus courants (salaires, revenu du patrimoine ou de l'entreprise) dépassent les dépenses immédiates (paiement des salariés, achat de biens de consommation et achat de biens d'équipement). A l'inverse, les agents à besoin de financement ou déficitaires représentent les agents dont les dépenses courantes excèdent les revenus courants. Il s'agit principalement des entreprises qui réalisent un volume d'investissement supérieur à l'épargne qu'elles ont pu dégager.

Dans un circuit de financement direct, le transfert de la capacité des agents excédentaires vers les agents déficitaires s'effectue dans le financement par le marché de façon directe. En effet, les agents à besoin de financement pour financer leurs besoins d'investissement s'endettent sous la forme de titres de la dette primaire auprès des agents non financiers excédentaires. Ces emprunts s'effectuent sous forme de valeurs mobilières (actions et obligations).

Dans ce schéma, les actifs financiers constituent les instruments de financement pour les ABF et des instruments de placement pour les ACF. Il faut savoir que les actifs financiers primaires peuvent être négociable comme les titres (actions ou obligations) et peuvent être également non négociable (crédit inter-entreprise ou action non cotée en bourse) tel qu'illustré dans la figure suivante :

Figure n°08 : Schéma du financement direct



Source : élaborée par nos soins.

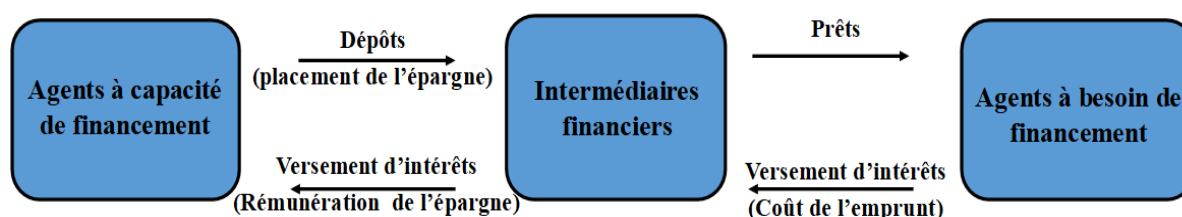
Cependant, l'intermédiation par le marché présente certaines limites. La première est liée aux coûts de transaction élevés sur le marché financier. En effet, le financement sur ce marché implique que chaque prêteur évalue la solvabilité de l'emprunteur ce qui peut être coûteux pour un prêteur individuel, enfin une autre limite, est celle liée aux coûts d'asymétrie d'information ; en effet les marchés financiers sont ordinairement caractérisés par les asymétries d'information entre emprunteurs et investisseurs. (S.C Myers & N.S Majluf, 1984)

1.2 Le financement indirect

Le financement indirect repose, au contraire, sur l'existence d'intermédiaires financiers entre le prêteur et l'emprunteur de capitaux. Le principal intermédiaire est la banque, dont le rôle est tout d'abord de collecter l'épargne des particuliers, puis de la transformer afin d'octroyer des crédits. L'inadéquation entre les caractéristiques (en termes d'échéance et de montant) de l'offre de capitaux et celles de la demande de capitaux nécessite ce travail de transformation des banques. (Leblanc, et al., 2016, p. 230)

Selon Gurley et Shaw, la demande des agents excédentaires est une demande de diversification de leur patrimoine. Cette diversification est à l'origine du développement des intermédiaires bancaires et permet également la création des titres.

Figure n°09 : Schéma du financement indirect



Source : élaborée par nos soins

Les banques peuvent donc être assimilées à des agents qui empruntent pour prêter. Elles collectent des ressources sous formes de dépôts et émettent des titres secondaires qui satisfont à la fois la demande de diversification des prêteurs et la demande de prêts des emprunteurs.

C'est l'inadéquation entre les besoins de financement des emprunteurs qui tendent à solliciter des financements plus ou moins élevés, à moyen et long terme et les capacités de financement des prêteurs qui optent souvent pour des placements liquides à CT, peu risqués et souvent de petite taille, qui explique le rôle des banques en tant qu'intermédiaires financiers. En effet, celles-ci apparaissent dès lors comme des « conciliateurs » de comportements financiers divergents.

Au niveau macroéconomique, cette notion d'intermédiation joue un rôle prépondérant car elle permet de financer des investissements plus ou moins larges, risqués, illiquides et à long terme, à partir d'engagements plus ou moins petits, non risqués, liquides et à court terme. Par ailleurs, elle contribue à l'efficacité du système financier en assurant, d'une part, l'ajustement entre l'offre et la demande de ressources financières, et d'autre part, l'allocation de ces ressources financières vers des emplois de bonne qualité.

En faisant écran entre prêteurs et emprunteurs, la banque se rémunère à travers le différentiel d'intérêt entre ses emplois et ses ressources, ce qui correspond à la « marge d'intermédiation ». En effet, comme le notent Gurley et Shaw, la rémunération de l'intermédiation découle de la différence entre le taux de rendement servi sur les titres primaires détenus par les intermédiaires et le taux d'intérêt ou de dividende qu'ils payent en contrepartie de leur dette indirecte. (J.G. Gurley & E.S. Shaw- P. 193, 1960)

L'intermédiation financière va apparaître comme la production d'un surplus de liquidités. Cette intermédiation financière peut prendre deux formes : soit la forme d'une intermédiation financière de marché, soit la forme d'une intermédiation de bilan. Cette dernière correspond au circuit de financement indirect.

L'intermédiation financière de marché se caractérise de la façon suivante : l'apport de l'intermédiaire financier consiste à, soit rapprocher acheteur et vendeur (dans ce cas, on dit que l'intermédiaire financier a une activité de courtage), soit il achète pour son propre compte pour revendre, dans ce cas il joue le rôle de contrepartie sur le marché.

Dans les deux cas de figures, l'apport des intermédiaires se situent au niveau de la négociation de l'actif, donc ils accroissent la liquidité du marché. Il s'agit bien d'un circuit de financement direct, car il n'y a pas de transformation financière, il n'y a pas d'apport de liquidité au niveau de l'actif.

Dans le cas de l'intermédiation financière de bilan, il y a transformation des risques et des échéances des actifs financiers. Cette intermédiation financière correspond au circuit indirect.

1.2.1 L'intermédiation financière de marché

La notion d'intermédiation de marché pourrait laisser à penser qu'elle n'implique pas le bilan de l'intermédiaire en charge de sa réalisation, alors que ce n'est pas le cas. En effet, celle-ci affecte bien le bilan de l'intermédiaire financier qui l'effectue. Cependant, c'est la manière dont elle l'affecte qui va la différencier de l'intermédiation dite de bilan.

L'intermédiation de marché est considérée comme passive en ce sens que le rôle de l'intermédiaire financier se limite à aider les agents à besoin de financement à trouver les agents à capacité de financement pour écouler les titres que les premiers désirent offrir à long ou court terme aux seconds. Sur les marchés, les services sur les actifs financiers sont assurés par des prestataires de services d'investissement qui sont soit des entreprises d'investissement, soit des établissements de crédit (Banques).

Les entreprises d'investissement regroupent les sociétés de bourse, les courtiers ou agents du marché intermédiaire. On y trouve également les sociétés de gestion de portefeuille. Les intermédiaires peuvent intervenir soit sur le marché primaire, soit sur le marché secondaire.

Sur le marché primaire, les intermédiaires de marché (qui sont souvent les établissements de crédit (banques d'affaires) se chargent du montage d'émission des actifs financiers ainsi que de la garantie de la bonne fin de l'opération d'émission. Ils assurent également un service de liquidité aux émetteurs en assurant le risque de ne pouvoir placer les titres si ce n'est à des conditions désavantageuses.

Sur le marché secondaire, ils interviennent au niveau de la négociation, soit pour leur propre compte, soit pour le compte d'un tiers, c'est souvent dans le cadre de la gestion de portefeuilles pour un client.

1.2.2 L'intermédiation financière de bilan

De manière un peu trompeuse, l'intermédiation de bilan renvoie à la seule activité bancaire de distribution de crédit sur ressource de dépôts (à l'intermédiation de crédit-dépôt). En réalité, il n'en est rien car celle-ci ne porte pas uniquement sur des actifs financiers non négociables (crédit-dépôt).

En effet, il s'agit également de l'intermédiation financière réalisée par les institutions financières en circuit indirect, du fait que l'accès au circuit de financement direct n'est pas possible pour tous les agents à besoin de financement car les coûts d'accès au marché ou au financement de marché sont trop élevés. La principale raison est l'existence de coûts de transaction

souvent fixes (coûts de recherche d'informations, coûts de courtage et coûts de rédaction de documents).

L'emprunteur est obligé d'émettre des actifs financiers d'un montant élevé, ce qui résulte au fait que les petits émetteurs qui n'ont pas la surface financière suffisante, ne peuvent pas lever des fonds sur le marché de capitaux. Ces derniers dépendent donc du circuit indirect.

Ce type de problème se retrouve également du côté des ACF (petits investisseurs). Eux non plus n'ont pas accès au placement de marché. Ils sont donc obligés de concentrer leurs placements sur un nombre limité d'actifs financiers. Ils se privent alors de la possibilité de réduire le risque de leur portefeuille via la diversification. Il s'avère donc plus intéressant pour eux de placer des actifs financiers bancaires (circuit indirect).

C'est à cause de ces problèmes que l'intervention d'un intermédiaire financier réalisant de l'intermédiation financière de bilan présente un intérêt particulier.

2. L'apport de J. Hicks

Le principal apport de cette approche est la distinction faite par J. Hicks entre une économie de marché financier et une économie d'endettement.

La libéralisation financière mise en œuvre à la fin des années 70 a permis dans les pays développés l'abandon progressif de « l'économie d'endettement » au profit d'une « économie de marché financiers » (Elsa Assidon, 1996, p. 153)

2.1 La notion d'économie de marché financier

Il existe une prédominance du financement par appel direct à l'épargne. Les institutions financières, en raison des frais liés au service d'intermédiation conduit les agents déficitaires à se tourner vers le marché financier (moins coûteux) pour leur financement. (J. Hicks, 1974)

Il est à noter que ce type d'économie comporte des caractéristiques multiples. Premièrement, les mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande sont quasi-automatique et ce, en raison de la flexibilité des prix qui

fluctuent selon le marché. Le besoin de financement manifesté par les entreprises est satisfait pas des émissions de titres auxquels souscrivent principalement les ménages qui dégagent une capacité de financement.

Deuxièmement, les institutions bancaires jouent un rôle complémentaire dans le marché financier. En effet, les crédits qu'elles émettent sont destinés aux ménages par acquisition des biens durables ou immobiliers et dans une moindre mesure aux petites et moyennes entreprises qui n'ont pas accès au marché financier. Le refinancement des banques dans ce type d'économie n'est pas fondamental compte tenu du fait que les banques commerciales soient relativement indépendantes des autorités monétaires pour se procurer des liquidités.

Lorsque la finance directe est déterminante dans une économie nationale, elle est qualifiée d'économie de marché financier. Les banques se chargent essentiellement du placement des titres pour le compte de leurs clientèles. Elles font de la gestion de portefeuille et offrent en même temps des garanties. Elles exercent des activités de commissions et de services.

2.2 La notion d'économie d'endettement

Une économie d'endettement est un système de financement qui se caractérise par la place centrale occupée par les banques et le crédit bancaire. (Leblanc, et al., 2016, p. 231). Ce type de financement implique l'existence d'un agent qui fasse le lien entre les différentes catégories d'agents économiques, d'où le terme d'intermédiation financière.

L'intermédiation financière est principalement effectuée par les banques qui procèdent à la collecte de l'épargne auprès des ménages et prêtent ensuite ces ressources aux entreprises pour satisfaire leur besoin de financement.

Les caractéristiques ici sont également multiples. Tout d'abord, l'endettement par les entreprises auprès des banques secondaires et des banques secondaires auprès des banques centrales. Dans cette économie, les mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande ne sont pas automatiques du fait de la rigidité des taux d'intérêts. Dans ce cas, le

refinancement devient primordial car les banques commerciales sont dépendantes vis-à-vis des banques centrales.

Lorsque la finance indirecte prédomine, on est en présence d'une économie d'endettement. Les banques distribuent du crédit à des agents économiques et reçoivent des dépôts. Elles exercent alors des activités de marge. Cette dernière est obtenue par différence entre les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

Section 2 : Les théories des marchés financiers

Les marchés financiers ont fait l'objet de plusieurs traitements théoriques qui ont permis une meilleure compréhension de leur rôle dans l'économie et la croissance économique. Les angles d'approche sont certes différents, mais les contributions ont convergé jusqu'à constituer un véritable socle théorique.

1. Théorie des marchés contingents de K. Arrow et G. Debreu

L'étude des échanges dans une économie en présence d'incertitude a conduit Arrow (K. Arrow, 1953) et Debreu (G. Debreu, 1959) à proposer la théorie des marchés contingents qui va représenter un élément prépondérant du référentiel financier. Cette théorie est née d'une extension du modèle d'équilibre micro-économique traditionnel. Elle intègre l'incertitude, en postulant la possibilité de représenter les biens de façon contingente, autrement dit, en supposant que l'existence d'un bien dépend de la réalisation de certains événements. C'est ainsi qu'on associe à un bien autant de formes contingentes qu'il y a analytique de référence, dans la mesure où il permet une répartition optimale des ressources dans l'économie.

Ce modèle constitue un outil d'une grande utilité pour l'analyse de nombreux phénomènes financiers et la compréhension du rôle des titres et des marchés financiers. Ceux-ci permettent, dans une certaine mesure et sous certaines conditions, de pallier l'inexistence d'un système complet de marchés contingents. Ils conduisent ainsi à une meilleure allocation des risques et par conséquent, à une meilleure performance du système économique.

2. Théorie du portefeuille de H. Markowitz

La théorie du portefeuille explique comment des investisseurs rationnels utilisent la notion de diversification afin d'optimiser leurs portefeuilles et la détermination du prix d'un actif étant donné son risque par rapport au risque moyen du marché. Cette théorie fait appel aux concepts de frontière efficiente, coefficient bêta, droite de marché des capitaux et droite de marché des titres. (H. Markowitz, 1952)

Sur le marché des capitaux, la sélection d'un titre ou actif dans lequel investir n'a jamais été une question simple. La proposition faite par Markowitz repose sur le critère d'analyse moyenne – variance représentant la rentabilité espérée et le risque. Ainsi, l'auteur avait jeté les bases de ce qui est appelé aujourd'hui la Théorie Moderne du Portefeuille⁷.

Il part du principe que les rendements générés par un titre ou actif sont des variables aléatoires, dont la moyenne et la variance seront les critères de mesure respectifs de l'espérance et du risque perçus par un investisseur rationnel conformément à la loi de distribution statistique, loi normale. Par ailleurs, l'étude de la corrélation entre les titres, l'amène à développer la stratégie de diversification du portefeuille souvent plus expressive sous l'adage « Ne jamais mettre tous les œufs dans un même panier ».

C'est toute l'innovation conceptuelle introduite par Markowitz à savoir de « mettre en balance » le gain et le risque, et d'en permettre le calcul. Les actifs doivent être sélectionnés de manière globale en tenant compte des différentes corrélations entre leurs variations. L'objectif recherché étant de réduire le risque au maximum pour un niveau de rendement donné. C'est le principe de la frontière efficiente⁸.

Ainsi, la meilleure estimation du prix d'une action est sa moyenne des prix antérieurs, et son risque est mesuré par l'amplitude des variations autour

⁷ La théorie moderne du portefeuille, développée par Harry Markowitz dans les années 1950, définit le processus de sélection de titres pour créer le portefeuille le plus efficient possible

⁸ La frontière efficiente est composée de l'ensemble des combinaisons d'actifs (actions, obligations, etc) affichant la meilleure rentabilité pour un niveau de risque donné.

de cette moyenne. Chaque action peut désormais être caractérisée par deux nombres représentant le gain et le risque : la moyenne et la variance (on parle du « critère espérance-variance ») (Herlin, 2010, p. 38)

2.1 Les hypothèses du modèle

Le modèle de Markowitz repose sur les hypothèses suivantes :

- Les marchés sont efficients et les différents acteurs sont considérés rationnels. Il soutient donc la théorie forte de l'efficacité selon laquelle les cours reflètent l'ensemble des informations disponibles pour chaque actif ;
- L'autre hypothèse défendue par la théorie moderne du portefeuille de Markowitz est l'aversion au risque des investisseurs. Un investisseur acceptera de prendre plus de risque seulement si un supplément de rentabilité lui est proposé. Tous les investisseurs auront toutefois un ratio rendement/risque différent selon leur profil investisseur et leur aversion au risque.

2.2 Critiques du modèle de Markowitz

Quant aux critiques qui ont été émises sur ce modèle, elles constituent principalement les points suivants :

- Les corrélations entre les différents actifs ne sont pas constantes, ils évoluent dans le temps ;
- La courbe de distribution est Gaussienne et ne prend pas en compte les événements improbables tels que les crises financières ou les krachs boursiers ;
- Les investisseurs ne sont pas rationnels (finance comportementale).

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

En poursuivant les travaux menés initialement par Markowitz sur la diversification et la théorie moderne du portefeuille, les deux auteurs W. Sharpe en premier (W. Sharp, 1964) puis J. Lintner (J. Lintner, 1965) ont proposé un modèle qui permet de quantifier de façon précise le prix de risque et procure ainsi une solution simple aux problèmes d'ajustement pour le risque.

Le modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF (Capital Asset Pricing Model-CAPM) fournit une estimation de la valeur théorique d'un actif financier, « il permet d'expliquer les taux de rentabilité des différents actifs financiers en fonction de leur niveau de risque » (Barneto & Gregorio, DSCG2 Finance, 2009, p. 51). Cette approche prend en compte l'aversion naturelle des investisseurs pour le risque (plus précisément, ils cherchent à maximiser leur profit pour un risque donné, ou à profit donné veulent minimiser le risque pris).

Le MEDAF veut que le taux de rendement espéré (ou que devrait exiger un investisseur rationnel ayant une aversion au risque) d'un actif risqué doit être égal au taux de rendement de l'actif sans risque, plus une prime de risque.

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_i$$

$[E(R_M) - R_F]$ représente la prime de risque de marché,

$[E(R_M) - R_F] \beta_i$ représente la prime de risque global du titre i .

Dans ce cas, la relation entre le risque systématique et le rendement espéré demeure linéaire et seul le risque systématique doit être rémunéré par le marché puisque le risque spécifique peut être éliminé grâce à la diversification.

Le MEDAF repose sur un certain nombre d'hypothèses dont certaines semblent difficilement acceptables. Cependant, il ne faut pas oublier que la validité d'un modèle ne dépend pas du réalisme de ses hypothèses mais bien de la conformité de ses implications avec la réalité. Aussi, il est supposé ce qui suit :

- Les investisseurs composent leurs portefeuilles en se préoccupant exclusivement de l'espérance et de la variance de rendement de ces derniers ;
- Les investisseurs sont averses au risque ;
- Il n'y a pas de coût de transaction et les actifs sont parfaitement divisibles ;
- Ni les dividendes, ni les gains en capitaux ne sont taxés ;

- De nombreux acheteurs et vendeurs interviennent sur le marché et aucun d'entre eux ne peut avoir d'influence sur les prix ;
- Tous les investisseurs peuvent prêter ou emprunter le montant qu'ils souhaitent au taux sans risque ;
- Les anticipations des différents investisseurs sont homogènes ;
- La période d'investissement est la même pour tous les investisseurs.

Le MEDAF est un modèle d'équilibre général sur le marché des titres financiers. Il stipule que le rendement espéré d'un actif est une fonction de son risque systématique. En effet, il est possible de décomposer le risque total d'un actif en deux parties :

Risque total = *risque systématique (ou encore risque de marché) + risque non systématique (risque spécifique à l'actif)*

Le risque systématique est attribuable aux mouvements généraux du marché et de l'économie : inflation, changement de gouvernement. Comme ce risque influence tous les actifs transigés sur le marché, il est impossible de l'éliminer par la diversification. Le risque systématique peut être mesuré par le bêta qui nous informe donc sur le degré de dépendance entre la volatilité des rendements sur le marché et la volatilité de rendement de l'actif considéré. Le bêta peut être calculé comme suit :

$$\beta = \frac{Cov(R_p, R_m)}{Var(R_m)}$$

β : Bêta

Cov : covariance

Var : variance

R_p : rentabilité de l'actif (ou du portefeuille)

R_m : rentabilité du marché (ou de l'indice)

En effet, Sur un marché financier en situation d'équilibre (où les investisseurs choisissent les titres en fonction de leurs espérances et écarts types de rentabilité) la rentabilité espérée d'un titre financier est égale au « taux sans risque » auquel vient s'ajouter une prime de risque. La prime de

risque d'un actif donné est égale au produit de la prime de risque globale (ou moyenne) sur « le marché » par le coefficient (bêta) qui correspond au « risque spécifique non diversifiable » du titre.

Le MEDAF est le modèle le plus connu sur le risque et la rentabilité attendue. Il est plausible et largement utilisé, quoi qu'imparfait. Sur de longues périodes, les rentabilités sont liées aux bêtas, mais la relation n'est pas aussi forte que ce que le modèle prédit.

4. Théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers

L'auteur E. Fama est le pionnier du concept de l'efficience ou HEM (L'hypothèse d'efficience du marché). Cette hypothèse, développée dans les années 50 à 60 à l'occasion de l'application de mathématiques probabilistes à la finance, fut le support d'une importante avancée de la modélisation financière, ayant entraîné à son tour le développement rapide de nouveaux outils de finance de marché.

Depuis 1970, l'hypothèse de l'efficience de marché représente une hypothèse centrale de la finance. Conformément à la définition donnée (E. Fama, 1970), L'efficience signifie que l'information disponible est répercutée dans le prix actuel des actions (Barneto & Gregorio, 2009, p. 110). En vertu de cette hypothèse, les acteurs (investisseurs et managers dans une égale mesure) seraient plutôt rationnels et les prix des actifs financiers (actions, obligations) seraient « efficaces ». Ces derniers seraient donc égaux à leurs valeurs fondamentales, soit du fait de la rationalité des investisseurs, soit du fait des arbitrages qui feraient disparaître toute anomalie de prix.

Donc La définition classique d'un marché efficient consiste à dire qu'un marché efficient est celui où les prix des actifs financiers cotés reflètent complètement à tout moment toute l'information disponible et donc correspond à la véritable valeur du titre. Dans un marché suffisamment large où l'information se répand instantanément, comme c'est le cas en particulier du marché secondaire (marché boursier), les opérateurs réagissent correctement et quasi immédiatement aux informations s'ils ont la capacité cognitive de les interpréter avec justesse.

La notion d'efficience suppose un marché idéal, tel que le marché secondaire dans lequel le prix des actifs permet de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources car le prix de ces actifs reflète à un moment donné, en moyenne, de façon correcte toutes les informations disponibles, que ce soit sur des événements passés ou futurs.

Le type d'efficience qui traite les informations qui agissent sur les cours des actifs financiers sur le marché est l'efficience informationnelle. Lorsque le marché assure la circulation de l'information il est donc efficient.

L'auteur E. Fama propose trois hypothèses de l'efficience des marchés financiers :

- La diffusion rapide à faible coût de l'information : un marché n'est efficient que s'il assure la libre circulation de l'information qui constitue la base de la prise de décision rationnelle ;
- Les investisseurs réagissent immédiatement à l'information reçue : les agents économiques sont censés être rationnel par une réaction de prise de décision rationnelle ;
- Le prix d'un actif financier suit un cheminement aléatoire.

Par ailleurs, ces hypothèses impliquent la vérification des conditions suivantes :

- La rationalité des investisseurs : les marchés financiers ne peuvent être efficientes que si les agents économiques agissant sur ces marchés sont rationnels ;
- L'information est disponible gratuitement et tous les agents pourront en bénéficier quel que soit leur statut ou leur position : Le marché reflétera alors l'ensemble des opinions qui ont été exprimées par les intervenants. Cette hypothèse est fondée donc sur celle d'« asymétrie d'information » ;
- L'absence de coûts de transactions et d'impôt de bourse : les agents économiques peuvent hésiter à investir et à désinvestir (barrière à la sortie) si des coûts de transactions ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable ;

- L'atomicité des investisseurs et la liquidité : les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions sur les actifs si ces transactions elles-mêmes sont susceptibles, pour des raisons de liquidité, de faire varier le prix des actifs. S'il n'y a pas de concurrence il n'y a pas d'efficience. Autre le marché est censé assurer la liquidité qui constitue l'une de ses principales fonctions ;

Ce qui implique que pour les stratégies d'investissement que sur un marché efficient, les actifs ne sont jamais sous-évalués ou surévalués. Le prix d'un actif est toujours égal à sa valeur théorique. Ainsi, l'hypothèse d'efficience sert parfois d'argument pour défendre les stratégies passives d'investissement puisqu'il est alors impossible de réaliser des profits anormaux (en tenant compte du risque couru).

La stratégie conseillée dans le cadre de l'hypothèse d'efficience consiste à investir une part de son portefeuille dans l'actif sans risque et l'autre part dans l'actif de marché suivant son profil de risque. Toute autre stratégie devient destructive de valeur comparée à la stratégie dite Acheter et conserver qui évite de rechercher des plus-values à tout prix en préférant percevoir des dividendes.

5. Théorie des options : le modèle de F. Black et M. Scholes

En publiant un article devenu célèbre, les deux auteurs F. Black et M. Scholes ont proposé une formule, qui porte aujourd'hui leurs noms, pour la détermination du prix d'une option CALL (option d'achat) européenne. (Black F. & Scholes M., 1973) Cette formule est très utilisée en pratique à tel point que la volatilité implicite qu'elle définit est devenue une véritable unité de mesure. Elle se présente comme suit : $Call = S.N(d1) - E.e^{-rT}.N(d2)$

- | | |
|--------------------------------------|---|
| - S, le cours de l'actif sous-jacent | - σ , la volatilité de l'actif sous-jacent ; |
| - E, le prix d'exercice ; | - T, la durée de l'option ; |
| - r, le niveau des taux d'intérêt ; | - e, la valeur exponentielle de 2,71828 |

Le modèle mathématique qui décrit le marché financier est à la fois simple et efficace. Il permet de calculer les cours possibles de l'actif sous-jacent à l'échéance ainsi que leur probabilité respective d'occurrence, en

partant de l'hypothèse fondamentale qu'il s'agit d'une variable aléatoire dont la loi de distribution est une loi normale.

Fischer Black et Myron Scholes partirent d'une autre idée. Ce qui importe c'est la volatilité.

- Si une action est très risquée (très volatile), une option dont le prix d'exercice est « différent mais pas trop » du cours actuel vaudra quelque chose puisque la probabilité qu'elle dépasse ce prix est forte ; on dit que les options sont « dans le cours » ;
- Si une action est très stable (peu volatile) une option dont le prix d'exercice est très différent du cours actuel ne vaudra pas grand-chose puisque la probabilité qu'elle dépasse ce prix est très faible ; on dit que les options sont « hors du cours ».

Dans la première situation, l'option vaut « quelque chose » (mesuré avec la formule de Black et Scholes) car le prix de l'option pourra être atteint à plusieurs reprises en raison de la volatilité élevée de l'action. En revanche, dans la seconde situation, la faible volatilité de l'action lui laisse peu de chance d'atteindre, ne serait-ce qu'une fois, son prix d'exercice avant la date d'échéance fixée ; l'option ne coûtera donc pas grand-chose (sa prime sera faible). Cela se comprend intuitivement : on n'a pas besoin de se couvrir contre un actif financier qui demeure très stable. Au contraire, un actif volatile génère une incertitude et s'en protéger coûtera un prix significatif (la prime de l'option dont on fera l'acquisition). (Herlin, 2010, p. 46)

Section 3 : Organisation et fonctionnement des marchés financiers

Les marchés financiers occupent une place prépondérante dans le financement des économies modernes, particulièrement par le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers. Ce qui a permis une résolution du conflit entre l'offre et la demande de capital dans l'économie au moyen d'instruments financiers, en particulier de titres, la demande d'échange et de transfert de titres par une mise en relation directe

entre les agents qui ont un besoin de financement et ceux qui ont une capacité de financement. En connaître les principes généraux de fonctionnement et en identifier les divers intervenants se révèle donc indispensable.

Le marché financier est le marché à long et moyen termes du marché des capitaux où s'échange les actifs financiers et leurs produits dérivés. La négociation de ces valeurs mobilières sur ce marché se fait sur deux types de marchés à savoir le marché des actions et le marché des obligations.

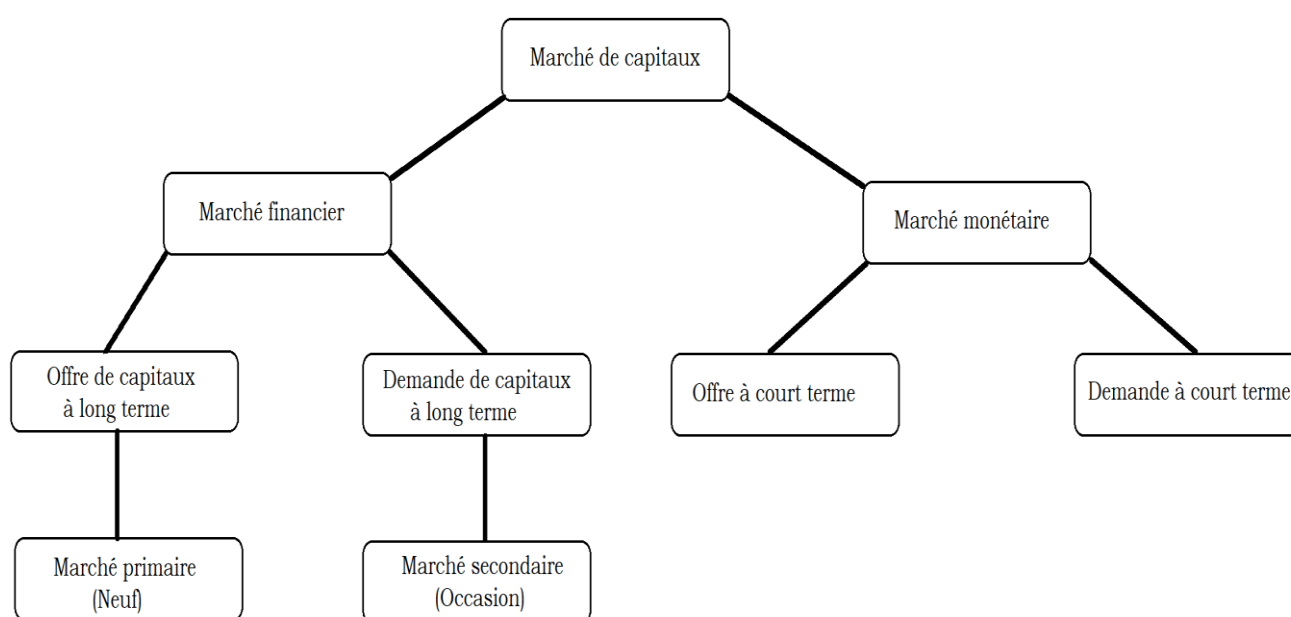
1. Les différents marchés

La distinction entre les marchés de capitaux se fonde généralement sur la durée sur la base de laquelle les capitaux sont empruntés. On distingue le marché monétaire avec un horizon de court terme qui n'excède pas un an. Au-delà, c'est le moyen et long terme, dont les marchés financiers sont essentiellement actifs.

Il n'y a pas de localisation géographique précise pour l'ensemble de ces marchés. Les marchés dérivés sont actuellement intégrés compte tenu de leur forte croissance.

La figure suivante illustre l'organisation des différents marchés :

Figure n°10 : les différents marchés



Source : Construction personnelle

1.1 Le marché monétaire

Il s'agit du marché des capitaux à court terme (moins d'un an). On y échange des créances courtes négociables, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt ou encore des bons du Trésor négociables. La variable principale d'ajustement de ce marché est le taux d'intérêt. (Leblanc, et al., 2016, p. 232).

Ce marché occupe une place particulière dans la structure des marchés de capitaux. Tout d'abord, de par sa dimension temporelle qui est de court terme, il obéit à des règles précises et contribue à une action permanente sur la « monnaie Banque centrale » dans un pays. Ensuite, il détermine de façon décisive l'évolution du crédit et de la masse monétaire. Enfin, il agit sur les comportements des banques commerciales notamment en modulant les liquidités de celles-ci.

Aussi, le marché monétaire est considéré comme étant la pierre angulaire dans l'édifice du système monétaire et financier dans une économie nationale. A cet égard, il bénéficie de la part des autorités monétaires d'une plus grande attention et représente un domaine où s'exprime la politique monétaire.

Autre rôle lié au marché monétaire, il permet l'échange des liquidités de court terme (essentiellement à moins d'un an), en complément du marché obligataire qui est le marché des financements de long terme (projets d'investissement). Le marché monétaire est, notamment, le moyen privilégié du refinancement quotidien des banques. C'est aussi le moyen privilégié du financement à court terme de l'État, des établissements publics et des entreprises non financières.

Son intérêt est d'autant plus grand qu'il est à l'origine de la variation de certains paramètres économiques tels que la masse monétaire, le taux d'intérêt, la structure du crédit, etc. Ceux-ci agissent à leur tour sur le niveau de l'activité économique et sur les anticipations des agents économiques.

1.2 Les marchés financiers

Le marché financier est le marché des capitaux à moyen/long terme où s'échangent principalement des actions et des obligations. (Leblanc, et al., 2016, p. 232). Il représente l'ensemble des offres et des demandes de capitaux à long terme. Le marché financier comprend deux (2) compartiments : le marché primaire et le marché secondaire.

Le marché primaire permet aux agents ayant des besoins de financement (BF) d'emprunter à des agents qui ont des capacités de financement (CF). Les premiers émettent des titres (actions ou obligations) afin d'obtenir des capitaux nécessaires à leurs investissements. Alors, le marché primaire est dit marché du « neuf »⁹.

Le marché secondaire permet aux agents qui ont acheté des titres sur le marché primaire de les revendre. Ce marché est dit « d'occasion » et il est communément appelé Bourse.

Ils offrent de nombreuses possibilités de financement et de placement aux entreprises avec essentiellement le marché des actions et celui des obligations ainsi que les titres hybrides.

1.2.1 Les actions

Une action est un titre de propriété d'une partie du capital d'une société. L'actionnaire qui possède ce titre touchera tous les ans un revenu (le dividende) en fonction des bénéfices réalisés par cette société. (Leblanc, et al., 2016, p. 234). L'action donne généralement un droit de vote à son propriétaire et elles peuvent être cotées en bourse, mais pas obligatoirement.

Une action est une valeur mobilière. Elle représente une part de capital d'une société. Seules les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions ont la faculté d'émettre des actions.

⁹ Marché du neuf eu égard au fait que les titres sont émis pour la première fois sur le marché primaire

Par ailleurs, l'action est un titre financier dont le remboursement n'est pas prévu et dont les flux de revenus sont incertains. La « sortie » d'une action ne peut se faire que par cession sur le marché secondaire (à condition que l'entreprise soit cotée). En contrepartie du risque qu'il court, l'actionnaire participe au contrôle de l'entreprise par le droit de vote attaché à l'action¹⁰. (Taverdet-Popiolek, 2006, p. 297)

L'action constitue l'instrument financier le plus connu chez le grand public. Tantôt titre de propriété d'une société pour les associés-actionnaires tantôt objet de revenus, de spéculations et de convoitise pour les investisseurs ou tout cela à la fois. L'action intéresse de ce fait un large public, tant elle est universelle. Bien qu'elle symbolise dans l'opinion générale la première référence à la finance de marché, elle concerne aussi bien les sociétés cotées en bourse que celles qui ne le sont pas.

L'action génère deux types de revenus :

- Le dividende est l'expression de la partie du bénéfice qui est distribué aux actionnaires. Pour qu'un dividende soit versé il faut obligatoirement que des bénéfices aient été réalisés et qu'une décision visant à distribuer ces bénéfices ait été prise. Son versement n'a donc rien d'obligatoire, il n'est donc pas automatique pour chaque exercice ;
- Les plus-values : elles sont réalisées lors de la revente des actions et elles s'obtiennent par différence entre le prix d'achat et le prix de vente. Les activités de spéculation sont souvent à l'origine des plus-values.

1.2.2 Les obligations

Les obligations sont des valeurs mobilières qui rapportent à l'obligataire un intérêt appelé coupon et sont remboursées selon des modalités fixées par le contrat d'émission. Le coupon est fixe mais compte

¹⁰ Notons cependant que l'entreprise peut décider d'émettre des actions en séparant le droit de vote de l'action. Ainsi, certaines actions sont dépourvues du droit de vote.

tenu de la volatilité des taux d'intérêts certaines émissions se font à taux variable ou révisable.(Hutin, 2010, p. 875)

L'obligation offre à son détenteur les droits suivants :

- Un droit à l'information : à travers les documents transmis aux obligataires et les informations publiées périodiquement (semestriellement et annuellement) par la société émettrice.
- Un droit de rémunération sous forme de taux d'intérêt nominal (coupon d'intérêt).
- Un droit de se faire rembourser à l'échéance de l'emprunt obligataire.
- Les obligataires peuvent se constituer en masse d'obligataires à l'effet de mieux défendre leurs intérêts.

1.2.3 Les titres hybrides

Les titres hybrides sont des titres de propriété et/ou des titres de créance ne pouvant pas être classés en tant que fonds propres ou en tant que dettes, car ils n'en ont pas les caractéristiques exclusives. (Bazet & Faucher, 2017, p. 311). Les ressources qui émanent de ces titres hybrides sont souvent qualifiées de quasi-fonds propres. Une obligation convertible est un titre hybride, puisque le titre de dette que représente l'obligation convertible, peut être transformé en titre de capital.

Par conséquent, La possibilité d'entrer au capital de l'émetteur est laissée au choix de l'investisseur s'il s'agit d'une option de conversion (par exemple à travers une obligation à bons de souscription d'action). L'entrée au capital est laissée également au choix de l'émetteur s'il s'agit d'une option de paiement par rachat en action (par exemple à travers une obligation convertible en actions).

Parmi les titres hybrides, les plus fréquemment proposés aux investisseurs on recense les bons de souscription, les obligations convertibles en actions et les obligations remboursables en actions.

✓ **Bons de souscription**

Comme leur nom l'indique, ces titres permettant de souscrire, pendant une période donnée, un autre titre financier. Ces bons peuvent être couplés à l'émission d'une action (ABSA, action à bons de souscription d'action) ou d'une obligation (OBSA) qui représentent des obligations auxquelles sont attachés un ou plusieurs bons donnant le droit, mais non l'obligation, de souscrire ultérieurement des actions à un prix déterminé appelé « prix d'exercice ». (Collomb, Finance de marché, 1999, p. 59)

Ce titre permet donc de devenir actionnaire tout en restant obligataire. Les souscriptions éventuelles d'actions se font à un prix prévu dans le contrat initial d'émission et donc indépendant des fluctuations des cours de Bourse. À l'introduction en Bourse, les deux titres (obligation proprement dite et bon) sont cotés séparément. (Collomb, Finance de marché, 1999, p. 59)

Dans le cas d'une ABSA, il s'agit d'une option d'achat (call) vendue par une entreprise sur les actions qu'elle émettra lors d'une future augmentation de capital.

✓ **Obligation convertible en actions**

Ce sont des obligations auxquelles est attaché un droit de conversion qui permet à son titulaire d'échanger les obligations en actions de l'entreprise (Bazet & Faucher, 2017, p. 311):

- Soit à une période fixée à l'avance ;
- Soit à tout moment au gré de l'obligataire, du moment que l'obligation n'a pas fait l'objet d'un remboursement.

L'autorisation d'émettre des obligations convertibles en action est donnée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société émettrice. Les actionnaires perdent leur droit préférentiel de souscription¹¹ des actions à émettre par conversion des obligations, au profit des obligataires.

¹¹ Le droit préférentiel de souscription est un droit rattaché à la qualité d'associé d'une société, qui permet, lors d'une augmentation de capital en numéraire, que cet actionnaire soit prioritaire pour souscrire de nouvelles actions.

En pratique les anciens actionnaires ont toutefois un droit de priorité de souscription sur les OCA.

Le prix des obligations convertibles en actions ne peut être inférieur à la valeur nominale des actions que les obligataires recevront en cas d'option pour la conversion. En revanche il n'existe pas de montant maximal, et il est possible de conférer un privilège aux actions offertes en conversion.

✓ Obligations remboursables en actions

Les obligations remboursables en actions (ORA) sont des obligations ordinaires remboursées exclusivement en titres de la société émettrice selon une parité définie au moment de la sous-cription. Ils se situent à mi-chemin entre les obligations ordinaires et les convertibles. (Bazet & Faucher, 2017, p. 312)

1.2.4 Différence entre obligations et actions

Actions et obligations sont toutes les deux des valeurs mobilières, Les obligations représentent des titres de dette, par lesquels l'émetteur s'engage fermement sur des montants connus et déterminables par un mode de calcul public et connu. Par ailleurs, ce sont donc des contrats, par lesquels l'émetteur s'engage à verser au détenteur, une série de flux prédéterminés, dont notamment une valeur de remboursement.

Concernant les actions, aucun flux n'est connu ou même connaissable à l'avance. Elles représentent des parts de capital. Aucune valeur de remboursement n'est prévue contractuellement. Les actions sont avant tout un titre cessible de propriété sur une entreprise, c'est-à-dire sur une entité dont la responsabilité est limitée à son capital, ce qui fait que le risque qu'elles présentent pour leur détenteur ne peut heureusement dépasser leur prix d'acquisition. Inversement, leur espérance de gain est potentiellement infinie, si l'entreprise se révèle bénéficiaire. (Chardoillet, Salvat, & Tournyol du Clos, 2010, p. 175)

2. Les acteurs des marchés financiers

Sur un marché financier qui fonctionne de façon efficiente, il faut que des investisseurs acceptent de placer leur argent en Bourse, des émetteurs qui

viennent chercher de l'argent, des intermédiaires qui facilitent leur rencontre et un régulateur.

2.1 Les Investisseurs

Les particuliers ont un rôle clé par le biais de la gestion de leur épargne en tant qu'investisseurs qui placent leur argent. Ils peuvent être soit des personnes privées, soit des clubs d'investissement qui regroupent les actionnaires individuels et qui recherchent la meilleure performance pour leur argent en plaçant leurs économies en Bourse dans les sociétés cotées.

Les entreprises peuvent également investir directement en bourse pour placer leur trésorerie ou se prémunir (se couvrir), face à un risque en devises ou de taux d'intérêt.

Enfin, la dernière catégorie à mentionner au sein des investisseurs sont les "institutionnels" qui pèsent de plus en plus lourd dans la balance, à savoir les fonds de pension, souvent anglo-saxons, qui placent l'argent de leurs clients, les banques ou les sociétés d'assurance qui viennent investir leurs liquidités, mais aussi les gérants de placements collectifs (FCP ou SICAV) et les Hedge funds.

2.2 Les Emetteurs

Du côté des émetteurs, on retrouve donc les entreprises qui viennent financer leurs projets en bourse en levant des capitaux propres (actions) ou en empruntant (obligations).

L'Etat à travers son endettement est aussi un très gros émetteur puisqu'il doit se refinancer périodiquement sur les marchés via des émissions de titres (bons du trésor). Les titres d'Etat se retrouvent ainsi placés dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels ou étrangers.

Enfin, les institutions financières, comme les banques d'investissements, émettent sur les marchés des produits financiers qui sont des outils de couverture de risque, d'épargne ou de spéculation comme les Warrants, les Certificats de dépôt, les billets de trésorerie, etc.

2.3 Les Intermédiaires

Parmi les intermédiaires on retrouve tout d'abord les sociétés de gestion des Bourses en tant que marchés et place financières, et qui sont réglementées et soumises aux autorités de surveillance. En second lieu, les membres des marchés (banques, courtiers, etc.) qui sont des prestataires de services d'investissement (PSI). Ce sont eux qui sont autorisés à transmettre et à traiter les ordres de bourse sur les marchés. Ils sont agréés par les autorités de régulation et agissent pour leurs clients ou leur propre compte. Ils sont habilités à ouvrir des comptes au nom de leurs clients, à recevoir et conserver des titres et des espèces.

Enfin, les compensateurs sont des établissements qui se chargent des opérations de règlement / livraison de titres sur les marchés : systèmes ou chambres de compensation, etc. Une fois que les ordres sont exécutés, les compensateurs assurent le transfert des titres à livrer aux acheteurs et le règlement des sommes dues aux vendeurs. Les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés dans des délais réglementaires propres à chaque marché.

2.4 Les Régulateurs

Les régulateurs constituent principalement les autorités de marchés (ou instances de régulation) qui sont des institutions qui assurent la surveillance des marchés et de leurs acteurs. Ce sont des autorités publiques indépendantes qui ont pour mission de veiller à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers. Chaque pays a sa propre autorité de marchés : Aux Etats Unis il s'agit de Securities Exchange Commission (SEC), en France, c'est l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et en Algérie, la régulation est opérée à travers avec la COSOB. Ses trois missions premières sont la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Le régulateur intervient par :

- ✓ La réglementation : en réglementant les opérations financières et l'information diffusée par les sociétés cotées.

- ✓ L'autorisation : autorise la création des produits d'épargne collectifs (OPCVM) et leur présentation aux investisseurs.
- ✓ La surveillance : définit les principes d'organisation et de fonctionnement sur les marchés et leurs infrastructures. S'assure que les entreprises de marchés, les systèmes de règlement-livraisons, les dépositaires centraux respectent les règles.
- ✓ La sanction : à travers le pouvoir de sanctionner les prestataires de services d'investissement. Elle fixe les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter ces prestataires.

2.5 Les agences de notation

La notation (ou rating) consiste à attribuer une note à un programme d'admission de titres de créances ou à une structure dans une perspective d'identification des risques. C'est une manière très simple d'obtenir de façon rapide des informations sur l'émetteur, sa santé financière et sa capacité de remboursement, et donc d'évaluer le risque et la rentabilité d'un titre. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 252).

La notation est une évaluation effectuée par des agences spécialisées dont les principales sont : Moody's, Standard and Poor's (S&P) et Fitch rating. Ces agences ont pour fonction d'évaluer, à la demande d'émetteurs, la probabilité de remboursement des titres de créance qu'ils ont émis, et de résumer cette probabilité par une note, ou en plusieurs notes.

La notation obtenue par l'émetteur ou les titres est déterminante pour les opérations de financement. L'émetteur trouvera plus facilement des fonds pour des taux d'intérêt faibles si sa note est élevée. A l'inverse, une mauvaise note signifiera un taux d'intérêt plus élevé et des difficultés pour mettre sur pied un financement. La différence de niveaux entre les taux d'intérêt constituera la prime de risque.

Il est à signaler que la note obtenue n'est pas figée et évolue tout au long de la vie des obligations, une révision de la note à la baisse peut faire baisser

le cours du titre visé. De même, un changement d'évaluation à la hausse peut faire monter le cours.

3. Les règles de fonctionnement

Le fonctionnement du marché financier est généralement associé au marché primaire ainsi qu'au marché secondaire. Le premier est celui où ont lieu les premières émissions de titres (actions et obligations), le second assure la revente de ces titres, c'est-à-dire garantit la liquidité et la mobilité de l'épargne investie en valeurs mobilières.

3.1 Le financement sur les marchés financiers

Le financement direct sur des marchés s'effectue, par l'émission de titres offerts et souscrits directement sur le marché primaire par des agents à capacité de financement en contrepartie d'apports monétaires. Cette procédure présente plusieurs avantages.

Le financement s'effectue sur une plus grande échelle et à un coût moindre, car davantage d'agents à capacité de financement peuvent être mis à contribution dans un environnement de plus grande transparence : des conditions concurrentielles se substituent aux conditions oligopolistiques dans lesquelles les taux d'intérêt et les cours des actions sont fixés par des intermédiaires.

Les titres primaires, désormais standardisés, sont « négociables » sur un marché secondaire. A partir du moment où ils sont négociables, ces titres sont appelés instruments financiers. La faculté de négociation permet à l'émetteur de conserver jusqu'à l'échéance les fonds qui lui ont été remis par les souscripteurs lors de la création des titres quand bien même les détenteurs de ceux-ci changent. En fait, les transactions sur le marché secondaire sont, sur le plan monétaire, neutres pour l'émetteur tout en pérennisant son financement initial.

Le nombre de titres susceptibles d'être émis est suffisamment large pour conduire à la diversification que recherchent les investisseurs et épargnants.

La « transformation » est encore facilitée puisque les agents à besoin de financement peuvent émettre des titres de propriété à très long terme, tandis que les agents à capacité de financement sont susceptibles de ne les détenir que pour un laps de temps limité.

La liquidité des titres, c'est-à-dire la faculté de les transformer sans difficulté en monnaie, sans que l'opération soit à l'origine d'une forte fluctuation de leur cours.

Ces avantages expliquent pourquoi il est souvent affirmé que les marchés accroissent « l'efficacité » de l'économie. En effet, ils fournissent les meilleures conditions d'accès aux instruments de placement et de financement, conduisent à la formation d'un prix objectif unique, issu de l'équilibre de l'offre et de la demande, pour une même catégorie de titres. Ce prix s'imposant à tous les participants. Ils allouent de façon optimale les fonds provenant de l'épargne entre les agents qui veulent investir, contribuant ainsi à la croissance économique à long terme. Ils réallouent également de manière optimale, les risques entre tous les détenteurs de fonds.

Il est à préciser que l'accès aux marchés, tant primaires que secondaires, n'est pas libre. Les agents qui veulent y recourir, aussi bien pour émettre qu'acquérir ou céder des titres, doivent passer par des institutions financières habilitées. Cette intermédiation se distingue de l'intermédiation décrite précédemment de trois façons : elle a pour objectifs de faciliter et de sécuriser les échanges. Elle fait intervenir les organismes financiers pour le compte de tiers et non pour leur propre compte. Elle est rémunérée par des commissions et non par des intérêts.

Toutefois, le recours aux marchés financiers peut être source d'inconvénients, en raison des risques générés dus à la conjonction de plusieurs éléments :

- La sophistication croissante des titres proposés ;
- L'augmentation du nombre des émetteurs ;
- Le développement des asymétries d'informations dans la mesure où il est impossible que tous les épargnants disposent des mêmes renseignements sur la situation des émetteurs ;
- L'accroissement de la « volatilité », c'est-à-dire les fluctuations des rémunérations et des cours des titres ;
- La professionnalisation des intervenants, car les épargnants ne peuvent gérer directement leurs titres et doivent recourir à des organismes spécialisés, souvent de grande taille, dont les opérations portent sur des montants tels qu'elles influencent, souvent, à elles seules, la formation des prix des titres. De plus, ces institutions qui ont tendance à se regrouper et, donc à former des ententes oligopolistiques ont un comportement mimétique, dangereux en cas de crise économique.

3.2 Le développement des marchés financiers

Depuis le début des années 1980, beaucoup de pays connaissent un essor considérable de la « marchandisation¹² » financière au détriment de l'intermédiation. Cette évolution a pris naissance dans les pays anglo-saxons, de tradition concurrentielle, avant de toucher d'autres pays européens, et d'atteindre progressivement plusieurs nations en développement. Cinq raisons principales expliquent cet élargissement dans l'espace économique mondial.

L'exigence d'une croissance continue de la quantité de monnaie qui engendre de nouvelles capacités et de nouveaux besoins de financement, à la source d'une segmentation de plus en plus poussée des marchés, au triple niveau géographique, de la nature des titres financiers qui font l'objet de transactions et des procédures utilisées pour assurer ces transactions.

¹² La marchandisation est un qualificatif s'appliquant à une économie qui recourt de manière plus soutenue aux marchés de capitaux au détriment du financement par la sollicitation du système bancaire traditionnel.

La déréglementation qui a suivi les avancées technologiques dans les domaines du traitement de l'information et des communications. Aujourd'hui, les titres sont dématérialisés : ils n'existent plus concrètement sur des supports physiques puisqu'ils ne sont représentés uniquement que par une inscription sous un numéro dans les comptes d'organismes financiers. Il s'ensuit une plus grande facilité au niveau de leur accessibilité, de leur négociabilité et de leur enregistrement.

L'endettement croissant des Etats, consécutif à des déficits budgétaires de plus en plus importants, explicables par la mise en œuvre de politiques économiques interventionnistes qui nécessitent la recherche des coûts de financement les moins onéreux possible.

La globalisation que l'on trouve tout autant au plan national qu'au plan international. En effet, de nombreux pays s'efforcent de faire entrer dans les faits la suppression de la distinction technique traditionnelle entre marchés à court terme et marchés à long terme afin de parvenir à un marché financier unifié, offrant des échéances de financement qui s'échelonnent du jour le jour (24 heures) à 99 ans.

Le décloisonnement des marchés rend indispensable la suppression de toutes les barrières légales, laissant les taux d'intérêt se former uniquement en fonction de la durée et du risque afférents aux titres proposés. En outre, les marchés nationaux se sont largement ouverts aux non-résidents depuis que le contrôle des changes n'existe plus que dans de rares pays.

Le risque majeur de l'internationalisation croissante des marchés est celui de la contagion en cas de crise sur l'un d'entre eux.

3.3 Le rôle des marchés financiers

Au niveau le plus agrégé, le marché financier assure plusieurs fonctions essentielles. Il permet le financement de l'économie et l'allocation des ressources, la mutualisation des ressources, l'allocation et la gestion des risques ainsi que la liquidité des investissements.

3.3.1 Financement de l'économie et allocation des ressources

Le financement de l'économie ainsi que l'allocation optimale des ressources est fondé sur des relations étroites entre les différents marchés (dont les marchés primaire et secondaire). Le marché financier met en relation les agents à besoin de financement (les entreprises, les collectivités locales, l'Etat) et les agents à excédent de financement (principalement les ménages). Le financement par le marché primaire est alors direct lorsque les émissions de titres sont réalisées par les agents économiques à déficit de financement (investisseur) et souscrites par les agents qui épargnent. Grâce au marché financier, l'investisseur n'a pas besoin de rechercher l'épargnant et inversement. En outre, il existe bien une dissociation des décisions d'investissement et d'épargne. Le marché financier permet également aux intermédiaires financiers de lever des capitaux, de se procurer des ressources, principalement sous forme d'émissions d'obligations qu'elles prêtent à leur tour aux entreprises.

A titre de rappel, il y a intermédiation (c'est à dire financement indirect) quand la créance détenue par les agents à excédent de financement est différente de la dette des agents à déficit de financement.

3.3.2 Le transfert des ressources économiques

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 des entreprises privées. En contrepartie des capitaux qu'elles recueillent sur ce marché, elles émettent des valeurs mobilières qui matérialisent les droits acquis par ceux qui ont apporté ces capitaux.

Le marché financier met en présence demandeurs et offreurs de capitaux à long terme. Les flux partant du marché financier sont doubles. Ils concernent les émissions d'actions et d'obligations effectuées par les entreprises tant du secteur public que du secteur privé et le financement des administrations par l'émission d'obligations sur le marché financier : emprunts d'Etat, emprunts des collectivités locales.

Les flux en provenance de l'extérieur ou allant à l'extérieur n'y sont qu'implicitement représentés. Ils ont pris une importance croissante, avec l'émergence de nouveaux marchés financiers, notamment dans les pays BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) et l'apparition de nouveaux investisseurs institutionnels, tels que les fonds souverains et les Hedge funds.

3.3.3 La mutualisation des ressources

C'est ce qu'on appelle « l'économie du pooling », qui peut être considérée tant du point de vue des entreprises que de celui des investisseurs.

La possibilité de mettre des capitaux en commun est nécessaire à l'efficacité des processus de production et les entreprises ont besoin d'instruments de mutualisation élaborés pour pouvoir accéder à faible coût à des fonds suffisamment importants.

Aussi, il existe une demande de mutualisation de la part des entreprises, comme il y a aussi une demande de mutualisation de la part des investisseurs, pour des raisons de diversification et de liquidité. La fonction de mutualisation qu'offrent les marchés financiers joue donc un rôle social incontestable.

3.3.4 L'allocation et la gestion des risques

Les analyses traditionnelles du système financier insistent sur son rôle dans l'allocation efficace du capital au sein de l'économie. Mais il existe aussi une autre fonction tout aussi importante du système financier, l'allocation efficace du risque au sein de l'économie.

3.3.5 La liquidité des investissements

La liquidité d'un titre est caractérisée par un ensemble de propriétés telles que l'achat ou la vente puissent être réalisés sans délai et que la transaction ne provoque pas de décalage de prix. La liquidité signifie la possibilité de revenir sur une décision d'investissement, prise antérieurement, à un coût de transaction aussi faible que possible.

3.3.6 Gestion de l'information

En constituant un lieu privilégié où des agents peuvent estimer « l'état de confiance » ainsi que la rentabilité estimée des capitaux, le marché financier constitue un. Autrement dit, ils estiment la rentabilité de projets futurs en tenant compte de la psychologie du marché. Cet état de confiance est évalué en Bourse. Autrement dit, le marché secondaire remplit la fonction fondamentale d'évaluer quotidiennement les titres, compte tenu de toute l'information disponible. On dit que le marché assure la découverte du prix.

Dans le cas du marché des obligations, le marché financier joue un rôle essentiel en fournissant quotidiennement (par le système des cotations) une information sur le prix des obligations (marché secondaire). Ceci permet le calcul des taux de rendement et de pouvoir disposer d'une référence pour les nouvelles émissions. En effet, les taux à l'émission sont fixés par référence aux taux de rendement constatés sur le marché secondaire.

3.4 Les dysfonctionnements des marchés financiers

Si les marchés fonctionnaient de manière convenable, le prix d'un actif devrait toujours refléter son niveau normal, c'est à dire la somme actualisée des revenus futurs qu'il procure. Dans la réalité, des anomalies apparaissent suite à des problèmes d'information ou d'irrationalité des agents.

Concernant les problèmes d'information, ils interviennent lorsque les acteurs présents sur le marché ne disposent pas de la même information (l'asymétrie d'information relevée par la théorie de l'agence) ou d'une mauvaise information. C'est à ce stade que se manifeste le délit d'initié.

Quant aux problèmes d'irrationalité d'agents, ils surgissent lorsque des agents économiques se trompent sur les évolutions futures ou sur les mécanismes économiques les expliquant (exemple des erreurs d'anticipations liées à une surévaluation ou une sous-évaluation des résultats d'une entreprise).

Dans tous les cas de figure, les prix des actifs vont diverger par rapport à leurs prix fondamentaux. De tels mouvements conduisent à des corrections

brutales de cours. Ainsi paradoxal que cela soit, plus les marchés financiers auront une bonne connaissance du monde économique (c'est à dire des informations fiables et pertinentes sur la situation économique et financière des agents qui interviennent sur les marchés), plus les corrections risquent d'être brutales.

Conclusion

Le marché financier est indispensable au bon fonctionnement du système économique dès lors que sans lui, très peu d'agents accepteraient de s'engager sur le long terme.

En l'absence du marché boursier (et principalement du marché secondaire, dit marché de l'occasion), l'investissement serait des plus réduits, les possibilités de financement de l'économie s'en trouveraient diminuées et avec elles la croissance économique.

Les marchés financiers offrent ainsi la liquidité et donnent ainsi la possibilité aux investisseurs de raccourcir, s'ils le souhaitent et pour toutes sortes de raisons, l'horizon de leur engagement d'investissement, réduisant ainsi l'incertitude inévitablement.

Le marché financier permet le transfert des ressources économiques à la fois dans le temps et dans l'espace, entre les pays et entre les différents secteurs de l'économie. Les innovations financières qui ne cessent de se développer, afin de s'adapter aux besoins des émetteurs et des épargnants. Encouragées par les États qui cherchent à financer, au coût minimum, leurs dettes en perpétuelle augmentation tout en rendant plus efficace leur gestion économique, elles concernent toutes les composantes des marchés : les titres qui y sont émis et cotés (titres négociables à court terme, nouveaux titres de créance ou de propriété à long terme), les méthodes d'émission (adjudication, assimilation) et de cotation (décentralisation sur des plateformes électroniques privées).

Chapitre trois

Les émissions obligataires : avantages et inconvénients

Introduction

Avant d'aborder les spécificités du financement par le recours au marché obligataire, il est utile de définir les différentes notions, concepts et caractéristiques inhérents aux émissions obligataires ainsi que les modalités de leur mise en œuvre et les risques qui en découlent.

Les obligations occupent une place prépondérante dans le portefeuille de plusieurs investisseurs tant individuels qu'institutionnels. Par ailleurs, la décision d'émettre des obligations dépend du taux de croissance des actifs de la société, de son besoin en fonds et des coûts des autres sources de financement

La demande ou l'achat des obligations s'effectue par les compagnies d'assurance, les fonds de retraite, les banques d'épargne, les ménages, les investisseurs étrangers, etc. Le marché primaire concerne les nouvelles émissions obligataires. Il comprend les émissions du secteur privé et du secteur public. Lorsque l'émetteur place son émission avec l'aide d'un investisseur institutionnel ou d'une compagnie d'assurances, on parle de placement privé. Lorsque l'émetteur (le vendeur) vend l'émission à une banque d'investissement qui s'engage à placer les titres auprès des investisseurs individuels et institutionnels (à un prix plus élevé), on parle d'une offre publique

Les émissions obligataires sont souvent souscrites par des investisseurs qui envisagent de conserver les titres jusqu'à la date d'échéance. Le développement du marché secondaire est lié aux négociations fréquentes des

investisseurs institutionnels voulant l'amélioration des performances de leurs portefeuilles.

Aussi, les placements obligataires constituent des investissements tout aussi risqués que les placements boursiers dans des actions, le risque étant encore plus élevé en périodes de grande volatilité des taux d'intérêt. Les risques des placements obligataires peuvent être spécifiques aux titres obligataires sélectionnés, ou systématiques.

Section 1 : Caractéristiques des émissions obligataires

Les caractéristiques des obligations ont une influence sur leur rendement et leur performance globale. Elles se distinguent en fonction du type d'émetteur, du coupon, de l'existence ou non d'une date d'échéance et des clauses de remboursement.

1. Typologie des titres de créance

Il existe différentes catégories d'obligations, pouvant être classées selon plusieurs approches. Il s'agit principalement du classement par taux d'intérêt, par leur nature et celle de leur émetteur.

1.1 Classement des obligations par taux d'intérêt

La classification selon les taux d'intérêt permet de distinguer deux types d'obligations à savoir :

- Les obligations à taux fixe ;
- Les obligations à taux variable.

1.1.1 Les obligations à taux fixe

Les obligations à taux fixe sont les plus répandues. Elles représentent des instruments de dettes assortis d'un taux d'intérêt fixe, connu dès leur émission et ne change plus. Les *obligations à taux fixe versent un intérêt identique chaque année, jusqu'à la fin de la durée de vie de l'emprunt* (Racicot & Théoret, 2004, p. 26) et au remboursement du capital à l'échéance.

Ces obligations sont principalement destinées aux épargnants qui désirent recevoir un revenu stable de leurs placements au détriment de leurs gains (qui peuvent baisser mais aussi augmenter), notamment en raison de l'inflation.

Toutefois, le nominal variera en fonction des taux d'intérêts des prochaines émissions obligataires. Si le taux de ces nouvelles obligations augmente, le cours des anciennes baisse en raison des nouvelles obligations qui rapportent un intérêt plus élevé, les épargnants n'achèteront plus les anciennes (qui rapportent moins) qu'à condition de les payer moins cher. Si les cours baissent, le phénomène inverse se produit, les cours des obligations augmenteront.

1.1.2 Les obligations à taux variable

A la différence des obligations classiques à taux fixe, la rémunération des obligations à taux variable évolue en fonction des conditions du marché. Ce type de produit s'est grandement développé durant les années 1970, afin d'attirer les investisseurs que l'inflation avait fini par détourner du placement obligataire. Les obligations à taux variable, versent un intérêt aléatoire, généralement indexé sur le prix ou le cours d'un actif financier au jour de la fixation du coupon et qui évolue pendant la vie de l'emprunt. (Chardoillet, Salvat, & Tournyol du Clos, 2010, p. 180)

Le contrat d'émission des obligations à taux variable fixe à chaque fois une référence spécifique servant de base au calcul de la rémunération. Les références les plus fréquentes sont le TME (taux moyen des emprunts d'Etat), le TMO (taux annualisé du marché obligataire) et le TEC (taux de l'échéance constante). L'atout majeur de ces obligations à taux variable réside dans la protection du capital qu'elles offrent en période de remontée des taux par ajustement du montant des coupons. Elles s'adressent par conséquent à des investisseurs qui souhaitent disposer d'un revenu régulier, mais qui se préoccupe plus de la préservation de son capital que des perspectives de plus-values. Cependant, le choix en matière d'obligations à taux variable est limité.

Le nominal de ces obligations reste inchangé pendant toute la durée de l'emprunt. Par contre, le taux d'intérêt varie en fonction des taux des marchés financiers.

1.2 Classement des obligations par nature

Les titres de dette peuvent être classés en deux catégories : les obligations qui sont émises par les entreprises et celles par l'Etat ou les collectivités territoriales.

1.2.1 Les obligations émises par les entreprises

Les entreprises émettent des obligations ayant des formes très variées :

✓ Les obligations optionnelles

Les obligations optionnelles sont des titres de créance qui peuvent, sur le marché secondaire, être transformées en titres de propriété ou en un autre titre de créance. Cette transformation s'opère dans des conditions avantageuses pour celui qui la subit. Inversement, le titulaire de l'option, en raison même du choix qui lui appartient paie le coût de cette possibilité. Parmi les obligations optionnelles on cite :

✓ Les obligations échangeables

Elles représentent des obligations assorties d'une option d'échange en un titre coté, c'est- à- dire *une obligation pouvant être échangée à son échéance contre une obligation à taux différent* (Karyotis, 2014, p. 33) qui peut être une obligation ou une action.

Cette combinaison permet à l'émetteur d'obtenir à la fois un financement attractif et un moyen de céder à terme en cas d'échange une participation à un cours qui doit être favorable compte tenu de la prime d'émission de ces produits.

✓ **Les obligations échangeables en actions**

C'est des titres qui peuvent être échangés à tout moment contre des actions déjà émises et détenues par des tiers ou contre des actions créées lors d'une augmentation simultanée du capital social. 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 le sera en liquidités.

✓ **Les obligations échangeables en obligations**

De nombreux émetteurs préfèrent procéder à des modifications des conditions des contrats d'émission et proposent à l'assemblée générale des obligataires concernés de modifier la parité, la durée de l'emprunt ou toute autre clause du contrat d'émission. Dans ce type d'obligations, l'échange porte sur un titre de créance.

✓ **Les obligations convertibles en actions (OCA)**

Il est à rappeler que l'obligation convertible en action permet à un obligataire, s'il le souhaite, de devenir actionnaire de la société emprunteuse :

- Soit à une période déterminée à l'avance ;
- Soit à tout moment au gré de l'obligataire, tant que l'obligation n'a pas été remboursée.

Le souscripteur a le choix entre un remboursement en espèces ou en actions. Un ratio détermine le nombre d'actions auquel donne droit chaque obligation. Compte tenu de cette possibilité de choix, les OCA sont souvent moins rémunérées que les obligations ordinaires. (Bazet & Faucher, 2017, p. 312). L'avantage principal pour l'entreprise émettrice représente la potentialité de transformation des dettes obligataires en fonds propres. En effet, l'augmentation du capital de la société émettrice se fait donc par étape successive d'émission d'obligations convertibles puis conversion des obligations émises en actions et entrée des nouveaux actionnaires dans le capital. Cela permet à la société émettrice d'ouvrir son capital sans perdre immédiatement le contrôle.

✓ **Les obligations avec possibilité d'échange**

Les emprunts offrent à l'émetteur la possibilité d'assouplir sa politique en matière d'endettement en transformant les obligations en actions ou en allongeant la durée de vie de l'emprunt. Ces possibilités sont toujours spécifiées dans le contrat. L'obligation dispose du droit d'échanger à certaines dates son titre de créance contre un autre titre, il faut distinguer :

✓ **Les obligations à bon de souscription**

Les obligations à bon de souscription ou warrants sont des titres de créances classiques à taux fixe, émis à des taux moins intéressants que celui du marché, auxquelles l'émetteur attache un bon permettant de souscrire, le cas échéant, à une augmentation de capital (bon de souscription d'actions), à une nouvelle obligation (bon de souscription d'obligations), ou encore à un titre participatif.

✓ **Les obligations à bon de souscription d'action (OBSA)**

Obligations auxquelles sont attachés un ou plusieurs bons donnant le droit, mais non l'obligation, de souscrire ultérieurement des actions à un prix déterminé appelé « prix d'exercice ». (Collomb, 1999, p. 59)

Ce titre permet donc de devenir actionnaire tout en restant obligataire. Les souscriptions éventuelles d'actions se font à un prix prévu dans le contrat initial d'émission et donc indépendant des fluctuations des cours de Bourse. À l'introduction en Bourse, les deux titres (obligation proprement dite et bon) sont cotés séparément. (Collomb, 1999, p. 59)

✓ **Les obligations à bon de souscription d'obligations (OBSO)**

Le principe est presque le même que l'OBSA sauf qu'il s'agit là d'une obligation classique, à laquelle sont attachés, lors de l'émission, un ou plusieurs bons de souscription donnant le droit de souscrire ultérieurement à des nouvelles émissions obligataires. Le bon et l'obligation sont cotés séparément.

✓ **Les obligations « à fenêtre »**

L'obligation à fenêtre est une obligation remboursable au gré du porteur ou de l'émetteur, à des conditions déterminées dans le contrat d'émission. En outre, (Karyotis, 2014, p. 31) ce sont des obligations à taux fixe de longue durée.

✓ **Les obligations à coupon zéro**

Ce sont des obligations sans coupons, *le taux d'intérêt est nul et la rémunération se fait sous forme de capitalisation des intérêts* (Karyotis, 2014, p. 31) l'intérêt est remplacé par une décote importante à l'émission, le remboursement se faisant au pair (il y a là une sorte d'escompte, une « prime d'émission » pour le souscripteur, le coupon étant en fait payé d'avance ou avec une forte prime de remboursement (le coupon étant capitalisé jusqu'à l'échéance).

L'avantage du coupon zéro est d'abord d'ordre financier, et réside dans le fait, que les investisseurs ne courent pas le risque, qui est celui des obligations traditionnelles, de ne pouvoir réinvestir au taux facial les versements reçus, en intérêt et en capital, pendant la durée de l'emprunt en cas de baisse des taux sur le marché, il leur donne aussi l'assurance de percevoir un capital important à une date déterminée. Pour l'émetteur, l'intérêt est de pouvoir ainsi financer dans de bonnes conditions, les projets qui demandent un investissement initial important, mais dont le revenu n'est assuré qu'après un certain délai.

✓ **Les obligations subordonnées**

Ce sont des obligations perpétuelles ayant un caractère de fonds propres. Il existe :

- Des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) qui s'apparentent à des titres de rente (aucun remboursement prévu) ;
- Des titres subordonnés remboursables (TSR) qui se rapprochent plus des obligations classiques.

Ces titres, comportent une clause de subordination concernant le règlement de l'intérêt annuel, d'une part et le remboursement du capital en cas de liquidation, d'autre part.

1.2.2 Les obligations d'Etat

Les titres d'Etat sont des actifs sans risque, émis exclusivement pour le financement des déficits budgétaires. Les SVT (Spécialistes en Valeurs du Trésor) qui sont des teneurs de marché participent régulièrement aux adjudications des titres d'Etat, en affichant en permanence des prix et un nombre minimum de titres à l'achat et à la vente.

Il existe trois types d'instruments de créance sur l'Etat, ils correspondent à trois degrés de maturité :

- Le long terme avec les Obligations Assimilables du Trésor (OAT) ;
- Le court terme avec les bons de Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF) ;
- Le moyen terme avec les bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN).

a. Les obligations assimilables du Trésor (OAT)

Ce sont des titres de dettes négociés par le Trésor public. Ils constituent le support de l'endettement à long terme de l'Etat, et ils portent la meilleure signature du marché en constituant la référence pour le taux de l'argent sans risque. Ces emprunts sont remboursables in fine, leur maturité est comprise entre 7 et 30 ans.

Il existe des OAT à taux fixe, à taux variable, à taux indexé sur l'inflation, ou encore « de capitalisation ».

L'Etat s'appuie sur le principe de l'assimilation, consistant à émettre un nouvel emprunt, qui offre des caractéristiques identiques à celles d'un emprunt lancé antérieurement (le taux facial, le nominal, l'échéance et les modalités de remboursement sont semblables), seul le prix diffère en fonction des rendements du marché obligataire.

b. Les bons du Trésor

Ce sont des titres de dettes émis par l'Etat afin d'emprunter des fonds à court terme. Ils sont vendus à escompte, c'est-à-dire que le gouvernement les vend au-dessous du pair et les rembourse au pair à l'échéance.

Il existe deux types de bon du Trésor :

- **Bons du Trésor à taux fixe et intérêt précompté (BTF)**

Ce sont des titres à court terme, émis pour une durée inférieure à 1 an.

- **Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN)**

Ce sont des titres émis pour une durée comprise entre 02 et 05 ans.

2. Les valeurs des obligations

On distingue plusieurs valeurs liées aux obligations : la valeur nominale, le prix d'émission, le prix de remboursement, la prime d'émission et prime de remboursement.

2.1. La valeur nominale (VN)

Le nominal (ou principal ou pair ou encore valeur faciale), représente la valeur unitaire de chaque obligation, il s'agit de la taille de l'émission obligataire divisée par le nombre d'obligations émises sur le marché. Cette valeur est identique pour toutes les obligations d'un même emprunt, elle permet d'établir le montant à rembourser et de servir de base au calcul des intérêts.

La valeur nominale correspond à la valeur qui était inscrite sur les obligations lorsque celles-ci existaient concrètement avant d'être dématérialisées sous la forme d'une inscription dans un compte. La seule fonction de la valeur nominale est de fournir le montant de l'intérêt annuel le « coupon ».(Lehmann, 2008, p. 22)

2.2. Le Prix et la Prime d'émission

Le prix d'émission est le prix auquel l'obligation est offerte au souscripteur lors de l'émission, de ce fait, il *correspond au prix payé par celui qui souscrit à l'emprunt obligataire* (Meghraoui, 2014, p. 50), il est exprimé souvent en pourcentage de la valeur nominale.

Les obligations peuvent être émises :

- **Au pair** : Son prix d'émission est alors égal à sa valeur nominale ;
- **Au-dessous du pair** : Le prix d'émission est inférieur à la valeur nominale ;
- **Au-dessus du pair** : Le prix d'émission est supérieur à la valeur nominale.

La prime d'émission correspond à la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale de l'obligation, elle permet d'attirer de nombreux investisseurs et d'améliorer sensiblement le rendement, puisque l'intérêt est calculé sur la valeur nominale.

2.3. Le prix et la prime de remboursement

Le prix de remboursement *correspond à la somme qui est versée aux obligataires lors du remboursement « amortissement » de son titre* (Lehmann, 2008, p. 22). Les obligations peuvent être remboursées :

- **Au pair** : son prix de remboursement est alors égal à sa valeur nominale ;
- **Au-dessus du pair** : le prix de remboursement est supérieur à la valeur nominale.

La prime de remboursement correspond à la différence entre le prix de remboursement et la valeur nominale, elle est considérée comme un avantage supplémentaire consenti aux futurs détenteurs d'obligations afin de les inciter encore d'avantage à souscrire à un emprunt obligataire. Elle accroît le taux actuariel de l'obligation, et donc son intérêt pour les investisseurs.

3. La durée vie d'une obligation

L'investisseur en obligations doit maîtriser certains concepts relatifs à la vie de l'obligation, on distingue : la durée de vie, la date de souscription, la date de jouissance, et la maturité.

3.1 La durée de vie

La durée d'un emprunt est la période qui sépare son émission de son remboursement. Les obligations à courte durée de vie ou celles qui sont achetées peu de temps avant l'échéance sont celles qui présentent le moins de risques puisque les variations de taux sont plus prévisibles à court terme. (Ogien, 2007, p. 68)

3.2 La maturité

La maturité désigne la durée de vie restante de l'obligation entre un instant **(T)** et le moment de son remboursement par l'émetteur. Au moment de l'émission, la durée de vie de l'emprunt obligataire et sa maturité sont identiques.

3.3 La date de souscription ou de règlement

La date de souscription représente le jour où le souscripteur verse à l'émetteur le prix d'émission des obligations.

3.4 La date de jouissance

La date de jouissance représente la date à partir de laquelle on calcule les intérêts, elle peut être anticipée si elle est antérieure à la date de règlement, ou différée si elle lui est postérieure.

4. La rémunération des obligations

Les obligations sont des placements relativement sûrs, elles constituent un type d'épargne intéressant à long terme, générant des revenus sous forme d'intérêts appelés coupons. Ils sont versés chaque trimestre,

semestre ou année, au prorata du délai déjà écoulé entre le prêt et son échéance.

4.1 Le taux d'intérêt nominal ou facial

On désigne par le taux d'intérêt nominal la simple rémunération monétaire d'un placement en pourcentage, il est exprimé en base annuelle qui est appliquée à la valeur nominale afin de calculer le montant des intérêts ou coupons que l'emprunteur versera aux porteurs des obligations. Il est défini au moment de l'émission de l'emprunt, et doit être identique pour l'ensemble des obligations faisant partie du même emprunt.

- Si le taux est variable il sera indexé sur un marché (monétaire ou obligataire), il n'est pas connu à l'avance mais un taux planché et en principe garanti.
- Si le taux est révisable ou flottant, il est connu à l'avance mais il peut être révisé de façon périodique. Le taux d'intérêt peut être modifié en cours d'emprunt, sur proposition de la société émettrice et avec l'accord de l'assemblée générale des obligataires.
- S'il est nul, la rentabilité du prêteur reposera sur l'écart existant entre le prix de remboursement et le prix d'émission (obligations à coupon zéro). (Broquet, Cobbaut, Gillet, & Van Derberg, 2015, p. 289)

4.2 Le taux d'intérêt réel

Le taux d'intérêt réel est défini par la quantité de biens et services qui pourra être acquise au bout d'une année, il permet de vérifier rapidement si un montant épargné va gagner ou perdre en pouvoir d'achat au fil du temps, il dépend alors de l'évolution des prix au cours de la durée de placement, il correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux d'inflation constaté pour une période de référence.

4.3 Le taux de rendement réel

Le taux de rendement réel est égal à l'intérêt perçu rapporté au prix réel payé par l'obligataire.

4.4 Le taux de rendement courant

Le taux de rendement courant est le rapport entre le coupon annuel d'intérêt et le cours de l'obligation.

Le taux de rendement courant est supérieur au taux de coupon quand l'obligation est cotée en dessous du pair et inférieur au taux de coupon quand l'obligation est cotée au-dessus du pair. Ce taux de rendement ne tient pas compte lui non plus de l'évolution du cours ni du taux auquel seront réinvestis les coupons. (Broquet, Cobbaut, Gillet, & Van Derberg, 2015, p. 289).

$$\text{Rendement courant} = \frac{\text{coupon}}{\text{cours boursier}} \times 100$$

4.5 Le taux de rendement à l'échéance ou le taux actuariel

Le taux de rendement à l'échéance est défini comme le taux d'actualisation qui rend la valeur actuelle des coupons et du prix de remboursement égale au cours boursier de l'obligation.

C'est le taux pour lequel la valeur future d'un actif et sa valeur d'aujourd'hui engendrent un même niveau d'utilité, il intègre la totalité des revenus de l'obligataire, y compris son remboursement à l'échéance.

Ce taux se calcule à partir de la valeur d'acquisition de l'obligation et en fonction des différents coupons.

$$VA = \frac{Fi}{(1+r)^n}$$

n : Durée de vie de l'instrument

Fi : Flux à l'année i

r : Taux actuariel

Le taux actuariel étant au dénominateur, il est en relation inverse avec le prix.

5. Les modalités d'amortissement des obligations

Une obligation est une dette vis à vis des obligataires, qui doit être donc remboursée par des annuités qui sont constituées de l'amortissement de l'emprunt (part remboursée) plus l'intérêt qui est calculé sur la somme prêtée au cours de la période.

L'entreprise aura plusieurs solutions pour rembourser ses obligataires : le remboursement In Fine, le remboursement par amortissements constants, le remboursement par annuités constantes ou autres formes. La méthode de remboursement est prévue dans le contrat d'émission. Il n'existe plus de durée minimale ou maximale pour un emprunt obligataire (la durée la plus longue est actuellement de 50 ans pour certaines OAT).(Lehmann, 2008, p. 28)

5.1 Le remboursement in fine

C'est le mode de remboursement le plus simple et le plus répandu. Le remboursement du principal de l'obligation se réalise en une seule fois à la date d'échéance du titre (Mondher, 2005). L'émetteur ne paie que les coupons pendant la durée de vie des titres et rembourse les obligations à leur valeur de remboursement lors du versement du dernier coupon, ce qui permet à l'entreprise de bénéficier de la totalité du montant de l'emprunt pendant toute la durée de vie de ce dernier et qui permet au souscripteur de connaître avec certitude les montants et les dates de ses encaissements.

Bien que cette modalité ait l'inconvénient de faire supporter une lourde charge financière pour l'entreprise émettrice en fin de contrat et représente un risque de non remboursement reporté à l'échéance pour le prêteur.

5.2 Le remboursement par amortissement constant

Si l'emprunt comprend (N) obligations et a une durée de vie de n années, un remboursement par séries égales consiste à amortir le même nombre de titres chaque année. Le remboursement se fait de façon constante tout au long de la période, mais les intérêts seront versés en fonction du capital restant,

donc déclineront jusqu' à l'échéance. Seul le montant du remboursement, l'amortissement est constant.

L'avantage pour l'émetteur est de mieux répartir ses décaissements dans le temps. L'inconvénient pour le souscripteur est qu'il s'expose chaque année à un remboursement de tout ou partie des ou partie des titres qu'il détient. Cette méthode n'est pas beaucoup pratiquée en raison du montant que doit payer l'emprunteur au début du remboursement (les premières annuités sont les plus importantes).

$$\text{Amortissement du capital} = \frac{\text{capital}}{\text{la durée de vie}}$$

5.3 Le remboursement par annuités constantes

Dans ce cas, La somme des intérêts versés et du principal est identique chaque année. Ainsi, au fur et à mesure des remboursements, le montant des intérêts versés diminuera au profit du remboursement du principal (Mondher, 2005). L'acquéreur reçoit donc le coupon plus une partie du remboursement, à chaque période.

Dans le cadre d'un tel mode de remboursement, il est procédé à un tirage au sort de la série d'obligation qui va être remboursée.

5.4 Les clauses particulières

Les contrats d'émission peuvent prévoir des clauses particulières qui vont donner des spécificités supplémentaires au remboursement des obligations, il s'agit principalement du remboursement anticipé, du rachat des obligations en bourse et du remboursement différé.

5.4.1 Le remboursement anticipé

Une société émettrice peut se réserver le droit au remboursement anticipé des titres émis à condition qu'il soit prévu dans le contrat d'émission, dans

lequel les modalités du remboursement anticipé sont prévues. Les obligations de ce type sont appelées obligations à « call ».

Les calls jouent en faveur de l'émetteur de l'obligation. En effet, survenant une baisse des taux d'intérêts, l'entreprise pourra racheter ses obligations à un prix inférieur à leur valeur marchande et en émettre de nouvelles à un taux d'intérêt moindre. En revanche le porteur se retrouvera avec une recette non anticipée qu'il ne pourra pas réinvestir dans un actif attractif que celui qui vient d'être remboursé puisque les taux sur le marché sont bas.

5.4.2 Le rachat des obligations en bourse

Si le contrat d'émission de l'obligation contient la modalité « de rachat » l'entreprise émettrice se réserve le droit de racheter ses propres obligations, offertes en Bourse, pour profiter d'un cours inférieur à celui auquel devait s'effectuer le remboursement.

Il s'agit d'un remboursement partiel anticipé qui réduit le coût de l'emprunt par annulation des annuités futures.

Dans cette perspective, un accroissement des taux d'intérêt pendant cette période engendre une hausse de la demande, qui sera suivie d'une augmentation du cours de l'obligation, par ailleurs les titres rachetés ne peuvent être remis en circulation.

5.4.3 Le remboursement différé de quelques années

Pendant k années, la société ne verse que les intérêts, l'amortissement ne commençant qu'à partir de la $(k + 1)^{\text{ème}}$ année. Le différé de remboursement a donc pour effet de retarder le remboursement du capital (et parfois des intérêts) et d'accroître le coût final de l'emprunt.

Section 2 : Emission, évaluation et cotation des obligations

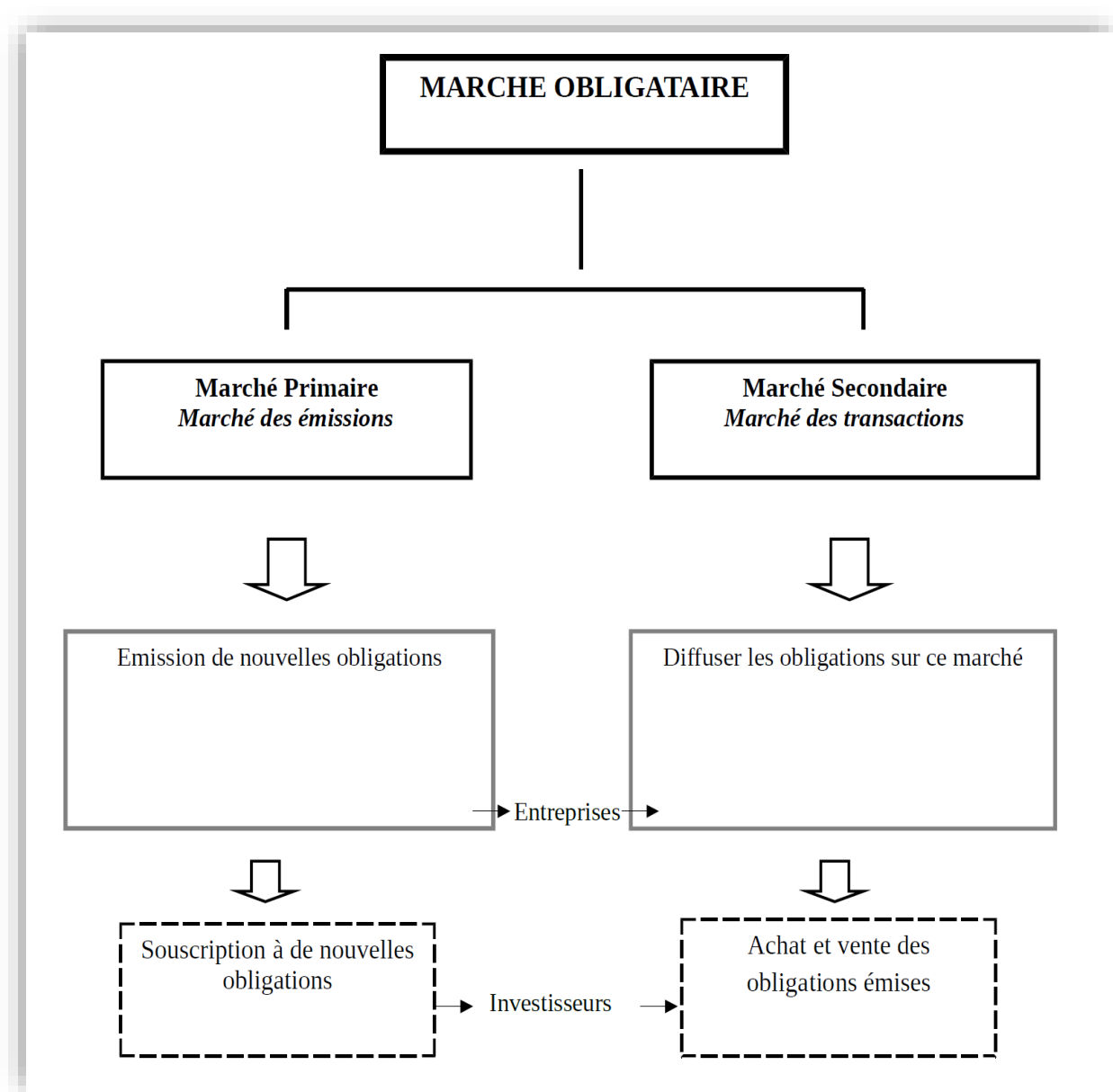
Les obligations présentent de multiples caractéristiques, tel que présenté ci-avant. Cette diversité rend nécessaire de développer des principes et techniques d'évaluation des obligations. Il s'agira donc dans un premier lieu,

de mettre au clair le mode de cotation des obligations et en second lieu les principes d'évaluation des obligations.

1. Organisation du marché obligataire

Le marché obligataire est scindé en deux compartiments, le marché primaire sur lequel sont effectués les nouvelles émissions et le marché secondaire sur lequel sont négociés les titres.

Figure n°11 : Organisation du marché obligataire



Source : construction personnelle

1.1 Le marché primaire

Appelé également « marché du neuf », « une nouvelle émission d'actifs financiers se réalise sur le marché primaire. » (Mondher, 2005). C'est un marché délocalisé qui met en relation directe l'émetteur et le souscripteur d'un titre. Les entreprises, l'Etat, les institutions financières et les collectivités publiques se rencontrent pour la première fois sur le marché lors d'une émission de titres obligataires neufs.

Le marché primaire peut gérer plusieurs types d'émissions, à savoir :

- L'émission de nouveaux titres obligataires sur le marché ;
- L'assimilation d'une tranche nouvelle à une émission déjà réalisée.

Ainsi, les valeurs émises sur ce marché peuvent par la suite être négociées sur un autre marché plus dynamique appelé le marché secondaire.

1.2 Le marché secondaire

Le marché secondaire représente le marché où sont échangés et négociés les obligations émises sur le marché primaire. « Dans le langage courant, les termes de marché boursier ou de bourse renvoient à la notion de marché secondaire » (Delahaye & Duprat, 2015, p. 15) . Il assure donc la liquidité des titres aux investisseurs, et sert aussi à la détermination des prix des obligations établis en fonction de l'offre et la demande sur le marché.

Dans le cadre d'un financement obligataire, afin trouver les capitaux nécessaires à son développement, l'entreprise peut proposer à l'épargne un contrat de prêt d'argent à long terme et, en contrepartie des sommes qui lui sont remises, émettre des titres de créances représentatifs d'un emprunt appelés « Obligations ». Leurs porteurs sont ainsi rémunérés et peuvent retrouver la liquidité de ces instruments financiers.

Dans un premier temps, quand un organisme émet de nouvelles obligations, il fait appel au marché obligataire primaire, sur lequel ses titres sont acquis par divers investisseurs (banques, fonds, particuliers...). Dans l'optique d'un placement à long terme, acquérir sur le marché primaire permet

de bénéficier d'un prix d'émission intéressant, non encore modifié par la loi de l'offre et de la demande entre les acheteurs et les vendeurs. En effet, une fois émise, une obligation peut être échangée sur le marché obligataire secondaire. Elle devient donc un titre financier négociable dont le cours fluctue.

En rentrant sur le marché, une obligation va donc être mise en concurrence avec les autres dettes. Si, à risque égal, elle offre un rendement supérieur aux autres, l'obligation va être demandée ; ce qui va faire monter son cours (exprimé en pourcents). Cette hausse a ainsi pour conséquence de faire baisser le rendement de l'obligation pour les nouveaux acquéreurs.

Ainsi, les obligations vont subir de nombreux arbitrages sur le marché secondaire. Les acteurs financiers vont tenter d'utiliser les déséquilibres de taux pour générer des profits. Dans le même temps, ils assurent une fonction de régulation qui évite de trop grands écarts entre les rendements offerts par ce type de produits financiers.

Par ailleurs, dans le cas où un investisseur désire se séparer d'une obligation avant son échéance, rien ne garantit qu'il puisse la revendre au prix auquel elle a été acquise. Investir dans des obligations comporte ainsi une part de risque, dont il faut avoir conscience. Ces risques seront abordés dans la section suivante.

2. Les modes de cotation des obligations

Il existe une multitude de produits négociables en Bourse. Les actions et les obligations sont les plus connues.

Comme tout instrument financier, une obligation peut être échangée en toute simplicité. Nous allons donc définir la cotation des titres et par la suite, le principe de cotation des obligations.

2.1 Définition de la cotation

En Bourse, la cotation désigne l'opération par laquelle un titre financier entre sur le marché boursier. La cotation consiste à attribuer une valeur de marché à un titre émis par une société.

Pour cela, l'émetteur du titre doit remplir certaines obligations. Il doit fournir des éléments comptables relatifs à la société cotée, ou encore effectuer l'annonce de la cotation. Être cotée en Bourse permet à une société d'accéder au marché de capitaux pour lever des fonds et financer ainsi son développement. Pour entrer en Bourse, une société doit fixer ses besoins et déterminer combien elle souhaite lever de fonds sur les marchés financiers.

2.2 Types de cotation

Auparavant, les acheteurs et vendeurs du marché boursier se réunissaient physiquement dans les grandes places (le parquet) boursières pour échanger leurs titres boursiers, mais aujourd'hui, un nouveau système informatisé a remplacé les agents de change. Ce sont donc désormais des terminaux informatiques qui prennent en charge les ordres de vente et d'achat. C'est ce qu'on appelle la Cotation Assistée en Continu.

Aujourd'hui, ce système est utilisé par toutes les places financières, ce qui permet de centraliser l'information sur de puissants ordinateurs et de délivrer la même information au même moment à travers le monde. On différencie cependant encore la cotation en continu de la cotation au fixing.

a. La cotation en continue

La plus grande partie des actions et obligations présentent une cotation en continu. Cela est en effet possible pour tous les titres bénéficiant d'une liquidité importante. C'est un mode de cotation qui permet la réalisation de transactions tout au long de la séance de bourse. Chaque nouvel ordre saisi pendant la séance peut provoquer immédiatement une nouvelle cotation dès lors qu'il existe des ordres de sens inverse compatibles. (SGBV, 2019)

La séance de cotation en continue se déroule par étapes :

La pré-ouverture : les ordres s'accumulent sur la feuille de marché sans qu'aucune transaction n'intervienne.

L'ouverture : le système calcule, en fonction des ordres présents sur le marché, un prix d'équilibre ou fixing, qui permet l'échange du plus grand nombre de titres.

La séance : le marché fonctionne en continue et l'introduction d'un nouvel ordre provoque immédiatement une ou plusieurs transactions dès lors qu'il existe un ou plusieurs ordres en sens contraire sur la feuille de marché.

La pré-clôture : comme la préouverture, les ordres s'accumulent sans transaction

La clôture : un fixing comme à l'ouverture, permet de déterminer le dernier cours.

b. La cotation au fixing

La cotation au fixing consiste en l'application d'un seul cours coté à l'ensemble des transactions pour chaque titre lors d'une séance de négociation. (SGBV, 2019) En effet, ce système de cotation concerne de façon particulière les actions les moins liquides pour lesquelles une cotation en continu n'aurait pas réellement de sens. Il s'agit donc ici de laisser au titre le temps d'accumuler un nombre d'ordres suffisant pour que la variation engendrée soit significative. Par ailleurs, la cotation au fixing s'effectue à heures fixes tout au long de la journée.

2.3 Principe d'évaluation d'une obligation

Afin d'évaluer un actif, il est nécessaire de prévoir les flux monétaires auxquels cet actif, donnera naissance. Une obligation donne droit à des intérêts périodiques et au remboursement du principal à échéance, ce sont ces flux monétaires qui donnent sa valeur aux obligations et représentent la contrepartie des fonds collectés.

Deux termes anglais sont régulièrement utilisés pour évaluer une obligation : *le Clean Price* qui désigne le cours de l'obligation mentionné sans tenir compte des intérêts courus non échus, et *le Dirty Price* représentant le cours avec les intérêts courus non échus.

Il faut remarquer qu'il existe une différence entre le prix d'une obligation et sa valeur. Le prix est le montant à payer pour acquérir cet actif, tandis que la valeur est ce que devrait être ce prix. L'évaluation des obligations devrait donc conduire à ce prix théorique.

L'appréciation des obligations sur le marché secondaire est liée à l'identification de la valeur de l'obligation, de la rentabilité ainsi que le risque encouru.

2.4 La rentabilité de l'obligation

La rentabilité de l'obligation est caractérisée par le taux de rendement qui prend en considération plusieurs éléments économiques à savoir :

- La rémunération de l'absence de consommation ;
- Le taux annuel d'inflation anticipé sur la durée de l'emprunt ;
- La prime destinée à couvrir le non-respect éventuel des engagements financiers pris par l'émetteur ;
- La suite des flux de fonds auxquels elle donne naissance ;
- Le prix payé par le souscripteur ;
- Suite des coupons versés par l'entreprise au souscripteur. Ces coupons sont calculés sur la base du taux facial (nominal) de l'obligation. Ce taux peut être fixe ou variable ;
- Le remboursement final ;
- Ces flux déterminent le taux de rendement actuariel de l'obligation, son coût actuariel, et sa valeur à tout moment.

3. Les modes d'émission des obligations

Les émissions d'obligations peuvent être réalisées au moyen de deux procédures :

- ✓ L'adjudication pour les titres d'Etat ;
- ✓ La syndication bancaire pour les émetteurs.

3.1 La technique de syndication

Lorsqu'une société souhaite émettre des obligations, elle s'adresse à une ou plusieurs banques (appelés banques chefs de file) en fonction de l'importance de l'emprunt, qui vont prendre en charge l'organisation de son émission obligataire. Plus le réseau de clientèle d'un établissement bancaire

est grand (fonds de pension, OPCVM, industriels...), plus il possède une meilleure capacité à "placer" un emprunt obligataire.

C'est une technique consistant à définir un prix pour lequel les titres seront offerts au public ; la société dévoile le prix pour lequel elle cède les titres et les investisseurs n'auront qu'à définir les quantités qu'ils souhaitent acquérir.

Le chef de file est une institution financière qui va donc organiser et diriger l'emprunt obligataire pour le compte de l'entité émettrice. Il est responsable de la préparation et de l'exécution de l'émission, il s'occupe de la réunion du syndicat des banques chargé du placement ainsi que du règlement de l'emprunt auprès de la structure émettrice. Sur des emprunts obligataires de montants élevés, il peut y avoir plusieurs co-chefs de file.

Les syndications d'émission peuvent s'organiser selon les modalités suivantes :

- Syndicat de placement : les banques assurent le placement des obligations auprès du public en jouant le rôle d'intermédiaire ;
- Syndicat de prise ferme : la banque va souscrire l'ensemble des titres qu'elle se charge de placer ultérieurement ;
- Syndicat de garantie : la banque s'engage à souscrire aux titres qu'elle n'arrivera pas à placer en tant qu'intermédiaire.

3.2 La technique de l'adjudication

Lorsque le Trésor Public organise une émission pour le compte de l'Etat, il s'adresse aux Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT qui sont des établissements bancaires habilités par l'Etat à participer aux adjudications.

Quelques jours avant la date prévue d'une adjudication, l'Etat fait une annonce, confirmant, décalant ou annulant l'opération. Il va également donner les caractéristiques des titres à émettre, c'est-à-dire le type de titres, l'échéance et le montant qu'il souhaite lever.

Les acheteurs peuvent alors soumettre plusieurs offres stipulant à chaque fois la quantité et le prix souhaités. Les lignes d'émission sont alors

adjudgées aux plus offrants. Plus la demande est élevée, plus le taux de l'émission pourra être faible. Il existe alors deux procédures différentes pour fixer les taux et servir les demandeurs :

✓ Adjudication à la française

Dans cette technique, l'Etat fixe le prix minimum à partir duquel les ordres seront servis. Ainsi, les soumissions retenues seront servies au même prix et au même montant.

✓ Adjudication à la hollandaise

Son principe consiste à servir toutes les soumissions au prix demandé. Les offres aux prix les plus élevés sont servies en premier, celles de niveau inférieur le sont ensuite, jusqu'à ce que la quantité de titres à émettre soit atteinte. Chaque investisseur bénéficiera dans ce cas d'un taux différent. Le taux de l'adjudication annoncé à l'issue de l'opération sera alors à un taux moyen pondéré.

Section 3 : Les risques inhérents aux émissions obligataires

Investir par l'acquisition d'obligations suppose le sacrifice d'une consommation immédiate en échange d'une situation future incertaine. D'où la notion du risque définie par comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur future de l'instrument financier. C'est donc la probabilité que le rendement réalisé (ex post) soit plus ou moins différent de la rentabilité espérée (ex ante).

Il existe deux grandes catégories de risques liées aux titres obligataires. La première catégorie est propre au titre en lui-même (risque de crédit et de liquidité), la deuxième est propre à l'ensemble du marché (risque de taux d'intérêt).

1. Les différents risques inhérents aux obligations

Il existe une multitude de risques liés à l'obligation et sont classés en deux catégories : le risque systématique et le risque spécifique.

1.1 Le risque systématique

Le risque systématique est le risque lié au marché, il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation, des changements de gouvernement Etc. On l'appelle également le risque de marché.

Compte tenu que tous les titres financiers sont plus ou moins affectés par les facteurs mentionnés ci-dessus, le risque systématique ne peut être éliminé par le biais de la diversification du portefeuille de titres. Nous distinguons :

- Le risque de taux d'intérêt ;
- Le risque d'inflation ;
- Le risque de change ;
- Le risque politique ou juridique.

1.1.1 Le risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt représente le risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 464). Il est le risque le plus important pour les investisseurs en titres à revenu fixe. Les taux d'intérêts du marché sont extrêmement fluctuants, d'autant que la durée de vie des obligations couvre souvent des périodes assez longues.

Si les taux augmentent au-dessus du rendement offert par l'obligation, le prix de cette obligation va baisser pour que son rendement réel s'ajuste au taux en vigueur. Ainsi, d'une part, vous risquez de ne pas profiter de cette hausse des taux (la valeur du coupon reste fixe), d'autre part, la valeur de revente de votre obligation va baisser. Bien sûr, l'inverse est également vrai. Ce risque de taux est moins fort si vous comptez garder vos obligations jusqu'à l'échéance (quand l'émetteur vous remboursera sa dette), néanmoins il ne faut pas le négliger.

1.1.2 Le risque d'inflation

En acceptant un taux à l'achat de votre obligation, vous prenez le pari que votre investissement sera rentable dans les prochaines années. Pourtant, une forte inflation peut constituer un danger si celle-ci se met à dépasser votre rendement. De plus, pour lutter contre l'inflation, les taux d'intérêts ont tendance à augmenter, ce qui va faire baisser la valeur de l'obligation. Pour se protéger, certains optent pour des obligations indexées ou à taux variables. Néanmoins, celles-ci ont un coût en termes de rendement.

1.1.3 Le risque de change

C'est le risque que la juste valeur ou les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier fluctuent en raison des variations des cours des monnaies étrangères. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 462), en achetant des obligations dans une autre devise que la vôtre. Beaucoup d'émetteurs proposent en effet des titres dans des devises autres que celles du pays. Cependant, comme tout investissement en devise étrangère, le rendement de l'obligation va également dépendre du cours de cette devise par rapport à la vôtre. Si cette devise est plus forte à l'échéance de l'obligation, vous serez remboursé davantage que ce que vous avez investi. Malheureusement, l'inverse est aussi vrai.

1.1.4 Le risque politique ou juridique

Il s'agit du risque qu'un gouvernement ou toute autre autorité afférente impose de nouvelles restrictions fiscales ou juridiques sur les titres déjà acquis.

1.2 Le risque spécifique

Le risque spécifique est défini comme étant le risque propre à chaque titre, il est indépendant du risque général du marché. Il est également appelé, le risque non systématique ou encore risque de crédit ou risque de l'émetteur. Ce type de risque est représenté dans les cotes de crédit publiées par les

agences de notation (Moody's, Standard & Poor's, Fitch.) qui apprécient la qualité des émetteurs.

Seul le risque spécifique peut être supprimé par diversification. D'après certains travaux empiriques, un portefeuille constitué d'une vingtaine de titres permettrait de réduire le risque spécifique de plus de 95 %. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 55)

1.2.1 Le risque d'insolvabilité ou de crédit

Le risque d'insolvabilité du débiteur est la probabilité, dans le chef de l'émetteur de la valeur mobilière, de ne plus être en mesure de faire face à ses engagements.

La qualité de l'émetteur d'une valeur mobilière est très importante car c'est l'émetteur qui est responsable du remboursement du capital initial. Bien évaluer ce risque est primordial.

Plus la situation financière et économique de l'émetteur est faible, plus le risque de ne pas être remboursé (ou de ne l'être qu'en partie seulement) est grand. Le taux d'intérêt offert par ce genre d'émetteur sera bien évidemment plus élevé que celui qu'offrirait, pour un papier similaire, un débiteur de meilleure qualité.

Ce risque est représenté dans les cotes de crédit publiées par les agences de crédit tel que (Moody's, Standard & Poor's et Fitch). Ces agences apprécient la qualité des émetteurs à travers des critères d'appréciation dont les ratios de levier financier, les ratios de liquidité, les ratios de couverture des intérêts. Le tableau ci-après présente les principales cotes généralement attribuées par les ces principales agences de notation.

Il existe une différence entre les structures de notations selon la maturité (voir tableau n°01), la grille de notation à long terme étant plus détaillée que celle à court terme : Moody's utilise ainsi dix-neuf notes pour le long terme mais seulement 4 pour le court terme.

Tableau n°01 : Cotation des risques de crédit

Moody's		S & P		Fitch		Commentaire
Long Terme	Court terme	Long Terme	Court terme	Long Terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1 +	AAA	A1 +	Sécurité maximale
Aa1		AA +		AA +		Haute qualité
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA –		AA –		
A1		A +	A-1	A +	A1	Qualité moyenne supérieure
A2		A		A		
A3	P-2	A –	A-2	A –	A2	Qualité moyenne inférieure
Baa1		BBB +		BBB +		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	A3	
Baa3		BBB –		BBB –		
Ba1	Not Prime	BB +	B	BB +	B	Spéculatif
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB –		BB –		
B1		B +		B +		Hautement spéculatif
B2		B		B		
B3		B –		B –		
Caa		CCC +	C	CCC	C	En mauvaise condition – risques substantiels
Ca		CCC				Extrêmement spéculatif
C		CCC –				Peut être en défaut
/		D	/	DDD	/	En défaut
/				DD		
/				D		

Source : Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, *L'essentiel des marchés financiers : Front office, post-marché et gestion des risques*. Editions d'Organisation, Paris, 2010. p.166

Une notation peut être définie comme étant « un avis informé » ou une « opinion autorisée » sur la qualité de « signature » d'un émetteur de crédit. Elle est exprimée de manière très laconique sous forme de codes (ou de symboles) standardisés, composés de lettres, complétés de chiffres ou de signes + ou -. Elle permet un classement en fonction des caractéristiques particulières du

titre miné et des garanties offertes par son émetteur ; chaque symbole correspond à une graduation sur l'échelle de notes » (Antoine, 2006, p. 34).

Chaque note est la traduction d'une situation spécifique liée au risque de défaut d'un emprunteur, de ce fait, l'organisme qui délivre les notes doit toujours fournir une grille de lecture de la note de crédit.

Tableau n°02 : Définition des notes des émetteurs

S&P	Moody's	Définition des symboles de notation des émetteurs
AAA	Aaa	S&P- Capacité extrêmement forte à respecter ses engagements financiers. Moody's- Sécurité financière exceptionnelle. Même en cas de changements de la situation financière, sa position restera fondamentalement forte.
AA	Aa	S&P- Capacité très forte à respecter ses engagements financiers. Il diffère faiblement de la précédente notation. Moody's- Excellente Sécurité financière. Il est moins bien noté que Aaa car le risque à long terme apparaît supérieur. Ces deux notes constituent des émetteurs à haut grade.
A	A	S&P- Capacité forte à respecter ses engagements financiers. Plus susceptible d'être affecté par les changements de circonstances et des conditions économiques que les précédentes notes. Moody's- Bonne sécurité financière. Des éléments actuels peuvent suggérer une possibilité de dégradation dans le futur.
BBB	Baa	S&P- Capacité adéquate à respecter ses engagements financiers. Des changements défavorables de circonstances ou de conditions économiques vont vraisemblablement affaiblir sa capacité à respecter ses engagements financiers. Moody's- Sécurité financière adéquate. Mais certains éléments protecteurs peuvent manquer ou être incertains sur une longue période.
BB à C	Ba à C	Ces notes sont considérées « spéculatives ». Alors que les précédentes sont considérées « investissement ».
BB	Ba	S&P- De grandes incertitudes et risques face aux mauvaises conditions économiques et financières peuvent mener à une capacité inadéquate de respecter ses engagements financiers. Moins vulnérable sur le court terme que les notations plus basses. Moody's- Sécurité financière incertaine. Souvent la capacité de cette émetteur à respecter ses engagements financiers est modérée et incertaine dans le futur.
B	B	S&P- Capacité de respecter ses engagements financiers sur le court terme. Des conditions d'activité, financière ou économique, défavorables vont vraisemblablement détériorer sa capacité ou sa volonté de respecter ses engagements financiers. Moody's- Sécurité financière pauvre. L'assurance du respect de ses engagements financiers sur une longue période est faible.
CCC	Caa	S&P- Actuellement vulnérable. Sa capacité de respecter ses engagements financiers dépend de conditions d'activité, financière et économique, favorables. Moody's- Sécurité financière très pauvre. Ils peuvent être en défaut ou des éléments de risques présents peuvent empêcher le respect des remboursements prévus.
CC	Ca	S&P- Actuellement hautement vulnérable. Moody's- Sécurité financière extrêmement pauvre. Souvent en défaut ou des faiblesses importantes.
C	C	S&P- Hautement vulnérable à la cessation de paiement. Moody's- Habituellement en défaut et le potentiel de recouvrement faible.
D		S&P- en défaut sur une ou plusieurs de ses obligations financières.

Source : A. Sardi, Bâle II. Paris. Edition Afges, (2004) p. 39

1.2.2 Risque de liquidité

Le risque de liquidité constitue également un risque spécifique lié aux placements obligataires. Dans le cas où l'on souhaite récupérer son argent (capital + éventuellement intérêts) avant l'échéance du placement, soit par nécessité, soit pour réinvestir dans un produit plus rentable. Le risque de liquidité est la probabilité, pour l'investisseur, de rencontrer des difficultés pour récupérer ses fonds avant l'échéance fixée (s'il y en a une).

La liquidité d'un placement est influencée par les facteurs suivants :

- Le volume de transactions sur le marché où est traité le produit, les cours fluctuent davantage sur un marché étroit où un ordre important peut entraîner une forte variation de cours. Plus le marché est profond, plus le risque de liquidité sera faible ;
- Les coûts inhérents à la sortie d'un placement ;
- Le temps nécessaire à la récupération des fonds (risque de paiement).

La sélection et la combinaison de plusieurs obligations permettent d'éliminer les risques spécifiques aux placements obligataires. Ces risques sont donc diversifiables.

1.2.3 Risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur

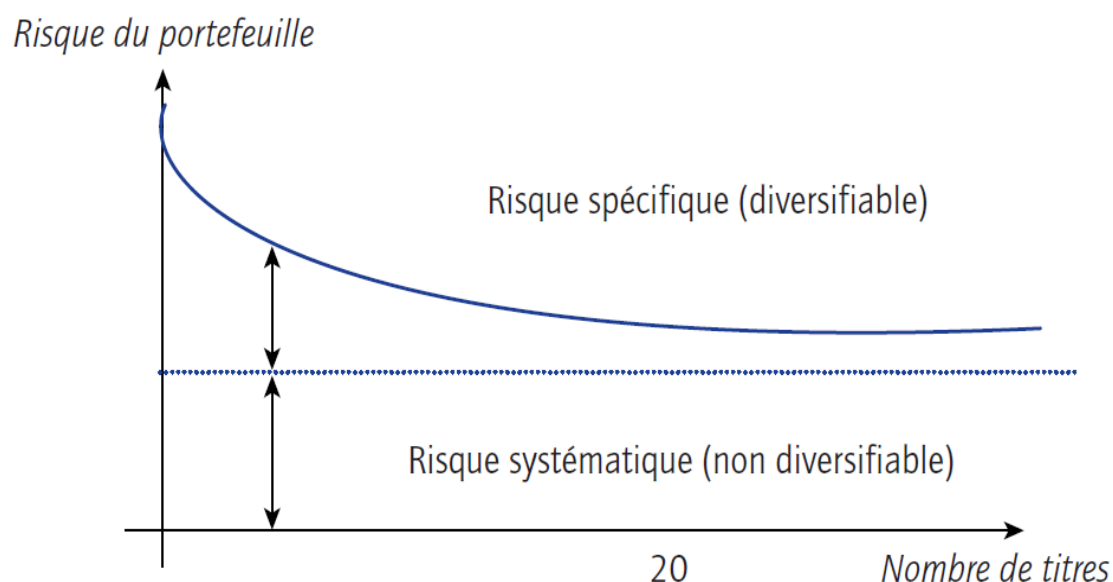
Dans le cas où l'emprunteur exerce son droit de remboursement anticipé à la suite d'une baisse des taux d'intérêt, l'investisseur ne pourra réinvestir le montant reçu qu'à un taux inférieur à celui qui était en vigueur au moment de l'investissement. Le risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur est le risque qu'une obligation soit retirée du marché bien avant l'échéance prévue.

Les émetteurs ont en effet quelquefois la possibilité et l'opportunité d'exercer une clause de rachat ou de remboursement anticipé à un prix déterminé à l'émission de l'emprunt. Lorsque les émetteurs rachètent leurs obligations par anticipation, les obligataires encaissent des fonds qui se trouvent alors exposé à un risque de réinvestissement. En effet, les clauses de

remboursement anticipé au gré de l'émetteur sont exercées lorsque les conditions du marché sont favorables à l'émetteur, c'est -à- dire lorsque le marché a enregistré une baisse significative des taux ; l'émetteur a alors intérêt à rembourser son ancienne dette pour se refinancer ensuite à un coût plus attractif. Pour le détenteur d'obligations, une obligation remboursée par anticipation signifie, la plus part du temps, soit un arrêt du flux de trésorerie récurrent (le coupon), soit un taux de rendement fortement réduit.

La figure ci-dessous illustre le lien entre les risques systématique et spécifique liés aux titres obligataires.

Figure n°12 : Le risque systématique et le risque spécifique



Source : Barneto & Gregorio, DSCG2 Finance, Ed Dunod, 2009. p.56

Plus le portefeuille est constitué de titres différents, plus on diminue le risque en annulant le terme relatif à la variance moyenne. Pour annuler totalement le risque du portefeuille, il faudrait que la covariance soit nulle, ce qui est impossible puisque, sur le marché financier, les valeurs ne fluctuent pas de façon totalement indépendante. (Barneto & Gregorio, 2009, p. 55)

1.3 Autres risques

En plus des risques présentés ci-dessus, qui concernent les obligations, il existe d'autres formes de risques qui concernant les portefeuilles d'obligataires et les risques opérationnels.

1.3.1 Le risque de portefeuille

Lorsque le portefeuille est composé de titres dont les rendements ne varient pas de façons similaires, son risque est alors inférieur à la moyenne des risques de ces titres. En effet, la théorie de portefeuille démontre qu'en prenant un ensemble de titres, pour une rentabilité donnée, le risque peut être réduit.

1.3.2 Le risque opérationnel

L'augmentation des opérations de marché et leur complexité croissante ont donné une nouvelle ampleur aux risques opérationnels associés à l'erreur humaine, aux défaillances des systèmes et à l'inéquation des procédures et contrôles. Ce type de risque est lié à la qualité de la gestion interne mise en place.

2. Le risque de taux d'intérêt et les techniques de couverture

Dans le cadre de la gestion de portefeuille obligataire, les gestionnaires peuvent adopter autant des stratégies de gestion active¹³ que des stratégies de gestion passive¹⁴.

Les stratégies de gestion active peuvent être scindées en quatre catégories : les stratégies basées sur les anticipations des taux d'intérêt, celles basées sur les mouvements de la courbe de taux, celles basées sur les écarts de taux et, celles basées sur les caractéristiques propres de chaque obligation. Quant à celles de gestion passive de portefeuilles obligataires, il s'agit des stratégies

¹³La gestion active a pour objectif de surperformer le marché de référence (appelé "benchmark") du portefeuille géré. Le gestionnaire, à l'aide de divers outils d'analyse, va sélectionner de manière discrétionnaire les produits, titres ou secteurs les plus susceptibles de croître plus vite que le marché.

¹⁴La gestion passive de portefeuille est une stratégie qui consiste à éviter toute analyse économique des titres et à se concentrer sur les indices du marché.

de gestion indicielle de portefeuille et des stratégies d'immunisation de portefeuille. Par ailleurs, certaines stratégies de gestion de portefeuille obligataire combinent les caractéristiques autant des stratégies actives que des stratégies passives.

L'identification et la maîtrise du risque de taux d'intérêt nécessite de mettre place des systèmes appropriés pour sa gestion. En effet, comme les produits de taux constituent une partie non négligeable du patrimoine de l'entreprise, il convient d'évaluer l'impact de ce risque sur le patrimoine et les résultats de l'entreprise.

Si toutes les obligations réagissent à une variation donnée des taux d'intérêt (augmentation de prix lors d'une baisse et baisse des prix lors d'une hausse des taux d'intérêt), la sensibilité d'une obligation aux variations des taux d'intérêt dépend des trois facteurs ci-après :

✓ **Le taux de coupon**

Pour une échéance donnée et un taux de rendement à l'échéance initial donné, plus le coupon est petit, plus grande sera la volatilité de l'obligation.

✓ **L'échéance**

Pour un taux de coupon et un taux de rendement à l'échéance initial donnés, plus l'échéance est éloignée, plus grande sera la volatilité de l'obligation.

✓ **Le taux de rendement à l'échéance**

La volatilité du prix d'une obligation est aussi affectée par le niveau des taux d'intérêt dans l'économie. Même si des obligations ont le même taux de coupon et la même échéance, elles n'auront pas nécessairement le même taux de rendement requis (considérations de crédit). Plus le niveau des taux de rendement à l'échéance est élevé, moins volatil est le cours de l'obligation. Ceci implique que, pour un changement donné des taux de rendement à l'échéance, la volatilité du prix sera plus élevée quand les niveaux des taux d'intérêt sur le marché sont bas.

L'étude des concepts de base pour l'appréciation et l'évaluation du risque de taux est un préalable indispensable à la mise en œuvre des stratégies de gestion de ce risque. Il s'agit de l'étude des différentes mesures de la duration et de la convexité. Ces concepts sont essentiels pour la couverture des portefeuilles, la gestion des avoirs et des engagements et l'immunisation des bilans.

Dans ce cadre, l'évaluation du bilan d'une entreprise revient en fait à l'évaluation d'un portefeuille d'actifs dans lequel chaque actif financier correspond à un poste du bilan. Cette évaluation implique une actualisation des flux générés par chaque actif. Dans la mesure où l'actualisation est utilisée, chaque poste augmente ou diminue en fonction des variations des taux d'intérêt.

Par conséquent, lorsque le taux d'intérêt augmente, les postes de l'actif se déprécient et inversement. Aussi, une baisse des taux d'intérêt conduit à une hausse de la valeur actuelle de la dette. Cette hausse constitue une menace pour le remboursement de la dette par l'entreprise.

Les effets du risque de taux d'intérêt sur les valeurs de l'actif et du passif varient en fonction des caractéristiques de chaque poste d'actif. L'évaluation de ce risque permet de mesurer l'effet des variations des taux d'intérêt sur les fonds propres et la valeur de l'entreprise. Par ailleurs, Le risque de taux d'intérêt se manifeste également au niveau du compte de résultat. L'identification de ce risque s'effectue au niveau des comptes de produits et de charges de l'entreprise.

D'un point de vue conceptuel, il convient de préciser que dans le cadre de l'approche actuarielle¹⁵, les effets du risque de taux d'intérêt sont variables d'un actif à un autre puisque les variations de ces derniers s'effectuent dans des proportions différentes. Autrement dit, il existe des actifs qui sont plus

¹⁵Cette approche met en avant les flux futurs de l'entreprise dont la valeur dépend dès lors de sa capacité à générer des flux de trésorerie. Ainsi, il est possible de considérer que « la valeur de l'entreprise pour un investisseur est la somme actuelle de son rendement futur ». Il s'agit donc d'actualiser les montants que l'investisseur prélèvera dans le futur sur l'entreprise.

sensibles que d'autres à la variation des taux d'intérêt. Le risque de taux d'intérêt, identifié par l'approche actuarielle, peut être évalué à partir des notions de sensibilité, de duration, de taux d'élasticité et de degré de sensibilité, permettant ainsi de mieux l'appréhender et réduire son impact sur la structure financière de l'entreprise.

Par ailleurs, il faut souligner que les concepts de la duration et de la convexité sont souvent utilisés pour les titres obligataires, les titres de créances hypothécaires, les opérations de prêt, les créances et plus généralement chaque actif constitutif du bilan. Les fluctuations des taux d'intérêt posent avec acuité le problème de l'immunisation d'un portefeuille obligataire¹⁶.

Il est donc logique qu'un gérant de portefeuille obligataire ou tout autre investisseur puisse privilégier la sécurité du rendement, plutôt que de s'exposer à une valorisation erratique de ses avoirs. Dans le cas d'un établissement financier, cette exposition s'applique aussi bien à l'actif qu'au passif du bilan. L'immunisation d'un portefeuille repose, implicitement ou non, sur le concept de duration.

2.1. La duration

Le concept de la duration est fondamental pour l'appréciation et l'évaluation du risque des taux d'intérêt. La duration d'un portefeuille obligataire est souvent calculée à partir de la somme des durations individuelles de ses éléments constitutifs. Les formules utilisées sont fondées sur l'actualisation des flux monétaires espérés. (Mondher, 2005)

Le coefficient de duration d'une obligation peut être défini comme la date moyenne à laquelle son détenteur percevra les flux monétaires auxquels la

¹⁶L'Immunisation de portefeuille consiste à minimiser le risque de taux porté par un bilan, de façon à ce que l'appréciation (ou la dépréciation) des actifs suite à une fluctuation des taux d'intérêt

détention de son obligation lui donne droit (Broquet & Cobbaut, Gestion de portefeuille, 1998, p. 425).

La duration est une mesure importante pour :

- Déterminer la durée effective ;
- Effectuer l'immunisation contre une variation positive ou négative des taux d'intérêt ;
- Mesurer la sensibilité (du prix) à une variation positive ou négative des taux d'intérêt.

Elle est calculée par la formule suivante :

$$D = \frac{\sum_{t=1}^N \frac{t \cdot C_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^N \frac{C_t}{(1+i)^t}}$$

Avec :

D : Duration de l'obligation

C : Flux financier (Coupon ou principal)

i : Taux de rendement actuariel annuel

N : Nombre total d'annuités (nombre d'années x remboursements par an)

t : Temps jusqu'au paiement du flux (années pleines plus fractions d'années)

La duration mesure de la durée de vie moyenne d'une obligation non encore remboursée à une date considérée et est assimilable à un délai moyen de récupération de la valeur actuelle. Elle est exprimée en année. Il s'agit d'un outil permettant de comparer schématiquement plusieurs instruments ou obligations à taux fixe entre eux.

En pratique, le concept de duration est très utilisé en pratique par les gestionnaires de portefeuilles afin de caractériser une obligation et gérer le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt. En effet, contrairement à l'échéance, qui ne tient compte que de la date où aura lieu le paiement final,

la duration prend également en considération l'importance des versements d'intérêt et le moment où ces derniers auront lieu.

Sur le plan mathématique, la duration mesure la durée moyenne pondérée jusqu'à l'encaissement des flux que l'obligation génère (coupons et remboursement du principal). Cette information est une approximation de la variation du prix de l'obligation pour une variation de son taux de rendement actuariel de 1%.

Plus la duration d'un titre est élevée, plus le prix de ce dernier est volatile et donc risqué car son prix réagira plus fortement à une variation des taux d'intérêt que celui d'une obligation avec une duration moins élevée. Il convient de noter que, bien que précis pour estimer les variations de prix pour des variations de taux jusqu'à une certaine ampleur, cette précision décroît nettement lorsque les variations sont plus fortes. Ce phénomène est dû à la convexité de la courbe prix-taux des obligations.

Par ailleurs, il faut noter que :

- La duration d'une obligation zéro-coupon est égale à sa maturité.
- À échéance égale, la duration est plus longue si le coupon est faible.
- À coupon égal, la duration augmente généralement avec l'échéance. La durée augmente toujours avec l'échéance pour les obligations se vendent au pair ou à prime.
- La duration est plus longue lorsque le rendement à l'échéance est plus faible, toute chose étant égale par ailleurs.
- La duration d'un portefeuille d'obligations est égale à la moyenne pondérée des durées des obligations qui le composent (poids = proportion de chaque obligation dans le portefeuille).

Malgré son caractère indispensable dans la mesure et l'évaluation du risque de taux d'intérêt, Le concept de duration n'est pas exempt de limites. Les principaux reproches faits à la duration sont les suivants :

La duration n'est précise que pour des mouvements faibles du taux actuariel. Elle ne prend en compte que des mouvements parallèles de la courbe des taux d'intérêts et ne prend pas en considération des mouvements non-linéaires : redressement de la courbe sur le court terme uniquement et baisse de la courbe à long terme uniquement. Enfin, la duration n'est pas fixe dans le temps car elle évolue à mesure que l'on se rapproche et dépasse les échéances des flux. Par ailleurs, elle ne tient pas compte de la convexité des prix de l'obligation par rapport à un changement du taux actuariel.

2.2 La sensibilité

La sensibilité permet de calculer et de prévoir la variation du prix d'une obligation pour une petite variation de taux. Elle est exprimée par la variation du cours (exprimée en pourcentage) d'une obligation, générée par une variation de son taux de rendement actuariel. Elle représente la dérivée première de la valeur de l'obligation par rapport au taux d'intérêt divisée par la valeur de l'obligation (c'est l'élasticité du cours par rapport aux taux du marché). Elle correspond alors à la pente de la tangente de la courbe des valeurs de T obligation en fonction des taux d'intérêt.

La sensibilité est calculée comme suit :

$$S = -\frac{1}{(1+i)} \times D$$

Avec :

S : Sensibilité

i : Taux de rendement de l'obligation

D : Duration

2.3 La convexité

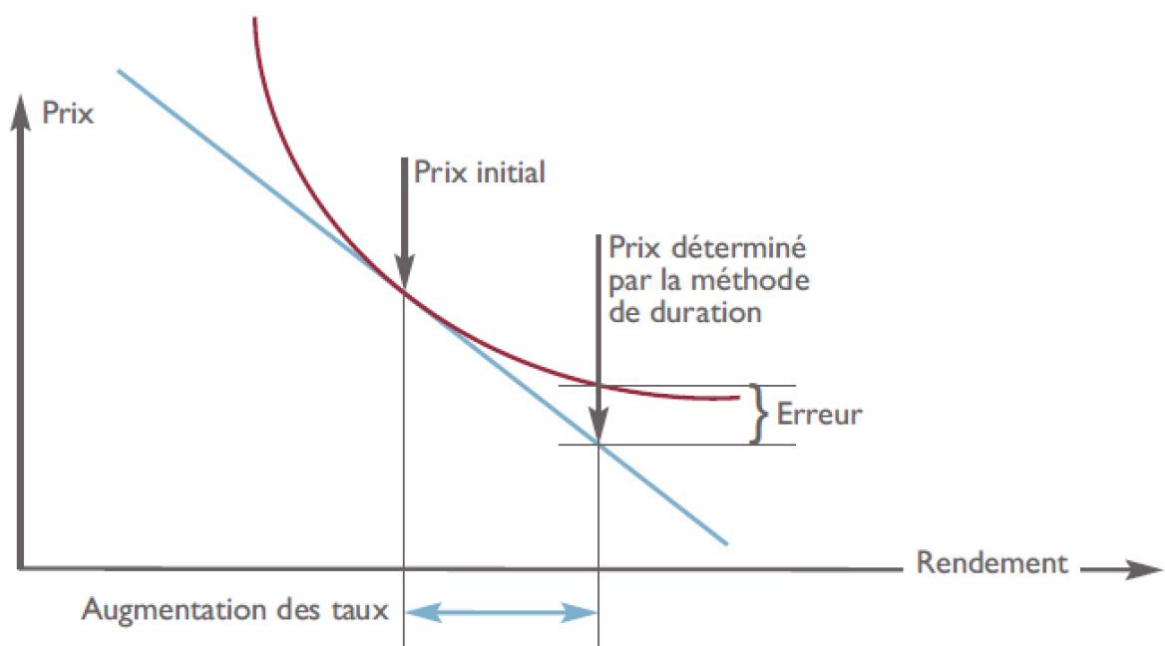
Pour une variation conséquente de taux d'intérêt, la sensibilité fournit une variation des prix des obligations insuffisamment précise. En effet, la réalité du marché nous permet de dire que la sensibilité, représentée par une fonction de dérivée première, ne fournira une bonne approximation des prix

que pour des variations infimes des taux d'intérêt. Par conséquent, le recours à une méthode précise impose l'application d'un autre terme autre que la duration, négligeable pour des petites variations de taux d'intérêt. Cet élément suppose que la relation qui lie le prix et le taux de rendement d'une obligation n'est pas linéaire mais plutôt convexe, d'où le concept de « convexité »

La convexité représente la dérivée seconde du cours d'une obligation par rapport au taux d'intérêt. Elle permet la mesure de la variation relative de la sensibilité d'une obligation pour une petite fluctuation des taux d'intérêt. Par ailleurs, la convexité exprime la rapidité de l'appréciation et la lenteur de la dépréciation du cours de l'obligation si les taux subissent une baisse ou montent respectivement.

Le graphique ci-dessous démontre la relation entre la durée d'une obligation et la convexité. La durée de l'obligation est représentée par la ligne droite tracée entre « taux d'intérêt » et « cours de l'obligation ». La convexité correspond à la courbe qui prédit de façon plus précise les variations de cours d'une obligation en fonction des variations de taux d'intérêt.

Figure n° 13 : La relation entre la durée d'une obligation et la convexité



Source : F. PLANCHET, cours sur Les risques de crédit et de liquidité dans la formule standard de solvabilité 2, version 1.3, 2012.

La convexité peut prendre une valeur positive ou négative comme suit :

- La convexité positive se produit lorsque la duration d'une obligation augmente alors que son cours diminue.
- La convexité négative se produit lorsque la duration d'une obligation augmente de même que son cours.

Pour les investisseurs, il s'agit de privilégier les obligations qui ont tendance à vouloir une convexité positive car cela signifie que leurs cours sont moins sensibles aux variations des taux d'intérêt. Quant à la convexité négative, elle implique que les variations de cours seront plus importantes si les taux d'intérêt augmentent.

Soient deux obligations A et B ayant la même durée. Dans le cas où l'obligation B est plus convexe que l'obligation A, les investisseurs préféreront l'obligation B à A puisque :

- Lorsque les taux baissent, le prix de B augmente plus que celui de A.
- Lorsque les taux augmentent, le prix de B baisse moins que celui de A.

Dans le cas où les investisseurs anticipent une très faible volatilité des taux d'intérêt, il n'aura plus d'avantage de détenir l'obligation la plus convexe étant donné que les prix des deux obligations réagissent de la même façon aux petites variations des taux (durée équivalente). Dans cette situation, les investisseurs ne devraient pas payer beaucoup pour la convexité. Par ailleurs, si le marché attribue une grosse valeur à la convexité, l'obligation B offrirait un plus faible taux de rendement à l'échéance que l'obligation A.

Conclusion

Les titres obligataires, à travers la multitude de formes qu'ils peuvent revêtir, constituent autant, pour les investisseurs que pour les entités cherchant des moyens de financement alternatifs, un excellent moyen de mobiliser des fonds ou de placer son épargne et à des coûts attractifs, présentant plusieurs possibilités de remboursement.

Cette diversité offre au plus simple des ménages des possibilités attractives pour le placement de l'épargne, par l'achat des obligations émises sur le marché, permettant ainsi de réaliser des revenus non négligeables eu égard au taux de rémunération de ces dernières qui sont bien plus intéressants que ceux offerts par les produits bancaires (comptes épargne). Pour les investisseurs et les grandes entreprises, l'émission d'emprunts obligataires est un moyen de mobiliser l'épargne théorisée des ménages et collecter d'importants et précieux fonds nécessaires pour nourrir leurs besoins de trésorerie qui naissent soit de leur cycle d'exploitation ou pour le financement exceptionnel d'une opération d'investissement d'envergure.

Cependant, les placements obligataires présentent divers risques, il appartient donc à l'investisseur de maîtriser les aspects techniques liées aux obligations présentées dans ce chapitre. Cette connaissance permettra de réduire le risque afin de lui garantir des placements surs. Quant à l'émetteur, dans le souci d'honorer ses obligations, il est astreint à produire une information comptable fiable, d'où la nécessité de la maîtrise des aspects techniques par les deux parties.

La duration, initialement conçue comme une mesure améliorée de la maturité d'une obligation, est devenue une mesure très utilisée d'exposition au risque de taux. Cette mesure ne saurait être pertinente pour des variations importantes de taux. La convexité peut servir alors à corriger les effets des variations non négligeables

L'évaluation de l'obligation met en évidence l'influence de la variation des taux d'intérêt sur ses prix et ses cours. C'est pour cela que toute entreprise projetant d'émettre des obligations ou épargnant espérant faire un gain à la suite de son placement dans ces titres, doivent bien connaître cet instrument financier.

Chapitre quatre

Les sources de financement externe des entreprises en Algérie

Introduction

Sous la pression des dysfonctionnements structurels de l'économie, le gouvernement algérien a décidé de réformer le secteur économique par soucis de remettre l'économie sur le sentier de la croissance. Parmi les principales réformes introduites pour le secteur financier, fût la promulgation en 1990, de la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit.

Cette loi est un texte législatif qui couvre plusieurs domaines. Elle est venue apporter plusieurs changements dont la fixation des limites aux avances de la banque centrale au trésor public, dont elle arrête le principe du remboursement impératif. La substitution de la gestion de la monnaie et du crédit au conseil de la monnaie et du crédit (CMC) au précédent conseil nationale de crédit (CNC) ainsi que la possibilité aux établissements bancaires privés et étrangers d'opérer sur le territoire national.

Cette loi qui s'intègre dans le dispositif législatif d'application de la réforme économique vise la réorganisation du système monétaire et financier, la revitalisation de la production et l'investissement par les capitaux internes et externes.

Cependant, Le système financier algérien demeure à ce jour insuffisamment développé, ce qui lui donne sa principale caractéristique, celle d'être un système essentiellement à vocation bancaire. Le marché financier est dans un état embryonnaire. La Bourse d'Alger est de très petite taille, sur laquelle sont cotées cinq sociétés, avec un volume de transactions minime. Le marché des obligations d'entreprise (corporate) qui avait commencé à se développer durant la décennie 2000, s'est ralenti

brusquement à partir de 2010, faisant que le marché des instruments à revenu fixe soit dominé essentiellement par les titres du Trésor.

Le financement bancaire constitue alors le principal moyen auquel ont recours les entreprises algériennes pour se financer. En effet les banques, en tant qu'intermédiaires financiers occupent une place centrale au sein du système financier, intervenant de façon accrue, voire totale dans le financement de l'économie nationale.

Ce rôle central des banques tient tant de l'activité d'intermédiaire financier à travers la collecte de ressources et de distribution de crédits mais aussi comme un acteur indispensable sur le marché financier à travers le rôle d'intermédiaire en opérations de bourse IOB.

Section 1 : Dynamique du financement par crédit bancaire

Plusieurs phases caractérisent l'évolution du système bancaire algérien, correspondant à des stades dans la construction de l'économie nationale et ce, depuis le recouvrement de l'indépendance nationale.

1. Genèse et configuration du système bancaire algérien

Le système financier algérien a connu depuis l'indépendance trois principales périodes correspondant à des évolutions majeures de l'économie nationale. Il s'agit en premier lieu de la phase de la récupération de la souveraineté nationale sur le système financier hérité de la colonisation, grâce surtout au mouvement des nationalisations des établissements bancaires et financiers étrangers, entamé dès 1966. Ensuite il y a eu l'adoption du système de planification centralisée à partir de 1970 à travers lequel le système financier s'est trouvé confiné comme simple dispositif au service du plan de développement économique.

Le choc pétrolier de 1986 a mis en évidence les limites de la planification centralisée et les lacunes dont souffrait l'économie algérienne. Aussi, l'entrée vers l'économie de marché a été préconisée par les pouvoirs publics. Ceci a donné lieu à plusieurs réformes économiques à partir de 1988

notamment l'adoption en 1990 de la loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit, apportant ainsi une nouvelle configuration au paysage bancaire et financier.

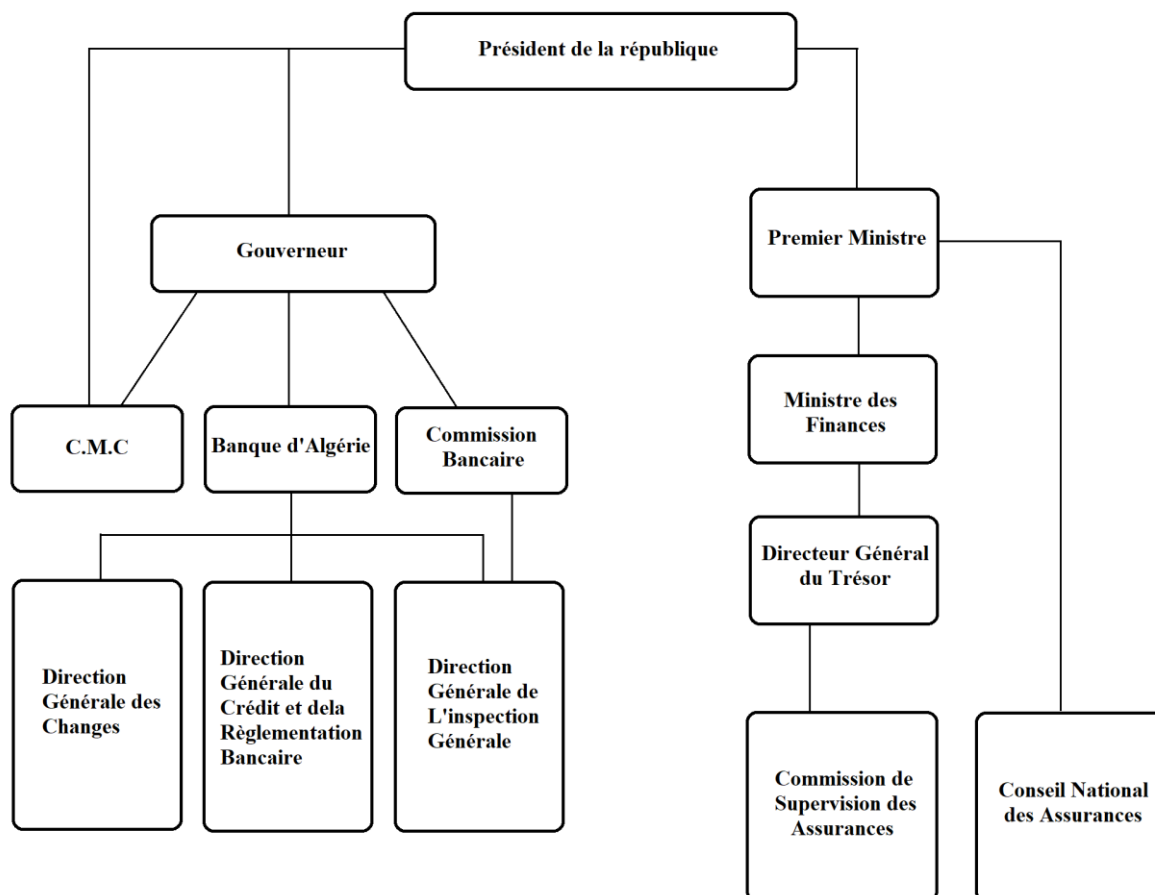
Cette loi a été modifiée par l'ordonnance n° 01-01 du 27 février 2001 notamment, l'aspect relatif à la distinction entre la Direction de la Banque d'Algérie et l'autorité monétaire qu'est le Conseil de la monnaie et du crédit.

La loi n° 90-10 est abrogée par l'ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit tout en gardant l'essentiel de l'architecture du système monétaire et bancaire. Plusieurs modifications ont été apportées néanmoins par rapport à la première loi, particulièrement l'article 118 qui oblige les banques à constituer un fonds de garantie des dépôts bancaires dédié exclusivement à l'indemnisation des petits épargnants en cas de défaillance d'une banque. Ceci est prévu suite à l'expérience malheureuse des épargnants de la banque EL Khalifa.

Une mise à jour de l'ordonnance 03-11 s'est opérée ensuite par l'ordonnance n° 10-04 du 26 août 2010, notamment l'article 35 définissant l'objectif de la Banque d'Algérie. En effet, l'institution « a pour mission de veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire, de créer et maintenir, dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement soutenu de l'économie, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière ».

L'organisation actuelle du système monétaire et bancaire algérien s'articule autour des composantes suivantes :

Figure n°14 : Organigramme du système bancaire et financier algérien



Source : Réalisé par nos soins à partir de la synthèse publiée par le FMI dans son rapport n° 14/161 consacré à l'évaluation de la stabilité du système financier algérien, juin 2014.

Enfin, une autre modification à l'ordonnance n° 03-11 est introduite par la loi n° 17-10 du 11 octobre 2017 portant essentiellement sur l'introduction de l'article 45 bis autorisant la Banque d'Algérie à pouvoir réaliser des achats directement auprès du Trésor de titres, émis par celui-ci, en vue de :

- Couvrir des besoins de financement du Trésor ;
- Financement de la dette publique interne ;
- Financement du Fonds National d'Investissement (FNI).

Il s'agit là du processus de financement non conventionnel décidé pour une durée de 5 ans avec la condition qu'il soit suivi d'un programme de réformes économiques destinées à consolider les équilibres internes et externes de l'économie nationale.

Les structures qui encadrent l'édifice monétaire et financier algérien sont :

✓ **La Banque d'Algérie**

En tant qu'institut d'émission, ses attributions sont définies par l'article 35 de l'ordonnance n° 10-04 relative à la monnaie et au crédit. L'institution a pour mission de *veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire, de créer et de maintenir, dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement soutenu de l'économie, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière. A cet effet, elle est chargée de régler la circulation monétaire, de diriger et de contrôler, par tous les moyens appropriés, la distribution du crédit, de réguler la liquidité, de veiller à la bonne gestion des engagements financiers à l'égard de l'étranger, de réguler le marché des changes et de s'assurer de la sécurité et de la solidité du système bancaire.* (JORA, Ordonnance relative à la monnaie et au crédit, 2010 n° 50)

✓ **Le Conseil de la monnaie et du crédit**

En tant qu'autorité monétaire, ses attributions sont définies par l'ordonnance n° 03-11 relative à la monnaie et au crédit. Il est chargé des domaines suivants : (JORA, Ordonnance relative à la monnaie et au crédit, 2003 n° 52)

- L'émission de la monnaie ;
- Les normes et conditions des opérations de la Banque Centrale (escompte, pension et gage des effets publics et privés, opérations sur métaux précieux et devises) ;
- La définition, la conduite, le suivi et l'évaluation de la politique monétaire ;
- Le fonctionnement et la sécurité des systèmes de paiements ;

- Les conditions d'ouverture en Algérie de bureaux de représentation de banques et établissements financiers étrangers ;
- Les normes et ratios applicables aux banques et établissements financiers en matière de couverture et de répartition des risques ;
- La protection de la clientèle des banques et établissements financiers ;
- Les normes et règles comptables applicables aux banques et établissements financiers ;
- Les conditions techniques d'exercice de la profession bancaire et des professions de conseil et de courtage ;
- La définition des objectifs de la politique de taux de change et du mode de régulation du change ;
- La réglementation des changes et l'organisation du marché des changes,
- La gestion des réserves de change.

✓ **La Commission bancaire :**

L'article 105 de l'ordonnance n° 03-11 relative à la monnaie et au crédit (JORA, Ordonnance relative à la monnaie et au crédit, 2003 n° 52) institue une Commission bancaire chargée :

- ✓ De contrôler le respect par les banques et les établissements financiers des dispositions législatives et réglementaires, et de sanctionner les manquements constatés ;
- ✓ D'examiner les conditions d'exploitation des banques et des établissements financiers et veiller à la qualité de leur situation financière ;
- ✓ Elle veille au respect des règles de bonne conduite de la profession.
- ✓ Elle constate les infractions commises et leur applique les sanctions disciplinaires prévues.

Les banques, en tant qu'intermédiaires financiers, assurent la collecte des ressources auprès du public, octroient des crédits à la clientèle directement ou par l'achat d'obligations émises sur le marché financier par les entreprises et autres institutions financières et mettent à la disposition de la clientèle des moyens de paiement en assurant leur gestion. Elles effectuent aussi différentes opérations bancaires connexes.

Le nombre de banques et d'établissements financiers selon la Banque d'Algérie (Banque d'Algérie, 2017 Rapport annuel) s'élève à 29 institutions réparties comme suit :

Tableau n°03 : Liste des banques présentes en Algérie

Banques publiques	Banques privées à capitaux étrangers	Succursales de banques
- BNA - BEA - CPA - BADR - BDL - CNEP	- Al Baraka - Arab Banking Corporation (ABC) - Société Générale - Natixis - BNP Paribas - Trust Bank - Gulf Bank - The Housing Bank for Trade and Finance - FransaBank - Crédit agricole Corporate & Investment - Al Salam	- Citibank N.A - Arab Banking P.L.C - HSBS

Source : Banque d'Algérie

Les banques publiques jouent un rôle clé en contrôlant une part importante du marché : elles collectent 87% des dépôts et octroient 89% des crédits. Par ailleurs, aucune banque privée à capitaux algériens n'active sur le marché local depuis plus de 10 ans.

Tableau n°04 : Ressources collectées par les banques

U=Milliards de DA

Nature des dépôts	2013	2014	2015	2016	2017
I. Dépôts à vue	3 537,5	4 428,2	3 891,7	3 732,2	4 499,0
Banques publiques	2 942,2	3 705,5	3 299,7	3 060,5	3 765,5
Banques privées	595,3	722,7	594,0	671,7	733,5
II. Dépôts à terme	3 691,7	4 090,3	4 443,4	4 409,3	4 708,5
Banques publiques	3 380,4	3 800,2	4 075,8	4 010,8	4 233,0
Dont dépôts devises	324,2	348,8	428,8	412,8	456,9
Banques privées	311,3	290,1	367,6	398,6	475,5
Dont dépôts devises	45,7	56,0	67,2	66,6	86,5
III. Dépôts en garanties	558,2	599,0	865,6	938,4	1 024,7
Banques publiques	419,4	494,4	751,2	833,7	782,1
Dont dépôts devises	3,0	1,4	8,8	3,9	2,1
Banques privées	138,8	104,6	114,4	104,7	242,6
Dont dépôts devises	1,4	1,9	1,8	6,3	4,6
IV. Total des ressources collectées	7 787,4	9 117,5	9 200,7	9 079,9	10 232,2
Part des banques publiques	86,6 %	87,7 %	88,3 %	87,1 %	85,8 %
Part des banques privées	13,4 %	12,3 %	11,7 %	12,9 %	14,2 %

Source : Banque d'Algérie. Rapport annuel 2017. Evolution économique et monétaire en Algérie.

Nous constatons que le système bancaire reste toujours dominé par les six grandes banques publiques, qui jouent le rôle de caisses de trésorerie pour l'Etat, pour quelques grandes entreprises publiques et pour une poignée de grands groupes privés dépendant de la commande publique.

Quant aux institutions financières agréées par la Banque d'Algérie, elles se présentent comme suit :

Tableau n°05 : Institutions financières présentes en Algérie

Etablissements financiers	Sociétés de leasing	Bureaux de représentation
- Caisse Nationale de Mutualité Agricole (CNMA) <i>publique</i> - Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) <i>publique</i> - Société Financière d'Investissement, de participation et de placement (SOFINANCE)	- Arab Leasing Corporation (ALC) - Maghreb Leasing (MLA) - Société Nationale de leasing (SNL) <i>publique</i> - Idjar Leasing (ILA) <i>publique</i> - EL Djazair Idjar (EDI) <i>publique</i>	- British Arab Commercial Bank (BACB) - Union des Banques Arabes et Françaises (UBAF) - Crédit Industriel et Commercial (CIC) - Banco Sabadell - Monteil Dei Paschi Di Siena - Caixabank « Espagne »

Source : Banque d'Algérie

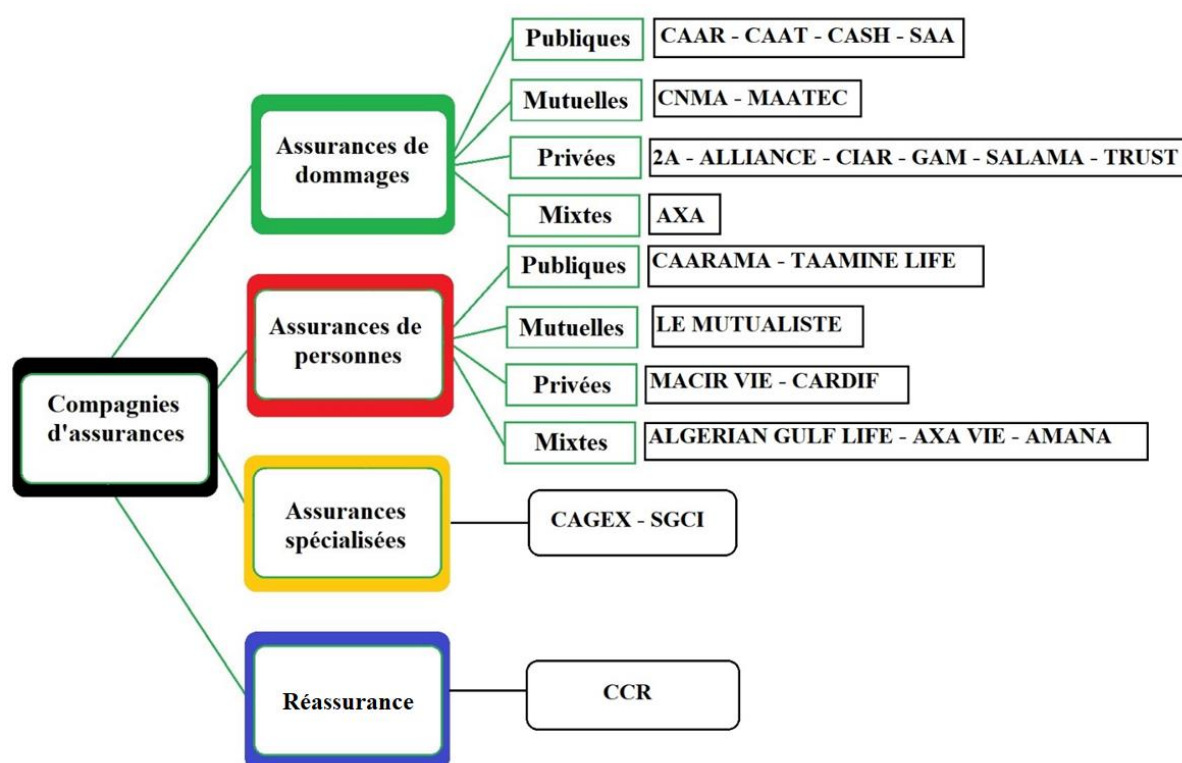
Ces institutions financières effectuent toutes les opérations de banque à l'exception de la collecte de dépôts auprès du public et de la gestion des moyens de paiement. Cependant, selon la Banque d'Algérie, l'activité de ces établissements financiers demeure encore faible malgré l'augmentation de leur total actif ces dernières années.

Quant aux compagnies d'assurances, Le marché algérien des assurances est organisé selon les spécialités suivantes :

- Assurances de dommages ;
- Assurances de personnes ;
- Assurances spécialisées ;
- Réassurance.

Ces compagnies sont au nombre de vingt-quatre (24) activant dans ces différentes branches et présentées comme suit :

Figure n°15 : Compagnies d'assurance en exercice



Source : Construction personnelle à partir des données de l'Union Algérienne des Sociétés d'Assurance et de Réassurance (UAR)

Les compagnies publiques détiennent 66 % du marché. Par ailleurs, depuis 2007, il est fait obligation de séparer l'assurance-vie (et autres produits d'assurance de personnes) de l'assurance-dommages.

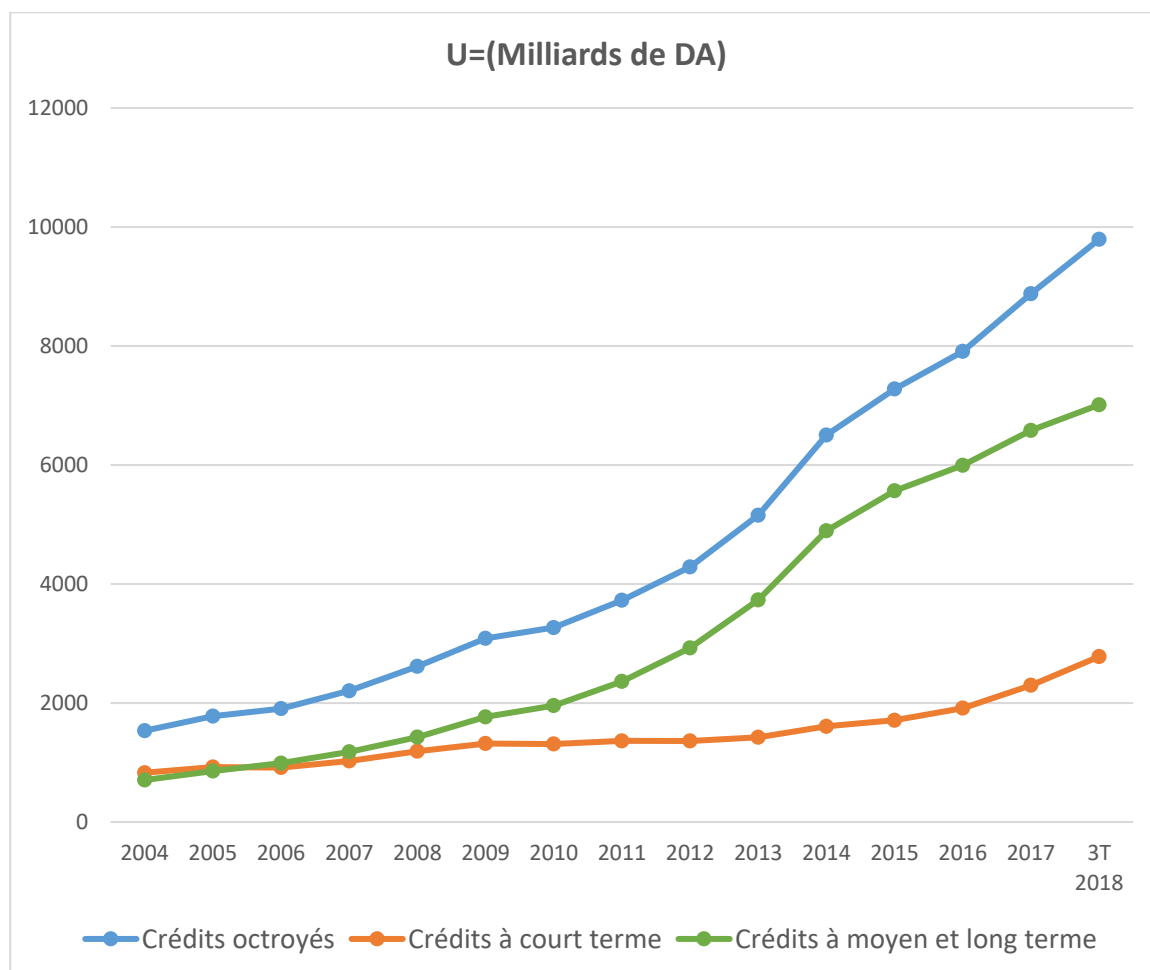
2. Le crédit bancaire

Le crédit bancaire sous toutes ses formes représente la principale source de financement externe des entreprises industrielles algériennes quelle que soit leur taille ou le secteur d'activité.

A partir de 2010, les cours du pétrole brut sont en hausse très sensible et les banques algériennes se retrouvent rapidement en situation de surliquidité. Le Ministère des Finances décide alors de mettre en place un système de subvention des taux d'intérêt basé sur des bonifications nombreuses. On assiste alors à une très forte hausse des crédits bancaires

en raison de la subvention massive du crédit et en même temps une réduction sensible du programme d'émissions obligataires.

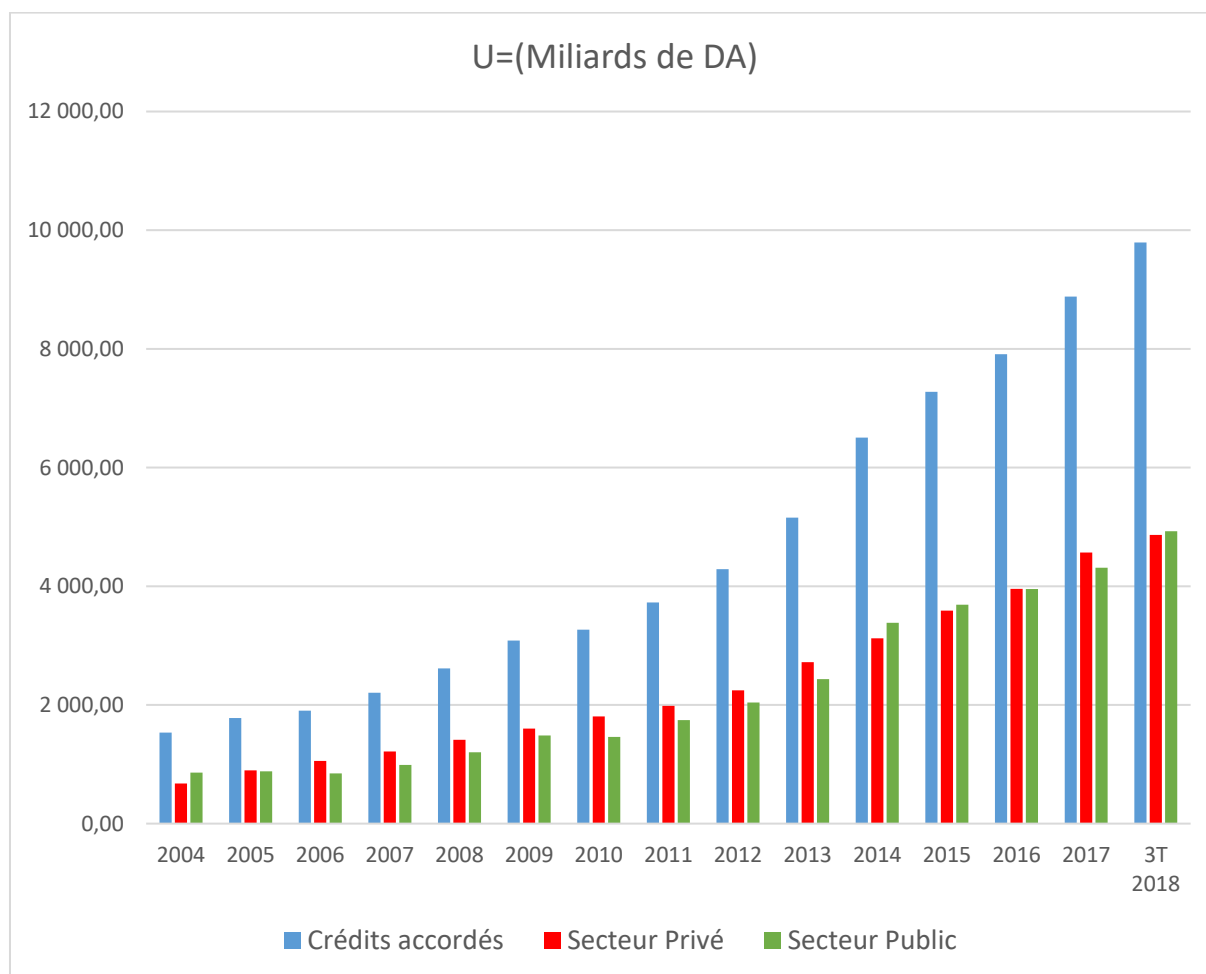
Graph n°02 : Volume des crédits octroyés par les banques



Source : Banque d'Algérie

Les crédits bancaires à moyen et long terme sont ceux qui ont le plus rapidement progressé par rapport aux crédits à court terme. Ils passent de 1957 milliards DA en 2010 pour atteindre 7012 Milliards DA au 3^e trimestre de 2018 soit une importante progression de l'ordre de 358%. L'explication réside dans le volume des investissements programmés par de nombreuses entreprises publiques et aussi privées et na non diversification des sources de financement. Par ailleurs ces crédits à moyen et long terme sont accordés principalement par des banques commerciales et sont financés par de la ressource à vue, issue principalement des dépôts de la clientèle.

Graph n° 03 : Répartition des crédits octroyés par secteur économique



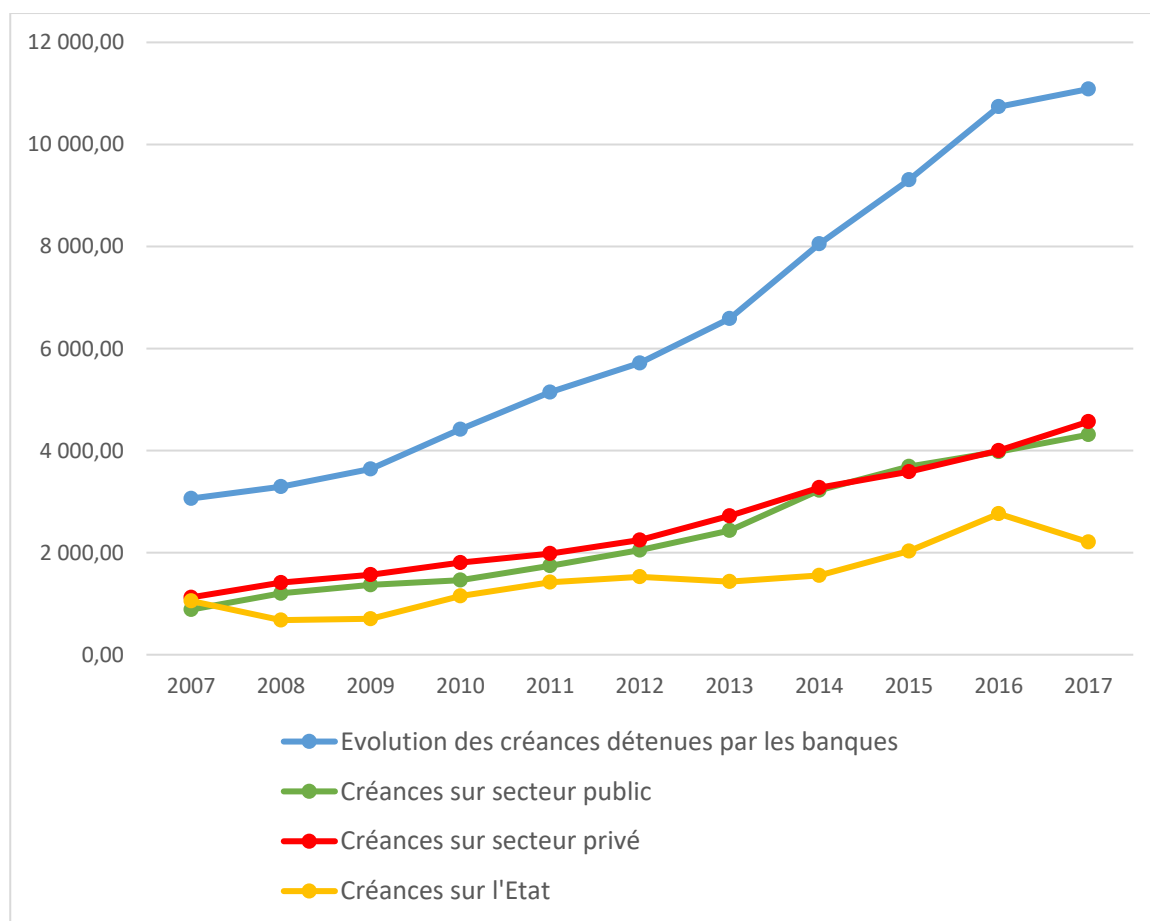
Source : Banque d'Algérie

En termes de répartition des crédits, le secteur privé et public bénéficient d'une répartition assez équitable et ce depuis plusieurs années.

Entre temps, les banques publiques qui ont eu à distribuer la part la plus conséquente de crédits, accumulent d'importantes créances improductives détenues sur des entreprises se nourrissant de la rente, et qui ne fonctionnent que grâce à des opérations de « recapitalisations - assainissements » opérées chaque année par le Trésor public, à coup de plusieurs milliards de dinars. (A. Kateb, 2017)

Quant à l'évolution des créances détenues par les banques, nées des différents crédits accordés aux opérateurs économiques se présente dans le graphe suivant :

Graphe n°04 : Evolution des créances détenues par les banques

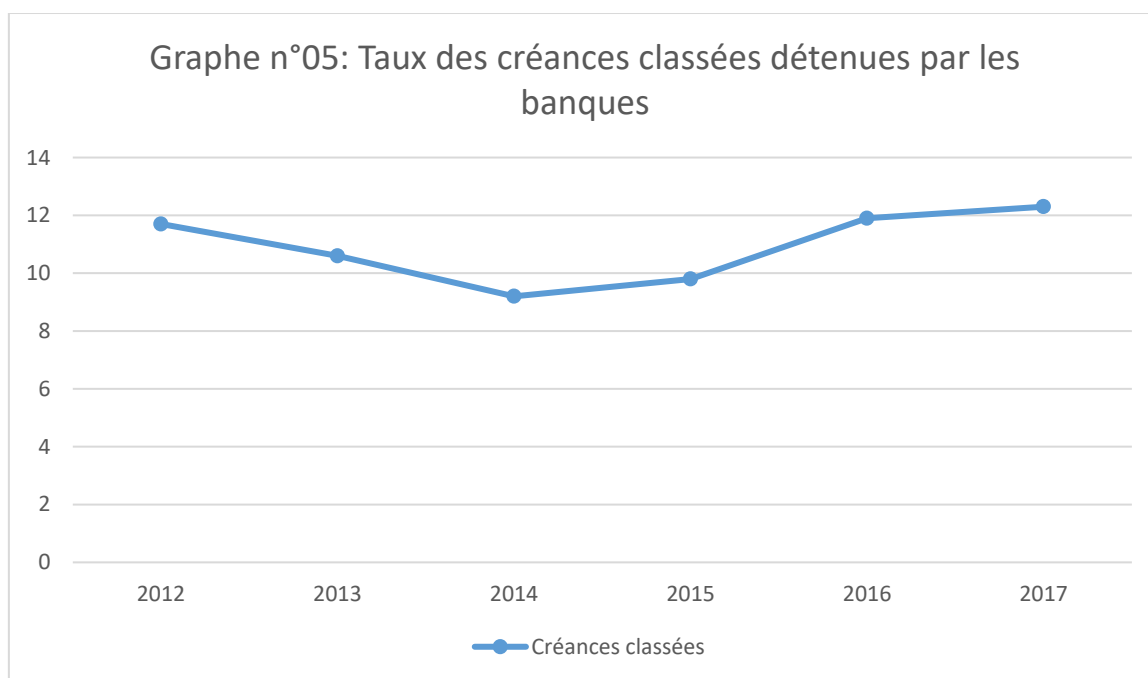


Source : Réalisé par nos soins sur la base des chiffres publiés par la Banque d'Algérie

La progression des créances détenues par les banques est elle aussi en progression fulgurante, particulièrement après 2010, suite aux nombreux crédits distribués afin de répondre aux besoins de financement exprimés par les opérateurs économiques, aussi bien publiques que privés. Ces crédits ont engendré des créances non performantes ou classées¹⁷ au niveau des banques, particulièrement publiques.

Le graphe suivant illustre les niveaux de ces créances au niveau des banques.

¹⁷ Sont considérées comme créances classées, les créances qui présentent l'une des caractéristiques suivantes : un risque probable ou certain de non recouvrement total ou partiel ou des impayés depuis plus de trois mois. Art 05 du règlement de la Banque d'Algérie n°14-03 du 16 février 2014 relatif aux classement et provisionnement des créances et des engagements par signature des banques et établissements financiers.



Source : données de la Banque d'Algérie

Le niveau des créances non performantes par rapport au total des créances (crédits distribués et autres créances entrant dans le calcul de ce ratio) est en hausse en 2017 (12,3 % contre 11,9 % en 2016 et 9,8 en 2015). Ces taux sont élevés comparativement aux standards internationaux en la matière.

Dans les banques publiques, ce niveau est légèrement plus élevé (12,9 %) en raison de la transformation d'une importante partie (42%) des crédits octroyés dans le cadre du programme d'aide à l'emploi (ANSEJ, CNAC, ANGEM) arrivés à échéance, en créances classées. Par ailleurs, au niveau des banques privées, le taux de créances classées a baissé en 2017 par rapport à son niveau de 2016 (7,9 % contre 8,2 %).

Les créances non recouvrées des banques algériennes ont atteint un montant global de près de 1000 milliards de DA en 2017, correspondant au taux de 12,3% cité ci-dessus. Sont cités parmi les mauvais payeurs, les secteurs économiques publics et privés, mais aussi et surtout les microentreprises relevant du dispositif de l'ANSEJ.

L'accumulation de créances improductives dans les portefeuilles des banques est inquiétante considérant leur caractère structurel et persistant, la

récurrence de ce phénomène sur plusieurs années dénote d'une gouvernance financière perfectible et d'une faible autonomie de gestion au niveau du secteur bancaire public. Par ailleurs, le volume de ces impayés fait ressortir que beaucoup d'entreprises ne sont pas en mesure de faire face à leurs engagements par un remboursement de leurs dettes ce qui peut justifier le recours de ces dernières au financement bancaire plus flexible que le marché financier en matière de remboursement des tombées d'échéances.

D'après la Banque d'Algérie, les créances compromises¹⁸ représentent 55,4 % des crédits non remboursés qui s'élève à fin 2017 à 720,8 milliards de dinars. (Banque d'Algérie, 2017 Rapport annuel) Les crédits octroyés dans le cadre du programme d'aide à l'emploi (ANSEJ, CNAC et ANGEM) ont contribué à hauteur de 78 % à la croissance des crédits non performants des banques publiques.

On constate au niveau des banques publiques l'existence de la crainte que l'annulation d'un prêt improductif soit considérée comme le résultat d'une "mauvaise gestion" d'après les dispositions du Code pénal algérien, ce qui rend les responsables des banques passibles de sanctions pénales, dont une peine de réclusion. Il en est résulté des pratiques bancaires excessivement prudentes caractérisées par une aversion à la prise de risque et dans lesquelles aucun prêt improductif n'est annulé par crainte de contestation judiciaire. La pratique par laquelle le Trésor renfloue régulièrement les banques publiques — soit en rachetant les prêts improductifs, soit en assurant une restructuration de leurs dettes — est un autre obstacle à toute incitation à l'assainissement du bilan et a pour effet d'encourager les responsables, convaincus que l'État interviendra si nécessaire, à prêter aux entreprises publiques (de préférence aux entreprises privées). (FMI, 2014)

La situation économique actuelle fait que devant la contrainte financière que connaît l'Algérie depuis le deuxième semestre 2014 en raison

¹⁸ Sont classées dans cette catégorie, les créances dont le recouvrement total ou partiel est compromis et dont le reclassement en créances courantes n'est pas prévisible.

de la baisse sensible de ses revenus extérieurs, le système de financement classique basé presque intégralement sur le financement bancaire, commence à montrer ses limites. D'autant plus que ce financement bancaire présente également des restrictions, notamment parce que la Banque d'Algérie impose des règles prudentielles strictes.

Aussi, le problème du financement des investissements reste toujours posé avec acuité. A titre d'exemple le cas de Sonelgaz est frappant. La « direction de cette entreprise a annoncé récemment des besoins de financement nouveaux colossaux alors que Sonelgaz est déjà endettée bien au-delà de ses capacités de remboursement. Cette situation pose un problème à l'économie algérienne dans son ensemble, donc en premier lieu à l'Etat algérien, dans un contexte budgétaire extrêmement difficile. C'est à l'inextricable complexité de ce cas qu'on mesure l'obsolescence du système de financement de l'économie algérienne, suggérant la nécessité vitale de la refonte de ce système immédiatement » (R. Boucekkine- E. Chitour - N. Meddahi, 2016).

D'où la nécessité de la réforme du système bancaire qui doit viser une diversification des produits financiers pour assurer une plus grande mobilisation des ressources financières, particulièrement à moyen et long terme. L'objectif étant le soutien des efforts d'investissements et les programmes de relance économique d'une part, et pour l'atténuation de la grande fragilité des équilibres macroéconomiques et de leur forte dépendance des exportations d'hydrocarbures, d'autre part.

Section 2 : L'émergence du marché financier algérien

La mise en place d'un marché financier dans l'optique d'une transition économique vers une régulation par les mécanismes du marché est retenue comme l'un des grands axes des réformes économiques. Le marché financier algérien, institué par le décret législatif n°93- 10 du 23 mai 1993, a démarré son activité en 1998. Il a montré un certain dynamisme à ses débuts pour soutenir les opportunités de développement portées par le processus de privatisation engagé par les Pouvoirs Publics mais force est de constater

qu'aujourd'hui il est toujours à la croisée des chemins et ne répond pas aux objectifs, qui lui sont conférés, et ne joue pas son rôle tel que souhaité lors de sa création.

La maîtrise des métiers liés aux marchés de capitaux et à la banque d'investissement ainsi que des métiers liés à la gestion des risques, est inexistante dans un environnement qui s'est délibérément coupé des circuits financiers internationaux.

La Bourse d'Alger n'est considérée par les dirigeants politiques que comme une curiosité exotique, qu'il a bien fallu se résoudre à créer avec l'adoption du programme d'ajustement structurel conclu avec le FMI suite à l'accord stand-by signé en Avril 1994.

1. Les intervenants sur le marché financier algérien

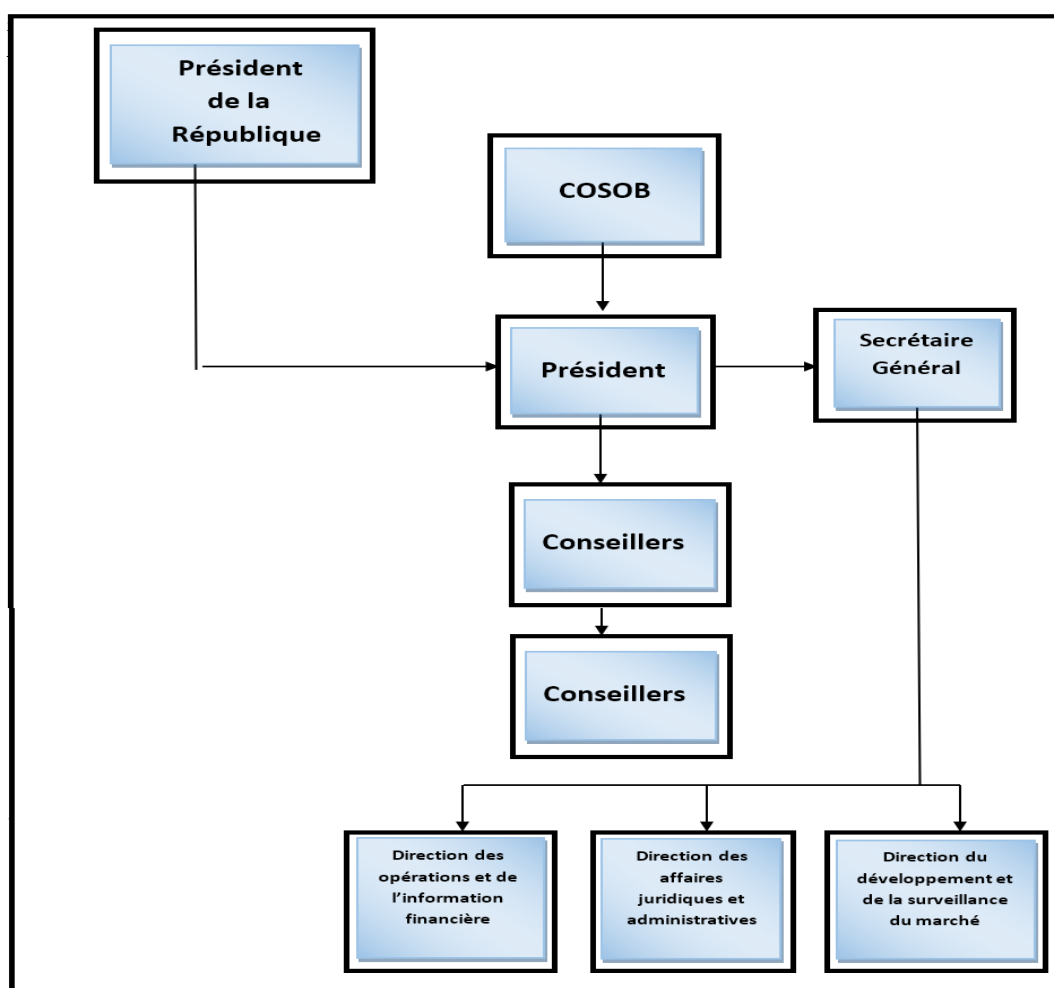
L'organisation et le bon fonctionnement du marché financier en Algérie est assuré par plusieurs acteurs qui sont prévus dans le cadre de la loi n°03-04 modifiant et complétant le décret législatif n°93-10 relatif à la Bourse des valeurs mobilières (JORA, Loi relative à la Bourse des valeurs mobilières, 2003 n° 11).

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

La COSOB représente l'autorité de tutelle et de contrôle du marché des valeurs mobilières. C'est une institution à caractère public, dotée de l'autonomie financière est instituée par l'article 20 du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993. Elle est composée d'un Président nommé par décret présidentiel pour un mandat de quatre (4) ans et assisté par six (6) membres nommés par arrêté du ministère des Finances, pour une durée de quatre ans.

Son organisation est illustrée dans la figure suivante :

Figure n° 16 : Organigramme du marché des valeurs mobilières



Source : Construction à partir de la synthèse du FMI, *op. cit.*

La Commission est chargée principalement de l'organisation et de la surveillance du marché des valeurs mobilières. Cette tâche inclut la protection de l'épargne investie et garantit une transparence du marché des valeurs mobilières.

Afin d'accomplir ses missions, l'intervention de la COSOB est axée autour de trois fonctions : une fonction réglementaire, une fonction de surveillance et de contrôle et une fonction disciplinaire.

- ✓ **Fonction réglementaire** : c'est la commission qui est chargée de la réglementation et du fonctionnement du marché des valeurs mobilières, elle édicte les règlements, elle délivre les agréments et définit les règles professionnelles applicables aux intermédiaires en

opérations de bourse, les conditions d'admission et de négociation des valeurs mobilières en bourse.

- ✓ **Fonction de surveillance et de contrôle :** La COSOB veille à l'application et au respect des règlements et à la surveillance de tous les acteurs du marché financier.
- ✓ **La fonction disciplinaire :** la chambre disciplinaire de la COSOB est chargée de sanctionner tout manquement aux obligations professionnelles et dispositions législatives et réglementaires qui régissent l'activité des intermédiaires en opérations de bourse, elle est également chargée de l'instruction des litiges.

Il est à noter que les produits financiers négociés sur un marché relevant de l'autorité de la Banque d'Algérie, ne sont pas soumis au contrôle de la COSOB.

1.2 La Société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières (SGBVM)

Cette société est créée par l'article 15 du décret 93-10 sous forme de société par actions (SPA), chargée d'assurer le bon fonctionnement du marché et son développement. Son capital social est détenu par des Intermédiaires en opérations de Bourse (IOB) agréés par la COSOB. Le statut de la SGBVM ainsi que la nomination du Directeur Général et de ses principaux dirigeants doivent être approuvés par le Ministre chargé des finances après avis de la COSOB.

Les fonctions assumées par la SGBV sont les suivantes :

- ✓ **La gestion du marché :** opérée par la facilitation des transactions entre IOB
- ✓ **L'information du public :** afin de répondre aux exigences de transparence, la SGBV se charge d'informer tous les investisseurs des cotes de chaque titre, ainsi que tous les éléments nécessaires pour suivre l'évolution du marché.

- ✓ **L'organisation des séances de cotation :** la SGBV fixe le calendrier des séances de cotation durant l'année ainsi que les heures d'ouverture et de clôture.

1.3 Le Dépositaire Central des Titres (Algérie Clearing)

Le dépositaire central des titres est l'organisme assurant le règlement espèce contre la livraison des titres. C'est une société par actions qui exerce les fonctions dudit dépositaire. Ses statuts ainsi que la nomination de ses principaux dirigeants sont approuvés par le Ministre chargé des finances après avis de la COSOB.

Les missions d'Algérie Clearing représentent essentiellement les points suivants :

- ✓ La codification des titres émis sur le marché, selon des normes internationales (ISIN : International Securities Identification Number et CFI : Classification of Financial Instruments);
- ✓ La conservation des titres dans des comptes ouverts au nom de ses adhérents de manière sécurisée ;
- ✓ La circulation des titres par mouvements de compte à compte selon des procédures normalisées et automatisées ;
- ✓ Le dénouement des transactions réalisées au niveau de la bourse et en dehors de la bourse ;
- ✓ L'administration des titres (Opérations Sur Titres OST) : paiement de dividendes, d'intérêts et autres) ;
- ✓ La dématérialisation des titres matérialisés en les remplaçant par des titres inscrits en compte auprès d'un TCC ;
- ✓ La publication d'informations relatives au marché ;
- ✓ L'identification des actionnaires sur demande des émetteurs.

1.4 Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB)

La tâche de négocier les valeurs mobilières cotées en bourse est confiée à des intermédiaires professionnels agréés par la COSOB et appelés intermédiaires en opérations de bourse IOB.

L'activité d'IOB peut être exercée par des personnes physiques ou par des sociétés par actions ayant reçu l'agrément de la commission. Actuellement la place financière d'Alger compte neuf IOB représentant les Banques publiques suivantes : BADR, BDL, BEA, BNA, CNEP-Banque, CPA et deux banques privées BNP Paribas El Djazaïr, Société Générale Algérie ainsi qu'une société privée Tell Markets.

Les IOB assument notamment les rôles suivants :

- ✓ La négociation pour le compte des tiers ;
- ✓ Le conseil en placement des valeurs mobilières ;
- ✓ La gestion des portefeuilles des organismes de placement en valeurs mobilières ;
- ✓ Le placement de valeurs mobilières et produits financiers.

Il est à signaler qu'actuellement l'activité d'IOB pose une véritable problématique étant donné que cette activité assumée par des banques qui se retrouvent en position de « juge et parti » c'est-à-dire que les banques se retrouvent dans une position où elles peuvent soit recommander leurs propres produits de banque ou bien ceux émis sur le marché, en leur qualité d'IOB.

1.5 Les teneurs de comptes conservateurs des titres

Cette activité est apparue à l'issue de la mise en place du dépositaire central des titres. Elle est consacrée par la loi n°03-04 relative à la bourse des valeurs mobilières. Elle consiste à inscrire en compte les titres au nom de leur titulaire et à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque émission de titres.

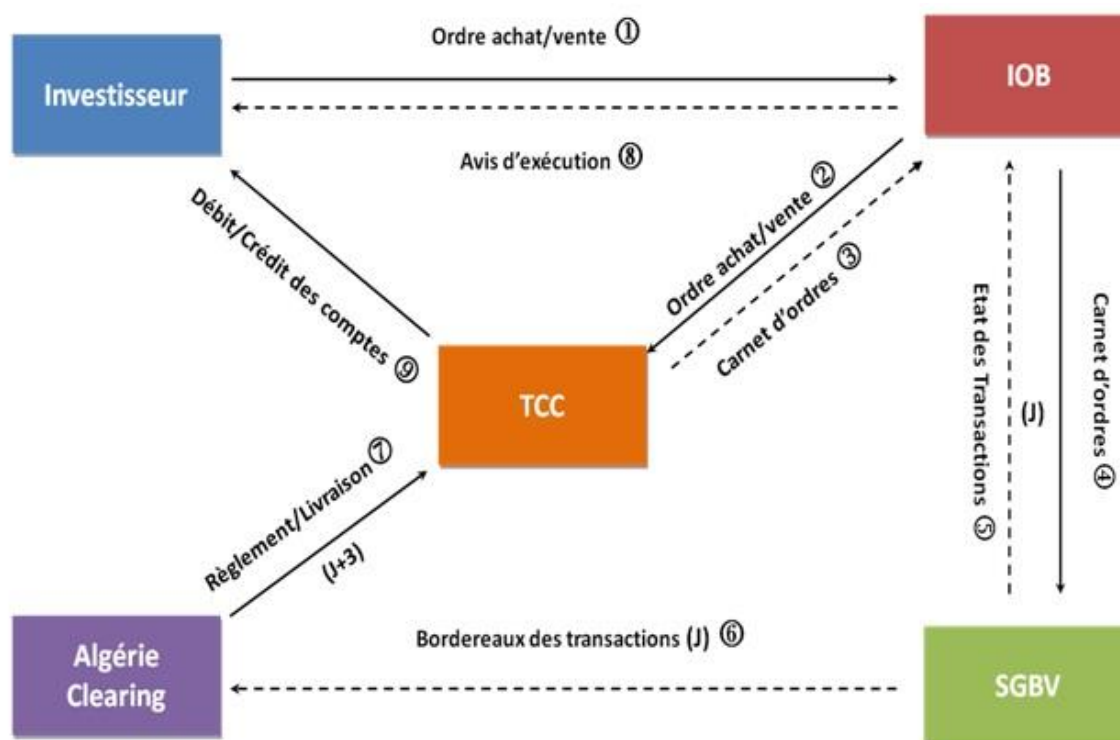
Les entités qui sont habilitées à exercer cette activité sont les banques, les établissements financiers, les IOB et toutes les personnes morales émettrices de titres. (COSOB, 2003)

Les teneurs de comptes conservateurs des titres sont chargés notamment de :

- L'administration des titres qui lui sont confiés au nom de leurs titulaires ;
- D'exécuter les instructions reçues et informer les titulaires sur l'exécution de ces dernières ;
- Centralisation de la conservation des titres en facilitant ainsi leur transmission entre les intermédiaires financiers ;
- Mise en œuvre des opérations sur titres à l'initiative des émetteurs (paiement dividende, augmentation de capital, etc.) ;
- Codification des titres admis à ses opérations, selon la norme internationale I.S.I.N (International Securities Identification Number) ;
- Publication des informations relatives au marché.

La mise en place de cet organisme contribue à la réduction des coûts et des délais des opérations de règlement / livraison et autres opérations sur titres (encaissement des dividendes, intérêts, exercice des droits, etc.).

Figure n°17 : Déroulement des transactions boursières



Source : COSOB

Le déroulement des transactions boursières fait en sorte que l'acheteur doit verser immédiatement les sommes correspondantes à l'ordre d'achat qu'il a passé et le vendeur doit disposer des titres correspondants à l'ordre de vente qu'il a transmis. Après l'exécution des ordres (achat -vente), les deux opérations s'effectuent de manière simultanée par le système d'Algérie Clearing à J+3 pour les valeurs mobilières et à J+1 pour les OAT.

En cas de défaut de livraison des titres dans les délais prescrits l'IOB est déclaré en défaut. La SGBV peut, dans ce cas, procéder au rachat des titres en défaut de livraison sur le marché.

1.6 Les promoteurs en bourse

Le promoteur en bourse est un conseiller accompagnateur. Il doit être un Intermédiaire en Opérations de Bourse agréé (IOB), une banque, un établissement financier ou une société de conseil en finance, droit et stratégie d'entreprises, disposant d'une expérience suffisante en matière de structure de capital, de fusion et de rachat d'entreprises, reconnu et inscrit auprès de la COSOB.

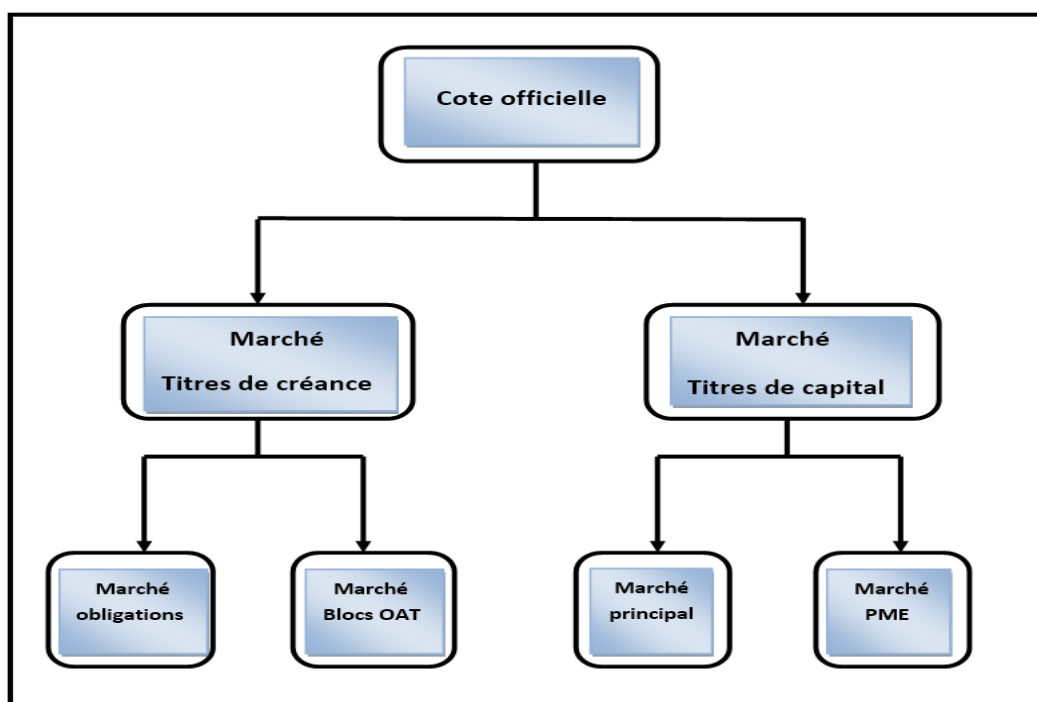
2. Organisation de la Bourse d'Alger

La cote officielle de la Bourse des valeurs mobilières comporte un marché de titres de capital et un marché de titres de créance, tel qu'illustré dans la figure suivante.

Le marché de titres de capital a bénéficié de la création en 2012 d'un compartiment PME spécialement dédié à ces dernières qui peuvent désormais prétendre à une introduction en bourse et ce, en allégeant les conditions d'accès exigées pour les grandes entreprises.

Quant au marché des titres des créances, il est composé du marché obligataire et du marché des OAT.

Figure n° 18 : Organisation de la Bourse d'Alger



Source : SGBV

2.1 Le marché des titres de capital

Il est composé d'un marché principal destiné aux grandes entreprises. Actuellement, cinq (05) sociétés sont cotées sur ce marché :

Tableau n° 06 : Titres de capital à la Bourse d'Alger

Code ISIN	Code Bourse	Libellé Valeur	Secteur/Catégorie	Valeur Nominale DA	Nombre d'actions
DZ0000010037	ALL	ALLIANCE ASSURANCES	ASSURANCE	200	5 804 511
DZ0000010045	ROUI	NCA-ROUIBA	AGROALIMENTAIRE	100	8 491 950
DZ0000010029	AUR	EGH EL AURASSI	HOTELERIE	250	6 000 000
DZ0000010003	SAI	SAIDAL	PHARMACEUTIQUE	250	10 000 000
DZ0000010052	BIO	BIOPHARM	PHARMACEUTIQUE	200	25 521 875

Source : www.sgbv.dz (consulté le 10/06/2018 à 12h)

Depuis peu, le marché PME est mis en place avec l'introduction d'une seule société en l'occurrence AOM Invest activant dans le domaine du tourisme. Ce marché est créé en 2012 par le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la Bourse des valeurs mobilières. (JORA, Règlement COSOB, 2012 n° 41). Il peut offrir aux PME en démarrage une alternative pour accéder aux capitaux.

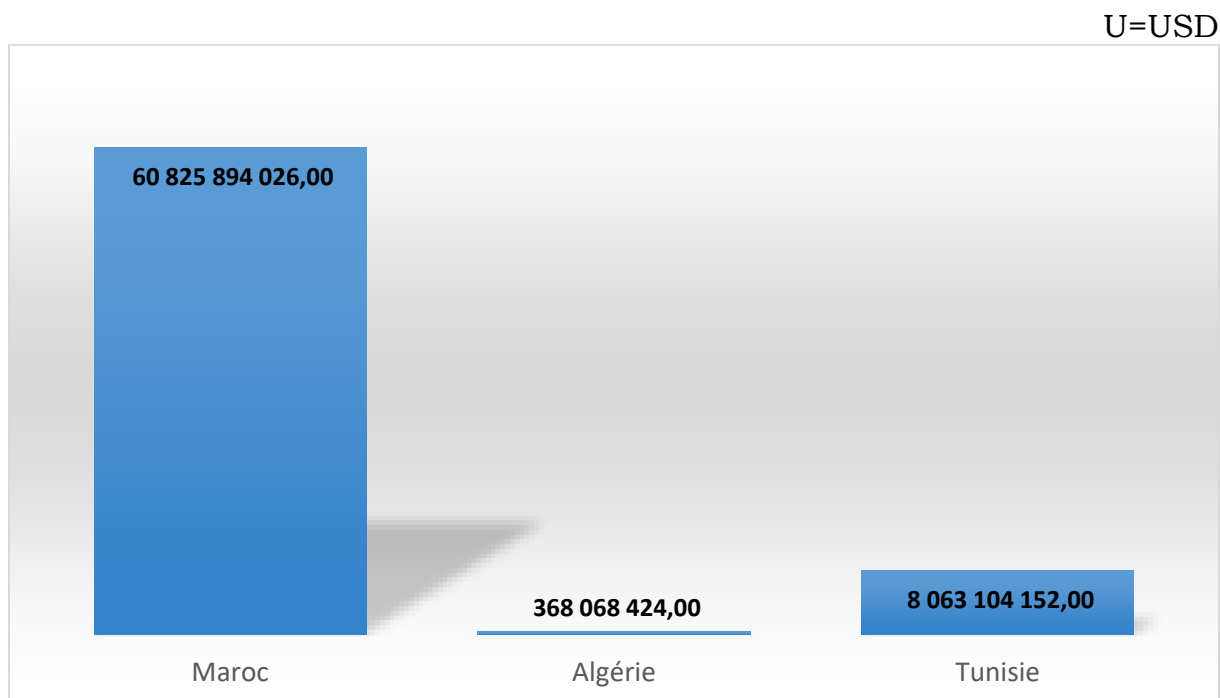
Tableau n° 07 : Comparaison des conditions d'accès entre marché principal et marché PME

Conditions	MARCHÉ PRINCIPAL	MARCHÉ PME
Forme juridique	Société Par Actions (S.P.A)	Société Par Actions (S.P.A)
Capital social minimum libéré	500.000.000 DZD	Pas de limite fixée
Résultat du dernier exercice	Bénéficiaire	N'est pas exigé
Part du Capital minimum à diffuser dans le public	20%	10%
Etats financiers certifiés et publiés	03 derniers exercices dont le dernier résultat doit être Bénéficiaire	02 derniers exercices sauf dérogation de la COSOB
Structure d'audit interne	Exigée	Exigée + désignation d'un promoteur en bourse

Source : COSOB

La capitalisation boursière de la bourse d'Alger qui s'établit actuellement à 44,3 milliards de DA soit, un montant de 368 Millions de dollars, ne comptant que cinq titres cotés, peut être considérée comme étant très faible. A titre de comparaison, la capitalisation boursière du Maroc s'élève à plus de 60 milliards de dollars soit, 165 fois supérieure à celle de l'Algérie et compte plus de 70 titres cotés. Idem pour la Tunisie dont la capitalisation boursière s'élève à plus de 08 milliards de dollars composé de 81 entreprises cotées en 2018. Le graphe ci-dessous illustre ces tendances :

Graphe n°05 : Comparatif des capitalisations boursières
entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie



Source : élaboré par nos soins à partir des données sur chaque bourse (les montants correspondent à la contrevaletur en Dollar (USD) de la capitalisation boursière au taux du 03/10/2019).

2.2 Le marché des titres de créances

Il est composé de deux compartiments, marché des titres de créance émis par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat (marché des obligations) et un marché bloc OAT réservé aux obligations assimilables émises par le Trésor public.

2.2.1 Marché des obligations

Il s'agit de titres de créance émis par les sociétés par actions. Le financement obligataire des entreprises a vu le jour en Algérie au début en 1998, à l'occasion du démarrage de la Bourse d'Alger coïncidant avec la première opération d'émission d'obligations à l'adresse du grand public, effectuée par SONATRACH, assortie d'un taux d'intérêt de 13%. L'engouement suscité par ce premier emprunt obligataire auprès des épargnants a eu pour effet l'incitation d'autres entreprises à tenter l'expérience à partir de 2003.

Tableau n° 08 : Entreprises et établissements financiers ayant émis des emprunts obligataires

Entreprises publiques	Nombre d'emprunts	Entreprises privées	Nombre d'emprunts	Etablissements financiers	Nombre d'emprunts
SONATRACH	02	CEVITAL	01	S R H	02
AIR Algérie	04	EEPAD	01	ALC	01
ENTP	03	DAHLI	01	FNI	01
ENAFOR	02	ETRHB	01	MLA	03
Algérie Télécom	02			SNL	01
SONELGAZ	05				

Source : Construction de l'auteur à partir des visas de la COSOB

Dans le but d'inciter les opérations en bourse, les pouvoirs publics ont adopté l'exonération fiscale (IBS et IRG) en faveur des produits et plus-values engrangées sur les valeurs mobilières et titres financiers négociés sur le marché boursier. Ce levier fiscal a accru significativement les opérations d'emprunts obligataires en raison de leur de l'attractivité de leurs rendements défiscalisés, réalisées depuis le début des années 2000 où il a été enregistré une trentaine d'émissions de titres de créances totalisant près de 220 milliards de DA dont six emprunts souscrits par le grand public, cumulant un encours de 84 milliards de DA, ont été introduits à la Bourse. Cet avantage fiscal fut élargi aux opérations boursières ayant porté sur les titres du capital tels les offres publiques de ventes (OPV) dont les plus-values ont été exonérées de l'IRG et IBS.

Sur le marché obligataire institutionnel (hors bourse), cinq emprunts obligataires sont en circulation: l'emprunt Fonds National d'investissement (FNI) dont l'échéance est prévue en 2024, deux emprunts MLA dont les échéances sont prévues respectivement en 2020 et 2022, l'emprunt SNL dont l'échéance est prévue en 2021, et enfin l'emprunt SRH dont la date d'échéance est prévue en 2023. (COSOB, Rapport annuel , 2018)

L'encours global des obligations en circulation s'élève au 31 décembre 2018, à 168,2 milliards de DA contre 164,4 milliards de dinars à la fin de l'année 2017, soit une hausse de 2,3% qui s'explique principalement par l'émission de l'emprunt SRH de 5 milliards de dinars et le remboursement des annuités (amortissement fractionné) sur les emprunts MLA et SNL.

2.2.2 Marché en bloc des OAT

Il est réservé aux obligations Assimilables émises par le Trésor public Algérien. Il a été créé en 2008 et compte actuellement 28 lignes cotées englobant près de 400 milliards de dinars. Les échéances sont de long terme soit 7, 10 et 15 ans. Les Obligations Assimilables du Trésor sont émises selon une technique d'enchère dénommée l'adjudication à la hollandaise et sont souscrites sur le compartiment primaire par les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT) agréés par la Direction Générale du Trésor.

La consistance de ce marché se présente comme suit :

Tableau n° 09 : OAT cotées

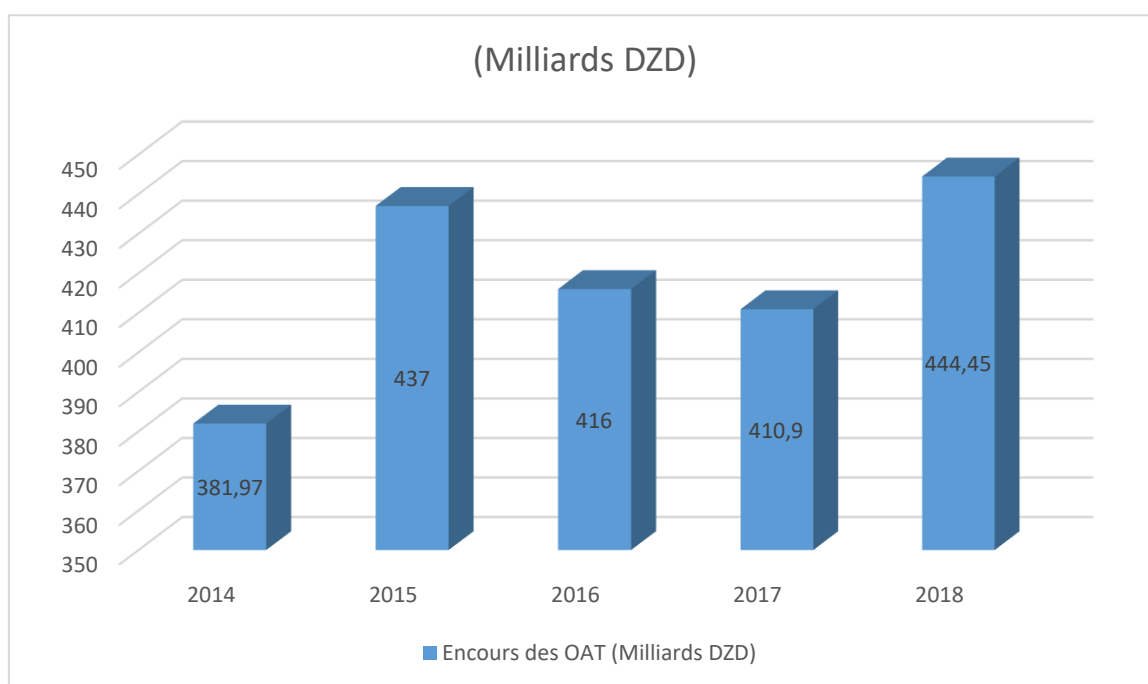
<i>Catégorie</i>	<i>Code bourse</i>	<i>Code ISIN</i>	<i>Cours introduction</i>	<i>Date émission</i>	<i>Date échéance</i>	<i>Encours 106 DZD</i>	<i>Coupon</i>
O.A.T 7 ans	O070520	DZ0000700280	105.84	08/05/2013	12/05/2020	5 000,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2006	12/07/2021	27 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000,00	5,00 %
O.A.T 15 ans	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000,00	5,00 %
O.A.T 10 ans	O100320	DZ0000700207	111.37	17/03/2010	18/03/2020	14 999,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000,00	3.50 %
O.A.T 10 ans	O100623	DZ0000700298	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150626	DZ0000700249	115.62	01/06/2011	01/06/2026	5 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150527	DZ0000700272	106.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000,00	3.75 %
O.A.T 15 ans	O150728	DZ0000700306	100.00	03/07/2013	07/07/2028	5 000,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	37 592,00	3,00 %
O.A.T 10 ans	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	41 232,00	3.50 %
O.A.T 15 ans	O150329	DZ0000700330	100.10	23/03/2014	23/03/2029	48 177,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 882,00	3.25 %
O.A.T 15 ans	O150730	DZ0000700363	90.50	15/07/2015	19/07/2030	31 590,00	4,00 %
O.A.T 10 ans	O100725	DZ0000700355	92.20	08/07/2015	12/07/2025	23 653,00	3.75 %
O.A.T 7 ans	O070124	DZ0000700371	95.50	18/01/2017	22/01/2024	953,00	4.00 %
O.A.T 10 ans	O101027	DZ0000700397	77.00	29/10/2017	29/10/2027	7 520,00	4.00 %
O.A.T 7 ans	O070125	DZ0000700405	89.29	14/01/2018	14/01/2025	23 152,00	5.00%
O.A.T 15 ans	O150233	DZ0000700421	87.24	25/02/2018	04/02/2033	22 100,00	6.50%
O.A.T 10 ans	O100128	DZ0000700413	88.69	21/01/2018	21/01/2028	21 300,00	5.75 %
O.A.T 10 ans	O100229	DZ0000700439	87.98	03/02/2019	03/02/2029	8 150,00	5.75 %
O.A.T 15 ans	O150434	DZ0000700454	87.538	17/04/2019	21/04/2034	11 716,00	6.50%
O.A.T 7 ans	O070326	DZ0000700447	89.725	06/03/2019	10/03/2026	17 116,00	5.00%

Source : SGBV

Les transactions réalisées sur ce compartiment représentant la quasi-totalité des échanges sur le marché des titres de créance et ce en raison de l'absence de nouvelles obligations cotées sur le marché obligataire depuis l'arrivée à terme du titre DAHLI en 2016.

Quant à l'évolution de l'encours des OAT, elle est illustrée dans le graphe ci-dessous :

Graphe n° 06 : Encours des OAT



Source : Elaboré par nos soins à partir des données de la COSOB

Au 31 décembre 2018, les vingt-sept (27) lignes OAT cotées en bourse sont en circulation. L'encours global s'élève à 444,45 milliards de dinars, soit en augmentation de 33,553 milliards de dinars (+8,16%) par rapport à l'encours enregistré au 31 décembre 2017.

Section 3 : Autres sources de financement des entreprises

Dans le paysage économique algérien, d'autres sources de financement dites alternatives eu égard à leur caractère spécifique s'offrent aux entreprises permettent de mobiliser d'importants fonds pour des besoins spécifiques. Il s'agit principalement de :

1. Le leasing

Les opérations de leasing ou crédit-bail constituent un mode de financement en vue de l'acquisition ou de l'utilisation de biens meubles (équipements, matériels et outillages servant à l'activité économique) ou immeubles (biens immeubles pour les besoins professionnels des investisseurs). Ces opérations ont pour support un contrat de location pouvant comporter ou non une option d'achat au profit du locataire. Les banques et établissements financiers ainsi que les sociétés de crédit-bail sont habilitées à réaliser ce type d'activités avec des opérateurs économiques.

Le crédit-bail est introduit légalement pour la première fois par la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit à travers l'article 112 alinéa 2. Cependant, c'est l'ordonnance n° 96-09 du 10/01/1996 qui consacre l'ensemble des dispositions juridiques, fiscales et douanières spécifiques aux activités de crédit-bail. La Banque d'Algérie a complété le dispositif par un règlement n° 96-06 fixant les modalités de constitution des sociétés de crédit-bail et les modalités de leur agrément.

Le cadre réglementaire du leasing est constitué des deux décrets exécutifs et d'un règlement banque d'Algérie. Il s'agit du décret exécutif n° 06-90 du 20 Février 2006 fixant les modalités de publicité des opérations de crédit-bail mobilier ainsi que du décret exécutif n° 06-91 du 20 Février 2006 fixant les modalités de publicité des opérations de crédit-bail immobilier.

Le leasing est dit « financier » lorsque le contrat de crédit-bail prévoit le transfert au locataire de tous les droits, obligations, avantages, inconvénients et risques liés à la propriété du bien financé par crédit-bail.

Inversement, le leasing est qualifié « d'opérationnel » lorsque la totalité ou la quasi-totalité des droits, obligations, avantages, inconvénients et risques liés à la propriété du bien financé n'est pas transférée au locataire et reste à la charge du bailleur.

Le financement des équipements par le leasing est devenu avantageux pour les entreprises au regard des mesures fiscales avantageuses qui sont accordées aux sociétés de leasing :

- ✓ Exclusion du champ d'application de la TAP du montant des loyers perçus correspondant à l'amortissement des opérations de leasing. (JORA, Loi de finance complémentaire, 2001)
- ✓ Alignement de la période d'amortissement des actifs immobilisés sur celle du contrat de leasing financier. (JORA, Loi de finance complémentaire, 2001)
- ✓ Institution du régime d'amortissement linéaire accéléré en faveur des activités de leasing. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ Suppression de l'obligation de reversement de la TVA déductible pour les cessions opérées dans le cadre des contrats de leasing. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ Exonérations des plus-values pouvant résulter des opérations de cession ou de rétrocession ayant lieu dans le cadre de l'exécution du contrat de lease-back. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ L'autorisation des banques, des établissements financiers et des sociétés pratiquant des opérations de crédit-bail à aligner l'amortissement fiscal des biens acquis dans le cadre du crédit-bail sur l'amortissement financier du crédit. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ Exemption de TVA des opérations d'acquisition effectuées par les banques et les établissements financiers dans le cadre des opérations de crédit-bail. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ Exemption des droits d'enregistrement au titre des mutations de biens d'équipement ou d'immeubles professionnels rétrocédés par le crédit bailleur au profit du preneur lors de la levée d'option d'achat par ce dernier au titre de cette rétrocession. (JORA, Loi de finance, 2008)
- ✓ Exonération de la TVA pour les loyers versés au titre du crédit-bail portant sur les matériels agricoles et ceux relatifs à l'activité agricole, produits en Algérie (*loi de finance complémentaire 2009*). (JORA, Loi de finance complémentaire, 2009)

En 2015, le marché du leasing, couvert par douze intervenants dont sept sociétés spécialisées et cinq banques, était estimé selon l'ABEF à 50 milliards DA en 2017.

Tableau n°10 : Intervenants dans le financement par le leasing

Etablissements financiers et sociétés de leasing	Banques
SOFINANCE	BNP Paribas
Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)	Société Générale
Arab Leasing Corporation (ALC)	NATIXIS
Maghreb Leasing (MLA)	AL BARAKA
Société Nationale de Leasing (SNL)	BADR
Ijar Leasing (ILA)	
El Djazair Idjar (EDI)	

Source : Construction personnelle selon les données de l'ABEF.

Le financement par le leasing reste une activité en deçà des besoins des entreprises. Le manque de communication et la culture enracinée chez la majorité des opérateurs algériens en ce qui concerne la réticence face à la location des biens de production, préférant détenir directement la propriété de ces biens, sont les autres facteurs souvent cités pour expliquer la situation actuelle du crédit-bail.

2. Le capital investissement

Le capital investissement est récent en Algérie. C'est la loi n° 06-11 relative à la société de capital investissement qui l'introduit dans l'édifice du système financier algérien.

Au sens de l'article 2 de la loi n° 06-11, le capital investissement a pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation (JORA, Loi relative à la société de capital investissement, 2006 n° 42).

Le capital-risque couvre :

- ✓ Le *capital amorçage* : avant la création de l'entreprise ;
- ✓ Le *capital création* : à la phase de création de l'entreprise ;
- ✓ Le *capital développement* : développement de capacités de l'entreprise après sa création ;
- ✓ Le *capital transmission* : rachat d'une entreprise par un acquéreur interne ou externe ;
- ✓ Le rachat des participations et/ou parts sociales détenues par un autre capital investisseur.

L'exercice de l'activité de capital investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée par le Ministre chargé des finances, après avis de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et de la Banque d'Algérie.

L'activité de capital investissement est exercée par une société sous forme de société par actions, pour son propre compte ou pour le compte de tiers et selon le stade de développement de l'entreprise objet du financement.

Elle intervient au moyen de la souscription ou de l'acquisition :

- ✓ D'actions ordinaires ;
- ✓ De certificats d'investissement ;
- ✓ D'obligations convertibles en actions ;
- ✓ De parts sociales ;
- ✓ Et de façon générale, de toutes les autres catégories de valeurs mobilières assimilées à des fonds propres.

La société de capital investissement ne peut employer plus de quinze pour cent (15%) de son capital et de ses réserves en participation en fonds propres dans une même entreprise. Il en est ainsi pour la détention d'actions

ne pouvant dépasser plus de quarante-neuf pour cent (49%) du capital d'une même entreprise et une durée de participation qui varie entre 5 et 7 ans.

Aussi, La société de capital investissement ne peut procéder à des emprunts au-delà de la limite de dix pour cent (10%) de ses fonds propres nets. Les emprunts ainsi contractés ne pouvant servir au financement des prises de participation.

Enfin, La société de capital investissement est soumise au contrôle de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), qui s'assure de la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

Le capital investissement a démarré en pratiquement Algérie au début de l'année 1990 avec la création de la FINALEP, qui investit dans les entreprises associant des partenaires européens et algériens. Une seconde société est créée en 2001 à l'initiative du Conseil National des Participations de l'Etat (CNPE) en l'occurrence la Société Financière d'Investissements, de Participations et de placement (SOFINANCE). Ces deux sociétés financières ont porté le capital investissement en Algérie bien avant les dispositions de la loi 06-11.

2.1 La FINALEP

La FINALEP (Financière Algéro-Européenne de Participations) est la première société de capital investissement créée en Algérie le 10 Juin 1991 dans le cadre d'un accord avec l'Union Européenne, en vue d'assurer la promotion de projets d'investissement en partenariat. Elle est dotée d'un capital initial de 159 750 000 DA avec le statut de société par actions dont les actionnaires sont les suivants :

- Banque de Développement Local (BDL) : 40% ;
- Crédit Populaire d'Algérie : 20% ;
- Caisse Centrale de Coopération Economique (actuellement Agence Française de Développement AFD) : 28,74 % ;
- Banque Européenne d'Investissement (BEI) : 11,26 %.

Par autorisation du Ministère des Finances en date du 02 mai 2012, la FINALEP a augmenté son capital, passant à 1 200 000 000 DA. (COSOB, Rapport annuel, 2018)

Les missions que s'est assignée la FINALEP sont :

- ✓ Introduire dans l'économie algérienne l'activité de financement dédiée exclusivement à la création des entreprises particulièrement des PME ;
- ✓ Mettre en place les outils et procédures propres à l'activité de capital investissement ;
- ✓ Susciter l'intérêt pour le financement par le haut du bilan en faisant ressortir ses avantages par rapport au financement bancaire.

Dans le cadre de ses activités, la FINALEP a privilégié en priorité les projets d'investissement ayant un impact certain sur le développement économique et social du pays ainsi que ceux créateurs d'emplois.

Les participations de la FINALEP revêtent des formes telles que des souscriptions aux capitaux propres ainsi que des apports en comptes courants associés.

A fin 2017, le portefeuille de la FINALEP (financement su fonds propres) se compose de neuf participations, avec un engagement global de 776,7 millions de DA contre cinq anciennes participations d'un montant de 231,7 millions de dinars, acquises il y a plus d'une quinzaine d'années. Le taux de participation dans le capital des entreprises varie entre 4,55% et 39%. (COSOB, Rapport annuel, 2018)

2.2 La SOFINANCE

La SOFINANCE SPA est un établissement financier public agréé par la Banque d'Algérie le 09 janvier 2001. Il est doté d'un capital social de 10 milliards DA. L'objectif poursuivi par sa création est l'accompagnement dans la modernisation de l'outil de production national et le développement de nouveaux produits financiers.

Son champ d'action couvre les activités financières suivantes :

Tableau n° 11 : activités de la SOFINANCE

	2015	2016	2017
Participation au capital	1 245 600	1 047 000	1 163 947
Crédit-bail	4 933 000	5 138 000	6 250 598
Engagements par signature	672 000	1 608 000	827 966
Crédits à moyen et long terme	3 292 000	2 845 000	3 077 998

Source : SOFINANCE

Ainsi la SOFINANCE dans son ambition d'insuffler une nouvelle démarche dans le financement des entreprises, a largement contribué à l'émergence et le développement de l'activité du capital investissement. Elle la charge actuellement de la gestion de dix fonds d'investissement de wilaya.

2.3 Fonds d'investissement de wilayas

En vue d'encourager le capital investissement dans les wilayas, les pouvoirs publics ont prévu dans la LFC 2009, la création dans chacune, d'un fonds d'investissement dont la gestion est confiée à cinq sociétés dont justement la FINALEP et la SOFINANCE.

Tableau n° 12 : Fonds d'investissement de wilaya

EL DJAZAIR ISTITHMAR	SOFINACE	FINALEP	Filiale BNA	Filiale BEA
ALGER	BATNA	EL BAYADH	BECHAR	BBA
ANNABA	BEJAIA	SETIF	BOUMERDES	CHLEF
BISKRA	BLIDA	SIDI BEL ABBES	BOUIRA	GHARDAIA
CONSTANTINE	ORAN	SKIKDA	OUARGLA	M'SILA
KHENCHLA	OUM BOUAGHI	TIPAZA	MASCARA	SAIDA
TLEMCEN	TIARET	TIZI-OUZOU	TAMANRASSET	RELIZANE
SOUK AHRAS	AIN DEFLA	DJELFA	TINDOUF	TISSEMSILT
EL-OUED	MILA	ADRAR	ILLIZI	EL TAREF

JIJEL	LAGHOUAT	AINTEMOUCHENT
NAAMA	TEBESSA	MOSTAGANEM
GUELMA		
MEDEA		

Source : ANDI

Le fonds de wilaya est doté d'un milliard de DA sur un compte d'affectation spécial (CAS) du Trésor. Sa mission est de faciliter l'accès des PME au financement par des prises de participation dans le capital. Le niveau d'intervention maximum est une participation de 49% du capital de la PME plafonnée à 100 millions de DA. La participation ne doit pas dépasser 10% des ressources financières allouées au fonds concerné. La prise de participation peut se faire selon plusieurs directions :

- ✓ Le capital risque pour les PME en création ;
- ✓ Le capital développement ;
- ✓ Le financement de restructuration, transmission et rachat des participations détenues par une autre société de capital investissement dans l'objectif d'assurer la pérennité de la PME et la sauvegarde de ses emplois.

Les PME devant bénéficier de ce type de financement doivent obligatoirement avoir la forme juridique de Société par Actions (SPA) ou éventuellement de Société à Responsabilité Limitée (SARL) par un financement en avances sur compte courant des associés.

La sortie du capital investisseur de la PME financée intervient 5 à 7 ans à partir de la date de la prise de participation. La société de capital investissement ou la banque gestionnaire du fonds d'investissement a l'obligation d'avoir une représentation dans la PME où elle a pris une participation.

La société de capital investissement El Djazair Istithmar Spa, première société dans ce dispositif, agréée par le Ministère des Finances en date du 05

Mai 2010. Le portefeuille de la société à fin 2017 totalise quinze participations d'un montant total de 766,6 millions de DA dont dix participations sur fonds propres d'un montant de 571,6 millions de DA, et cinq participations sur fonds d'investissements de wilaya d'un montant de 195 millions de DA. (COSOB, Rapport annuel, 2018)

La FINALEP a opéré à partir des fonds d'investissements de wilaya des prises de participation dans vingt-cinq sociétés avec un montant global de 1871 millions de DA. L'essentiel de ces prises de participation s'est fait dans le secteur industriel. Le taux de participation dans le capital des sociétés varie entre 16 % et 49 %. (COSOB, Rapport annuel, 2018)

3. Le financement du FNI

Les fonds d'investissement suscitent toujours de l'intérêt dans tous les pays que ce soit leur statut d'institutions financières puissantes que par rapport aux multiples activités qu'ils entreprennent en mettant en œuvre diverses stratégies financières. Ils se sont imposés comme des acteurs incontournables des marchés financiers. Actuellement, deux grandes familles de fonds d'investissement sont distinguées : les investisseurs institutionnels et les fonds non conventionnels. Si les premiers sont plus connus de par leurs caractéristiques et leur présence sur les places financières, les seconds en revanche s'avèrent plus opaques dans leurs objectifs et interventions.

De nombreux économistes en Algérie ont appelé à la création d'un fonds souverain à partir des réserves en devises accumulées dans les années 2000 au moment où les prix du pétrole brut étaient à leur plus haut niveau. Au lendemain de la crise financière de 2008, les pouvoirs publics ont opté pour un fonds stratégique semblable à celui de la Corée du Sud.

L'Ordonnance n° 09-01 du 22 Juillet 2009, portant Loi de Finances Complémentaires pour 2009 en ses articles 55 et 56, complétée par l'Article 37 de l'ordonnance n°11- 40 portant loi de finances complémentaire pour 2011, modifie la dénomination de Banque Algérienne de

Développement (BAD) en Fonds National d'Investissement (FNI) doté d'un capital initial de 150 milliards de dinars.

Doté d'un capital initial de 150 milliards de dinars, le FNI est chargé des missions suivantes :

- ✓ Financement de projets d'investissement économique ;
- ✓ Partenariat avec des entreprises publiques et / ou des investisseurs étrangers pour la réalisation de projets de développement ;
- ✓ Promotion du financement bancaire local nécessaire aux grands projets ;
- ✓ Octroi de garanties.

En plus de ses ressources propres, le FNI peut recourir à des ressources additionnelles soit auprès du Trésor sous forme d'avances ou bien par émissions d'emprunts obligataires.

Ses premières activités, ont entraîné la mobilisation de l'équivalent de près deux milliards de dollars fournis par le budget de l'Etat, et ont surtout contribué aux programmes d'investissement de nombreuses entreprises publiques.

En définitive, les prises de participation dans le capital de différentes entreprises représentent pour leur part 17 % du total de l'actif du FNI à fin 2017. Le total de ces participations s'élève à 265 milliards de dinars à la fin 2017 dont 243 milliards (près de 90%) ont été consacré à la seule « méga acquisition » de 51 % du capital de la société Orascom Telecom Algérie SPA (OTA) pour un montant de 2,6 milliards de dollars. Ceci traduit évidemment la volonté des pouvoirs publics de faire du FNI un instrument privilégié de la politique d'investissement mises en œuvre depuis 2009, notamment l'application de la règle 51/49 % aux investisseurs étrangers.

A l'occasion de la modification de la loi relative à la monnaie et au crédit en 2017, introduisant le financement non obligataire, le FNI se trouve bénéficiaire de ce mécanisme.

Conclusion

En l'absence de marché financier développé, les crédits directs assurent la quasi-totalité du financement de l'économie pour près de 98,2 %. Selon la Banque d'Algérie, le financement du secteur public représente 95,9% en 2016 et le secteur privé 96,3 %. La structure de l'encours des crédits distribués à fin 2017 fait ressortir la part importante des crédits à moyen et long terme liés au financement des investissements qui restent cependant concentrés dans les secteurs de l'énergie et l'eau. De plus, les banques publiques ont assuré 79,4 % de ces crédits. (Banque d'Algérie, 2017 Rapport annuel) L'accès au crédit reste cependant difficile à une grande majorité d'entreprises vu les restrictions à travers l'obligation faite aux banques algériennes d'appliquer les règles prudentielles.

Par ailleurs, le financement de l'investissement ne peut pas être seulement du ressort des banques commerciales. Par définition la banque commerciale n'est pas versée dans ce créneau qui est principalement réservé pour des institutions et des banques spécialisées dans le financement de l'investissement et aux marchés de capitaux à long terme. La banque commerciale ne doit financer l'investissement et le développement de l'entreprise qu'à titre accessoire. En effet, la ressource disponible au niveau des banques commerciales c'est de la ressource à vue, quant à la ressource à terme, sur laquelle on peut adosser du financement à moyen terme est accessoire et volatile. La ressource à vue ne peut servir qu'à adosser des crédits à court terme. Pour inciter les banques commerciales à financer une partie de l'investissement, elles consacrent une partie de leurs ressources au financement de l'investissement grâce à ce qu'on appelle, le ratio de transformation.

Aussi, le fonctionnement du FNI depuis sa création a largement contribué à la quasi extinction du marché financier auquel il s'est substitué partiellement en accordant des prêts à long terme et très fortement bonifiés à de nombreuses entreprises publiques potentiellement candidates au financement par le marché.

Chapitre cinq

Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : pour une alternative au crédit bancaire

Introduction

Le financement par la dette est souvent justifié par des considérations fiscales (déduction de la charge d'intérêt) et par l'inflation (puisque le remboursement du montant du principal dans plusieurs années est moins important en termes réels).

La décision d'émettre des obligations dépend également du taux de croissance des actifs de la société, de son besoin en fonds et des coûts des autres sources de financement. Il appartient aux dirigeants de l'entreprise de déterminer les proportions de la dette à court terme, de la dette à long terme et des capitaux propres.

Par ailleurs, il est de plus en plus difficile de faire financer les gros investissements, surtout pour des montants importants, par l'intermédiaire des banques en raison surtout pour des nouvelles exigences réglementaires (Bâle III) découragent les financements à long terme.

D'où la nécessité pour l'Algérie d'avoir un marché obligataire apte à lui assurer une plus grande mobilisation des ressources financières, particulièrement à moyen et long terme, afin de soutenir les efforts d'investissements des grandes entreprises. Cela permet également de garantir une croissance économique soutenable ainsi que l'atténuation de la fragilité des équilibres macroéconomiques en raison de leur forte dépendance des exportations d'hydrocarbures.

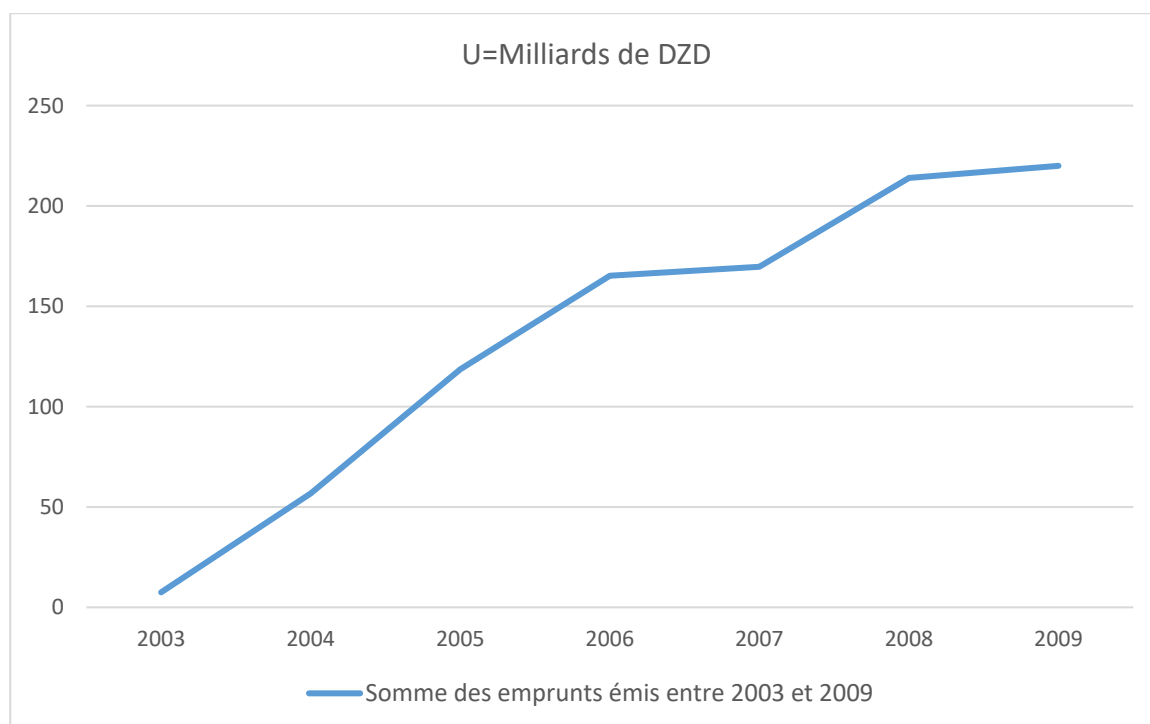
Section 1 : Les émissions obligataires en Algérie : Etat des lieux et contraintes

Les entreprises considérées poids lourd de l'économie algérienne ont su lever des fonds importants qui leur ont permis de financer leurs projets à partir desquels elles ont continué à entretenir leur processus de croissance économique. Aussi le marché financier lancé très modestement au début des années 2000, s'est mis rapidement, à partir de cette date, sur une trajectoire, qui en a fait essentiellement un marché obligataire.

1. Essor des émissions obligataires entre 2003-2009

La période 2003-2009 est considérée comme étant la période faste pour le marché obligataire en Algérie. La Commission de surveillance des opérations boursières COSOB en tant qu'autorité du marché financier a délivré 18 visas d'émissions obligataires au profit de sept grandes entreprises publiques ainsi que 6 autres visas à des entreprises privées, totalisant un montant global de près de 220 milliards de DA dont 39,38% au profit de SONELGAZ.

Graphe n° 07 : Somme des emprunts émis entre 2003 et 2009.



Source : Construit par nos soins.

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Les procédures mises en place par la COSOB ont été respectées, notamment la dimension transparence puisque à chaque émission obligataire est rattachée la publication d'une notice d'information dont le contenu porte sur :

- ✓ La présentation et l'organisation de l'émetteur ;
- ✓ Sa situation financière ;
- ✓ L'évolution de son activité ;
- ✓ L'objet et les caractéristiques de l'émission

La notice d'information, établie conformément à un modèle type arrêté par la COSOB, est à destination des investisseurs et épargnants, voire accessibles à un plus large public.

Les conditions exigées par l'autorité de surveillance sont les suivantes :

- ✓ Une copie des statuts de l'émetteur ;
- ✓ Le procès-verbal de l'assemblée générale de la société autorisant l'émission obligataire ;
- ✓ Les procès-verbaux des assemblées générales ayant approuvé les bilans des deux derniers exercices ;
- ✓ Les rapports des commissaires aux comptes relatifs aux deux derniers exercices ;
- ✓ La notice d'information émise à cet effet.

Le visa apposé par la COSOB ne constitue pas une appréciation sur l'opération proposée, mais il porte seulement sur la qualité de l'information et sa conformité avec la législation et la réglementation en vigueur.

L'émetteur est accompagné par un intermédiaire financier, généralement une banque chef de file, avec laquelle une convention sera signée permettant le pilotage de l'émission obligataire. Il s'agit de la définition des modalités pratiques en vue de placer les obligations émises, à savoir le recueil des souscriptions, la gestion des comptes titres, le règlement des titres, le suivi des opérations sur titres, etc.

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

La banque chef de file peut recourir à d'autres banques et constituer un consortium bancaire pour mener à terme l'opération.

Tableau n°13 : Emissions obligataires d'entreprises publiques entre 2003 et 2009

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
SONATRACH	Pétrole	03-02 du 11/12/2003	5 milliards DA	5 ans
S R H	Finance	03-01 du 03/07/2003	2,48 milliards DA	5 ans
AIR Algérie	Transport	04-01 du 11/03/2004	4,4 milliards DA	5 ans
		04-02 du 26/10/2004	14,18 milliards DA	6 ans
		04-02 du 26/10/2004	10,71 milliards DA	5 ans
		05-03 du 20/05/2005	12,32 milliards DA	6 ans
ENTP	Pétrole	05-04 du 25/06/2005	5 milliards DA	5 ans
		06-03 du 01/06/2006	8 milliards DA	5ans
		07-02 du 02/12/2007	4 milliards DA	5 ans
ENAFOR	Pétrole	05-06 du 10/11/2005	8 milliards DA	5 ans
		08-01 du 11/03/2008	6 milliards DA	5 ans
Algérie Télécom	Télécoms	05-05 du 17/10/2005	6,50 milliards DA	3 ans
		06-05 du 03/09/2006	20 milliards DA	5 ans
SONELGAZ	Electricité	04-03 du 30/11/2004	20 Milliards DA	5 ans
		05-01 du 15/03/2005	10 milliards DA	5 ans
		05-02 du 27/04/2005	15 milliards DA	6ans
		06-01 du 26/04/2006	11,65 milliards DA	5 ans
		08-02 du 12/05/2008	30 milliards DA	6 ans

Source : Construit par nos soins à partir des visas de la COSOB repris dans ses différents rapports annuels.

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Les secteurs d'activités à forte valeur ajoutée ont été les principaux bénéficiaires des émissions obligataires (pétrole, télécommunications, électricité, transport aérien) surtout du fait de leurs gros besoins en ressources financières.

C'est dans ce contexte que des entreprises privées, à l'instar de celles publiques, de saisir l'opportunité de lancer des emprunts obligataires avec succès, leur permettant d'augmenter leurs capacités de production (ETRHB) ou de se diversifier (CEVITAL et DAHLI).

Tableau n°14 : Emissions obligataires d'entreprises privées entre 2005 et 2009

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
CEVITAL	Agro-alimentaire	05-07 du 21/12/2005	5 milliards DA	6 ans
ALC	Finance	06-04 du 22/06/2006	3,65 milliards DA	5 ans
		06-06 du 26/12/2006	3,3 milliards DA	5 ans
EEPAD	Télécoms	07-01 du 14/05/2007	0,5 milliard DA	5 ans
DAHLI	Services	08-03 du 11/11/2008	8,3 milliards DA	7 ans
ETRHB	BTPH	09-03 du 12/07/2009	6 milliards DA	5 ans

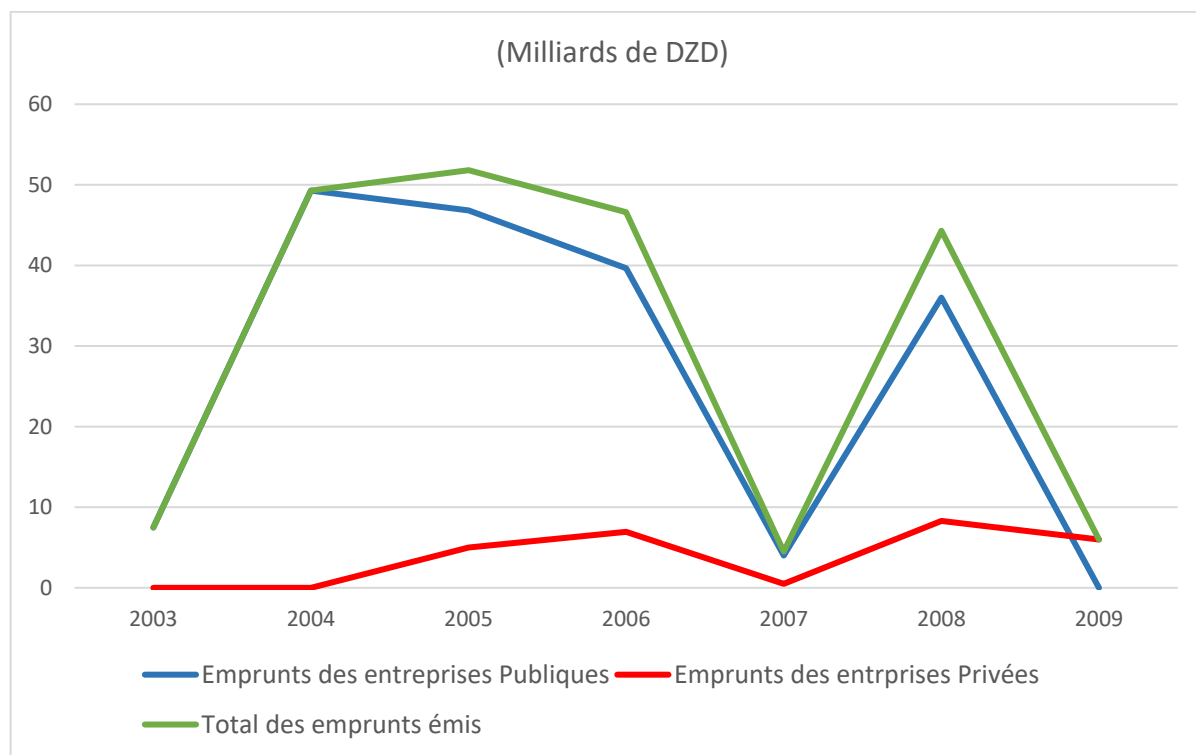
Source : *Idem*

Ces entreprises privées ont privilégié l'émission institutionnelle, sauf l'entreprise DAHLI qui avait fait appel à l'épargne publique et avait été introduite en Bourse. Cependant le montant de l'emprunt de l'ordre de 8,3 milliards DA tel qu'annoncé dans la notice d'information n'a pu être atteint puisque le montant levé n'était que de 2 360 140 000 DA soit 28,43% de ce qui était prévu. Ceci dénote le manque d'engouement de la part du large public par rapport à cette catégorie de financement. Cela peut s'interpréter également comme une certaine méfiance à l'égard des entités privées eu égard aux pertes subies par un grand nombre d'épargnants dans l'affaire Khalifa Bank.

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Les émissions réalisées par les entreprises privées et publiques sont illustrées dans le graphe suivant :

Graphe n°08 : Emprunts obligataires émis entre 2003 et 2009 par les entreprises Publiques et Privées



Source : Idem

La période (2003-2009) a constitué la période la plus active du marché obligataire. En effet, depuis 2003, année marquée par les premières émissions obligataires a provoqué une réaction en chaîne puisque plusieurs autres émissions ont été effectuées durant les années suivantes. C'est ainsi qu'entre 2004 et 2006 le montant des émissions obligataires dépasse lors de chaque année le montant de 40 Milliards de DA et un pic a été atteint en 2005 avec près de 52 Milliards de DA émis.

En 2007, le marché a observé un certain essoufflement puisqu'une seule émission a été affectée lors de cette année par l'entreprise privée EEPAD puis, d'autres émissions ont été effectuées en 2008 pour marquer un rebond du marché pour atteindre un montant émis de 44,3 Milliards de DA. Enfin le

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

marché marque une tendance de baisse à partir de 2009 et qui va marquer, le début de d'une période sans activité (nouvelles émissions) sur le marché obligataire.

En termes d'importance des émissions, le secteur public est prépondérant et à l'origine de la majeure partie des émissions. Le secteur privé n'a pas dépassé le seuil d'émission de 10 Milliards de DA par an lors de toute la période.

Tableau n° 15 : Emprunts institutionnels et appels publics 2003-2009

Emetteurs	Institutionnels	Appel public	Total (MDA)
SONATRACH	5 000		5 000
ENTP	17 000		17 000
ENAFOR	14 000		14 000
SONELGAZ	71 650	15 000	86 650
AIR ALGERIE	27 420	14 184	41 604
ALGERIE TELECOM	26 500		26 500
SRH	2 480		2 480
CEVITAL	5 000		5000
EEPAD	500		500
ALC	6 950		3 650
DAHLI		2 360	2 360
ETRHB	6 000		6 000
Total	182 500	31 544	214 044

Source : Idem

Les émissions obligataires avec appel public ne représentent que 15% du total des émissions. Le recours aux emprunts institutionnels est alors privilégié par la plupart des émetteurs.

Entre 2010 et 2014, on constate une rupture des émissions obligataires puisque la COSOB n'avait accordé aucun visa à une quelconque entreprise. Ceci était lié à la situation de surliquidité des banques publiques. Cette surliquidité était alimentée, d'une part, par l'importance des dépôts du secteur des hydrocarbures, et d'autre part, le résultat de l'augmentation de la collecte de l'épargne des particuliers, qui s'est développée à un taux moyen proche des 20% par an au cours de cette période. D'où des octrois massifs

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

de crédits à des conditions favorables aux entreprises qui n'ont plus cherché à diversifier leur financement.

Tableau n° 16 : Investissements productifs financés par les emprunts obligataires

Emetteur	Montant	Investissements à financer
ENTP	17 000	Acquisition d'appareils et équipements
ENAFOR	14 000	Acquisition d'appareils de forage
SONATRACH	5 000	Non précisé
AIR Algérie	41 610	Renouvellement d'une partie de la flotte
SONELGAZ	86 650	Réalisation et réhabilitation des ouvrages de production et de transport d'électricité
Algérie Telecom	26 500	Développer le réseau de télécommunication cellulaire de la filiale ATM Mobilis. Renforcer l'infrastructure réseau
CEVITAL	5 000	Extension des capacités de production (sucre) et réalisation de nouvelles usines : verre plat (float glass), embouteillage d'eau minérale et trituration de graines oléagineuses
EEPAD	500	Investissements dans les TIC
DAHLI	2 360	Réalisation d'un port de plaisance, deux tours en bureaux d'affaires
ETRHB	6 000	Acquisition de véhicules de travaux publics et l'achat de 3 parcs à bitume. Réalisation d'une usine de charpentes métalliques

Source : Réalisé par nos soins à partir des notices d'information des émetteurs.

Les émissions obligataires réalisées ont permis de mobiliser au profit de ces grandes entreprises d'importants fonds qui ont servi à financer leur coûteuses opérations et programmes d'investissement. Ces fonds qui ont été injectés dans les investissements qui entrent dans le cadre de l'activité principale (métier de base) de ces entités dénote l'efficacité de ce mode de financement alternatif et complémentaire au financement bancaire qui a pris une ampleur considérable durant la période 2003 à 2009.

2. Emissions obligataires entre 2014-2018

Depuis 2014, correspondant au début de la période de la chute drastique des cours du pétrole et de la détérioration de la situation financière de l'Algérie, il y a eu une reprise de l'activité sur le marché obligataire, matérialisé par l'émission de six emprunts totalisant un montant de 171 milliards de DA dont plus de 94% levés par l'emprunt obligataire du Fonds National d'Investissement (FNI) issu de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement (BAD). Cet emprunt est justifié par le rachat de 51% du capital de la société OTA Djezzy pour un montant de 2,621 milliards de dollars, lui permettant de devenir actionnaire majoritaire dans la filiale du groupe de télécommunication VimpelCom.

Tableau n° 17 : Emissions obligataires 2014 - 2018

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
FNI	Finance	14-02 du 18/11/2014	160 milliards DA	10 ans
MLA	Finance	15-01 du 06/01/2015	2 milliards DA	5 ans
		17-01 du 07/06/2017	2 milliards DA	5 ans
SNL	Finance	15-02 du 26/08/2015	2 milliards DA	5 ans
MLA	Finance	17-02 du 17/06/2017	2 milliards DA	5 ans
SRH	Finance	17-02 du 06/12/2017	5 milliards DA	5 ans
MLA	Finance	18-01 du 10/10/2018	2 milliards DA	5 ans

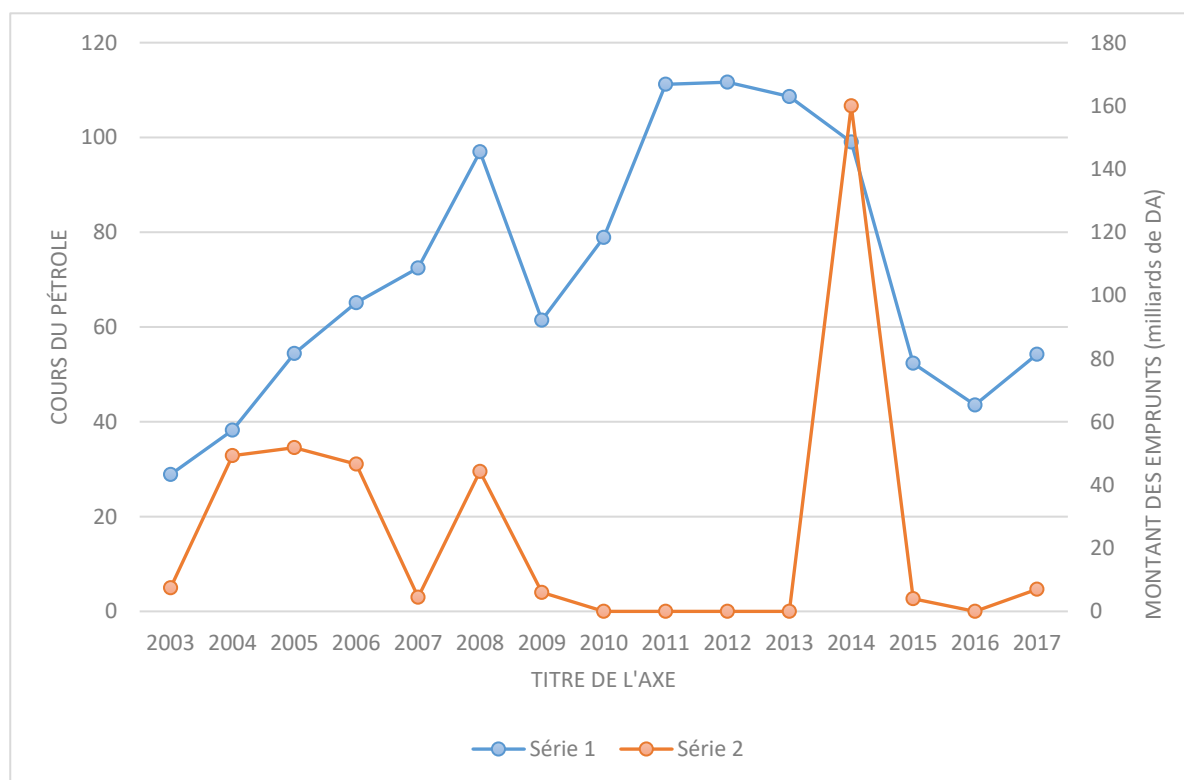
Source : Idem

En outre, l'ensemble des emprunts obligataires émis durant cette période sont des emprunts institutionnels, c'est-à-dire destinés exclusivement aux institutions financières qui sont les seules pouvant souscrire à ces derniers. Aucun emprunt n'a été émis pour capter l'épargne des particuliers. Les émetteurs sont également des institutions financières particulièrement des sociétés de leasing dont les activités sont devenues attrayantes grâce aux mesures incitatives en faveur du développement des PME.

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Le constat qui peut être fait à partir de la lecture du tableau ci-dessus afférent à cette période, c'est le nombre d'emprunts émis qui reste relativement faible par rapport au potentiel existant en termes d'épargne thésaurisée mais surtout du contexte économique caractérisé par la baisse des liquidités bancaires par rapport aux années précédentes.

Graph n° 09 : Evolution des emprunts obligataires émis et cours du pétrole



Source : Réalisé par nos soins

Le graphe ci-avant illustre la situation de surliquidité qui a caractérisé la période 2010 à 2014, marqué par l'envolée des cours des prix du pétrole qui constitue la principale source de revenu pour le pays. Cette période a été marquée par l'absence de nouvelles émissions en faveur des emprunts bancaires qui ont constitué, le principal moyen de financement des entreprises durant cette période.

Par ailleurs, la surliquidité au niveau des banques durant cette période a été accompagnée par une augmentation du volume des crédits octroyés par

les banques et à des conditions très favorables soutenus par des dispositifs des pouvoirs publics ; (rééchelonnement de l'endettement des entreprises en difficulté, dispositifs de financement aidés), ce qui a eu pour effet d'évincer progressivement le recours au marché financier au profit de l'endettement bancaire.

Si durant la décennie 2000 les émissions obligataires avaient servi les secteurs d'activités à haute valeur ajoutée (énergie, télécommunications) dont les investissements sont consistants, celles plus récentes (2014-2018) ont bénéficié exclusivement au secteur financier, particulièrement les sociétés de leasing devenues très actives sur ce marché.

La stratégie mise en œuvre par ces sociétés consiste essentiellement à augmenter leurs ressources longues afin d'opérer l'adéquation entre la maturité moyenne de leurs passifs avec la liquidité de leurs actifs. D'autant plus qu'elles empruntent et prêtent systématiquement à des taux d'intérêt fixes et non révisables.

Section 2 : spécificités et conditions de mise en œuvre des emprunts obligataires

Les titres émis sont des obligations ordinaires. Elles sont au porteur et dématérialisées. Elles sont inscrites en comptes auprès des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB et sont admises aux opérations d'Algérie Clearing, c'est-à-dire leur administration par le paiement des intérêts et le remboursement du capital.

1. Le prix des titres émis

Les obligations sont négociées sur le marché de gré à gré entre les intermédiaires habilités. L'émetteur peut ultérieurement demander l'admission de ces titres à la cote officielle de la Bourse d'Alger. Le prix fixe des obligations émises est un prix égal au pair, ou inférieur ou supérieur de (100,00%) par obligation en fonction du nominal.

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

Tableau n°18 : Prix des obligations émises

Prix de l'obligation	Inférieur au pair	Egal au pair	Supérieur au pair
DAHLI		100,00%	
ETRHB			100,03%
CEVITAL			
-1ere tranche			100,34%
- 2eme tranche			101,05%
EEPAD		100,00%	
ENAFOR (1)			
-1ere tranche			100,09%
- 2eme tranche			100,12%
ENAFOR (2)			100,54%
ENTP (1)			102,23%
ENTP (2)			
-1ere tranche	99,33%		
- 2eme tranche	99,20%		
ENTP (3)			100,41%
SONELGAZ (1)		100,00%	
SONELGAZ (2)		100,00%	
SONELGAZ (3)		100,00%	
SONELGAZ (4)		100,00%	
SONELGAZ (5)		100,00%	
Algérie Telecom (1)			
-1ere tranche	99,72%		
- 2eme tranche	99,75%		
Algérie Telecom (2)		100,00%	

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

ALC (1)			
- 1ere Tranche	99,76%		
- 2eme tranche		100,00%	
ALC (2)	99,63%		
SONATRACH			104,64%
SRH (1)			101,49%
SRH (2)		100,00%	
MLA (1)		100,00%	
MLA (2)		100,00%	
FNI		100,00%	
Air Algérie (1)		100,00%	
Air Algérie (2)		100,00%	
Air Algérie (3)		100,00%	
SNL		100,00%	

Source : Réalisé par nos soins à partir des notices des émetteurs.

La fixation du prix de l'obligation permet de déterminer le rendement de l'émission. C'est ce qui intéresse les investisseurs pour pouvoir comparer avec d'autres placements.

Le produit brut de l'émission obligataire est égal au total des prix de soumission multipliés par les quantités souscrites de chaque soumission retenue. Il s'agit du montant nominal souscrit.

Le produit net de l'émission obligataire est obtenu à partir du produit brut auquel il faut déduire l'ensemble des charges de l'opération. Il s'agit des redevances et rémunérations réglementaires, qui se répartissent comme suit :

- Redevances de la COSOB : le montant à verser est de 0,075% du montant de l'émission ;

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

- Rémunération d'Algérie Clearing comprenant les frais d'adhésion plus les frais de traitement des opérations sur titres (paiement des intérêts et remboursement du capital) ;
- Frais de prestations de services (fixés par des conventions) composés des frais relatifs à la banque chef de file (0,3% du montant collecté) ainsi qu'au Bureau Conseil (conseillé financier) (0,5% du montant nominal émis) ;
- Frais de publication et relations investisseurs concernant essentiellement l'impression de la notice et sa diffusion ainsi que les campagnes de promotion et de publicité.

Chaque émetteur désigne une banque chef de file responsable du syndicat de placement. Sur l'ensemble des émissions obligataires qui ont eu lieu, les six banques publiques en sont des banques chef de file.

C'est ainsi que la BNA a piloté les émissions de SONEGAS et AT ; la BEA avec les entreprises SONATRACH, ENAFOR, ENTP, et DAHLI ; le CPA a pris en charge les emprunts de CEVITAL, ETRHB et la SRH ; la BADR a piloté l'opération de EEPAD ; la CNEP banque celle de ALC ; et enfin la BDL avec la SNL. Il a fallu attendre 2017 pour qu'une banque à capitaux étrangers en l'occurrence BNP Paribas El Djazair prenne en charge l'emprunt d'une société de leasing MLA qui est également à capitaux étrangers.

La fixation du taux d'intérêt facial de chaque émission est fonction du taux d'inflation moyen.

Tableau n° 19 : Taux d'inflation (moyenne) entre 2001 et 2018

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
4,2	1,4	4,3	4,0	1,4	2,3	3,7	4,9	5,7	3,9	4,5
2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018			
4,5	8,9	3,3	2,9	4,8	6,4	5,6	4,3			

Source : Direction Générale de la Prévision et des Politiques. Ministère des Finances.

Les taux d'inflation sont irréguliers sans qu'ils soient cependant excessifs. D'où l'intérêt des émissions des titres de dette dans la mesure où

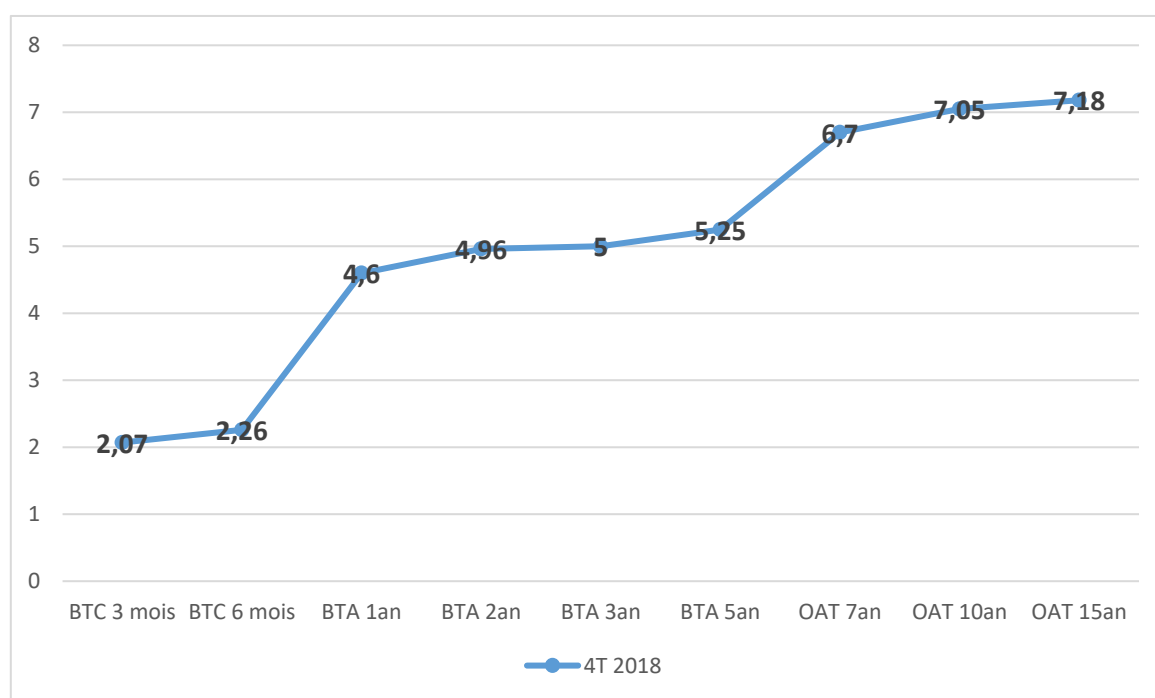
les taux nominaux proposés ont suivi logiquement la tendance de l'évolution des prix.

2. Le rendement des titres émis

Il y a par ailleurs la courbe des taux sans risque ou de rendement (yield curve) représentant la fonction qui, à une date donnée, pour chaque maturité, indique le niveau de taux d'intérêt pour un placement sans risque de défaut de l'émetteur. Elle répond à deux demandes sur les marchés financiers puisque, d'un côté, elle agrège l'ensemble des taux d'intérêt que va devoir s'acquitter un émetteur et, de l'autre, elle informe les investisseurs des rendements d'un titre selon sa maturité.

La structure et l'évolution de la courbe sont donc des informations cruciales pour l'efficiencia des marchés obligataires.

Graphes n°10 : Taux de rendement des valeurs du Trésor



Source : Direction Générale de la prévision et des politiques. Ministère des finances.

La courbe des taux sans risque permet de déduire les facteurs d'actualisation, reflétant ainsi la valeur future d'une série de flux financiers.

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

Tableau n°20 : Taux d'intérêt et taux de rendement

Date	Emetteurs	Taux d'intérêt fixe	Taux d'intérêt progressif	Echéance	Taux de rendement
2003	SONATRACH	4,0%		5 ans	3,40%
	SRH	4,5%		5 ans	4,16%
30/03/2004	AIR ALGERIE				
	Tranches dites « sériées »	3,00%		1, 2, 3, 4 ans	2,07%
	-Tranche à 1 an	3,00%		1 an	0,76%
	-Tranche à 2 ans	3,00%		2 ans	1,86%
	-Tranche à 3 ans	3,00%		3 ans	2,23%
04/12/2004	-Tranche à 4 ans	3,00%		4 ans	2,41%
	Tranche dite « ballon »	3,75%		5 ans	2,36%
15/12/2004	AIR ALGERIE				
	Tranche publique	3,75%		6 ans	4,68%
	AIR ALGERIE				
	Tranche dite « ballon »	3,00%		5 ans	2,24%
	Tranche dite « sériées »	3,00%		2, 3 et 4 ans	1,39%
27/12 2004	-Tranche à 2 ans	3,00%		2 ans	0,63%
	-Tranche à 3 ans	3,00%		3 ans	1,39%
	-Tranche à 4 ans	3,00%		4 ans	1,77%
29/03/2005	SONELGAZ				
	-1 ^{ère} tranche	3,00%		5 ans	2,40%
	-2 ^{ème} tranche	3,25%		6 ans	2,45%
	-3 ^{ème} tranche	3,50%		7 ans	2,85%
22/05/2005	SONELGAZ				
	-1 ^{ère} tranche	4,00%		9 ans	4,12%
	-2 ^{ème} tranche	4,20%		11 ans	4,63%
11/05/2005	SONELGAZ	4,40%		6 ans	4,51%
20/07/2005	AIR ALGERIE	4%		6 ans	4,21%
13/11/2005	ENTP	2,75%		5 ans	2,28%
	ALGERIE TELECOM				
	-1 ^{ère} tranche	2,75%		2 ans	2,79%
11/12/2005	-2 ^{ème} tranche	3,00%		3 ans	3,09%
18/01/2006	ENAFOR				
	-1 ^{ère} tranche	3,00%		5 ans	2,98%
	-2 ^{ème} tranche	3,50%		6 ans	3,48%
19/07/2006	CEVITAL				
	-1 ^{ère} tranche	3,75%		5 ans	3,67%
	-2 ^{ème} tranche	4,00%		6 ans	3,80%
16/05/2006	ALC				
	-1 ^{ère} tranche	3,85%		5 ans	3,90%
	-2 ^{ème} tranche	4,00%		6 ans	4,00%
14/06/2006	SONELGAZ				
	-1 ^{ère} tranche	4,65%		9 ans	4,655%
	-2 ^{ème} tranche	4,85%		11 ans	4,853%

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

17/10/2006	ENTP				
	-1 ^{ère} tranche	3,30%		5 ans	3,45%
	-2 ^{ème} tranche	3,50%		6 ans	3,65%
	Algérie Telecom		4,00% - 4,00% - 4,50% - 4,50% - 7,90%	5 ans	4,81%
03/06/2007 06/12/2007	EEPAD				
	-1 ^{ère} tranche	4,20%		2 ans	4,20%
	-2 ^{ème} tranche	4,80%		3 ans	4,80%
	ENTP	3,85%		5 ans	
01/06/2008	SONELGAZ		3,75% - 4,00% - 4,50% - 5,00% - 5,50% - 6,50%	6 ans	5%
11/01/2009	DAHLI		4,00% - 4,25% - 4,75% - 5,25% - 5,75% - 6,25% - 6,75%	7 ans	5,19%
14/07/2009	ETRHB	4,10%		5 ans	4,09%

Source : Réalisé par nos soins à partir des notices des émissions obligataires publiées par la COSOB.

Les taux d'intérêt proposés sont fixes et non révisables. Certaines émissions proposent des taux progressifs pour tenir compte de l'inflation. Ces taux sont généralement supérieurs à celui de la rémunération des autres placements financiers disponibles notamment les taux proposés par les banques. Aussi, le rendement des emprunts obligataires est également supérieur aux rendements des entreprises cotées sur la Bourse d'Alger puisque les dividendes qu'elles versent sont encore faibles.

Tableau n°21 : Taux d'intérêt et rendement des émissions obligataires 2014-2018

Date	Emetteur	Taux fixe	Taux progressif	Echéance	Rendement
18/11/2014	FNI				
	-1 ^{ère} tranche	5%		10 ans	5,00%
	-2 ^{ème} tranche	4%		10 ans	4,00%
06/01/2015	MLA		2,50% - 2,75% - 3,35% - 4,00% - 5,00%	5 ans	Egal au coupon puisque l'amortissement est constant
26/08/2015	SNL	3,50%		5 ans	Egal au coupon puisque l'amortissement est constant
07/06/2017	MLA		4,00% - 4,50% - 5,00% - 5,75% - 6,50%	5 ans	Egal au coupon puisque l'amortissement est constant
06/12/2017	SRH	5,20%		5 ans	5,20%

Source : Réalisé par nos soins à partir des notices des émissions obligataires publiées par la COSOB.

Il est à signaler que les taux de rendement annoncés ne sont significatifs qu'à la double condition :

- ✓ Le souscripteur conserve son titre jusqu'à la date de remboursement de l'obligation ;
- ✓ Le montant des intérêts annuels est réinvesti au taux de rendement moyen réel et ce, jusqu'à la date de remboursement de l'obligation.

Sur le plan du régime fiscal, les produits et les plus-values de cession sont exonérés de l'IRG et de l'IBS conformément à l'alinéa 2 de l'article 46 de la loi de finances 2009 modifiant et complétant l'article 63 de la loi de finance 2002.

En matière de garanties, les obligations émises constituent un engagement direct et inconditionnel de l'entreprise émettrice. Elles sont adossées à des garanties sous formes d'hypothèques sur les actifs constituant une garantie pour le remboursement du principal, les intérêts et les frais accessoires.

Par ailleurs, les obligations émises ont le même rang que les dettes déjà contractées par l'émetteur hormis les dettes privilégiées de par la loi.

Les porteurs d'obligations de chaque émission sont réunis de droit dans une masse des obligataires. L'assemblée générale de ces derniers désigne trois mandataires officiels. L'émetteur s'engage à leur transmettre les documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires.

L'émetteur s'engage par ailleurs à ne pas distribuer de dividendes ni procéder à des rachats d'actions ou toute autre forme de paiement aux actionnaires ou aux dirigeants, susceptible de le mettre en situation de ne pas pouvoir respecter ses engagements envers les obligataires, notamment par rapport au versement des intérêts et au remboursement du principal.

Les émissions sont réservées essentiellement aux institutionnels. Elles sont réalisées par adjudication à la hollandaise. C'est une technique qui laisse chaque investisseur faire son offre en fonction de ses besoins et selon

l'idée qu'il se fait du marché. Son avantage est qu'en l'absence de référence réelle de taux d'intérêt parce que c'est un marché nouveau, elle suscite des offres allant dans le sens du développement des transactions. Cependant, quelques effets indésirables sont apparus au fur et à mesure des émissions, à savoir des écarts de prix importants qui ne facilitent pas les échanges sur le marché secondaire.

Les émissions obligataires réalisées par appel public à l'épargne ont été limitées puisque seules trois entreprises ont pu le faire dont deux publiques (AIR ALGERIE et SONEGAS) et une privée (DAHLI) en 2009. Ce dernier emprunt n'a pas obtenu d'ailleurs les effets escomptés puisque le montant collecté était très en deçà de celui visé dans la notice d'information relative à l'émission. Cependant, certains analystes financiers expliquaient la défection des épargnants par rapport au contexte caractérisé par le scandale de la banque AL Khalifa. Depuis, aucune émission obligataire avec appel public à l'épargne n'a été lancée sous le couvert de la COSOB.

Section 3 : Les handicaps et perspectives du financement obligataire

L'élan pris par le marché obligataire entre 2003 et 2009 s'est vu ralentir en raison d'une politique économique orientée essentiellement sur l'intervention publique au détriment des règles du marché, et ce dans un environnement caractérisé par la domination de la rente pétrolière. Plusieurs handicaps ont empêché les émissions obligataires à se développer davantage alors que l'épargne privée et institutionnelle est encore disponible à travers divers canaux y compris celle qui relève du secteur économique informel.

1. Consistance et caractéristiques du tissu économique en Algérie

La consistance du tissu économique de l'Algérie à la fin de l'année 2018, enregistre près de 2.013.374 commerçants inscrits au registre du commerce selon les deux statuts suivants :

- ✓ Personnes physiques : 1.819.169 soit (90,4%) ;
- ✓ Personnes morales : 194.205 soit (9,6%).

Dont :

- 14.052 commerçants étrangers, répartis comme suit :
 - ✓ 2.515 personnes physiques
 - ✓ 11.537 personnes morales.

Ces chiffres progressant en moyenne au rythme moyen de 15% par an, font ressortir le constat que la majeure partie de l'activité commerciale en Algérie est exercée par les personnes physiques. Les personnes morales ne représentent qu'un 10^{ème} des entités immatriculées au registre de commerce. En matière de forme juridique des entités, à la fin de l'année 2018, La forme juridique la plus utilisée par les sociétés est la "S.A.R.L" avec 52,03% suivi par "E.U.R.L" avec 35,36 % et la "S.N.C" à 5,85%. Par ailleurs, la SPA est la forme la moins fréquente avec 5,78% du total.

Le tableau suivant présente la consistance des entreprises algériennes par rapport à leur forme juridique :

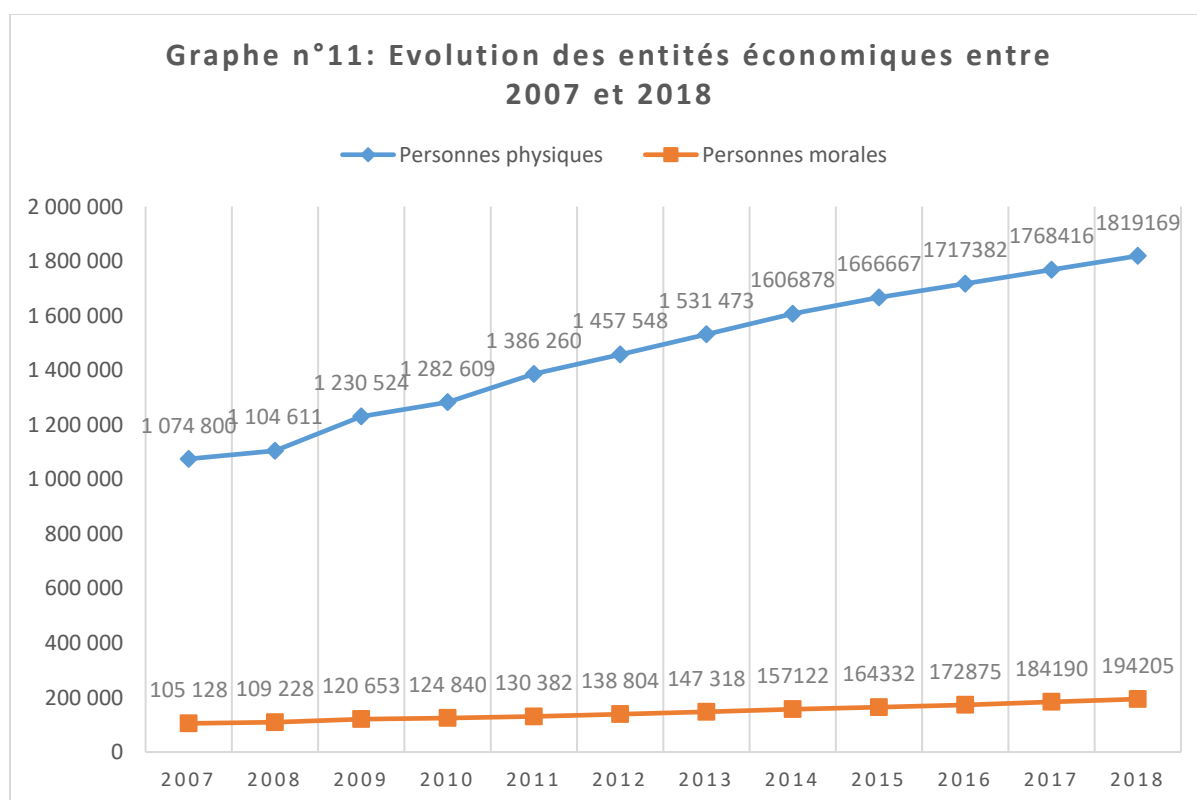
Tableau n° 22 : Forme juridique des entreprises algériennes

Forme juridique	Nombre
Société en nom collectif (SNC)	11.360
Société en commandite simple (SCS)	17
Société par actions (SPA)	11.222
Société à responsabilité limitée (SARL)	101.051
Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL)	68.655
Groupement	477
Société en commandite par actions (SCA)	04
Entreprise publique industrielle et commerciale (EPIC)	1204
Succursale	205
Total	194.205

Source : CNRC, 2018.

Ce tableau fait ressortir le faible nombre d'entreprises sous la forme de Sociétés par action (SPA) à hauteur de 5,78% seulement du total des entreprises enregistrées. Il faut rappeler que le statut de société par action est un critère obligatoire pour prétendre à une introduction en bourse ou à un financement obligatoire. Par conséquent, la forme juridique actuelle dominante de la population d'entreprises représente un frein pour une augmentation significative du recours de ces dernières au marché financier.

Le tissu des entités économiques reste par conséquent, constitué d'une grande partie de jeunes entreprises (moins de 5 années d'âge en moyenne) et largement dominé par les très petites entreprises (TPE).



Source : Construit par nos soins à partir des données du CNRC.

L'évolution du nombre de personnes morales enregistre des augmentations lors de chaque année, cependant ce nombre reste très loin de celui des entités exerçant sous la forme juridique de personne physique.

Par ailleurs, l'augmentation du nombre d'entreprises privées trouve son origine dans diverses causes, parmi lesquelles on peut citer la présence de capitaux familiaux thésaurisés et qui ont trouvé une raison d'être avec l'accélération de l'ouverture économique des années 2000.

De nombreuses sociétés familiales ont vu le jour, et pour certaines, ont progressé pour devenir des entreprises d'envergures à la faveur des offres publiques que l'Etat avait lancé dès la remontée des prix du pétrole.

2. Nature des financements réalisés par le FNI

L'intrusion du FNI dans le paysage financier a été au détriment du marché obligataire et ce, à deux niveaux : la nature des opérations menées et l'emprunt obligataire réalisé en 2014.

2.1 Les opérations réalisées par le FNI

L'intervention du FNI depuis sa création s'est faite sous la forme de prêts directs, de cofinancement avec les banques ou par le biais de prise de participation. Les conditions préférentielles accordées par aux grandes entreprises publiques, qui ont été jusqu'ici les bénéficiaires quasi exclusives, se traduisent par des crédits à échéances beaucoup plus longues (au moins 20 ans en général) que celles pratiquées par les banques commerciales, ainsi que des taux d'intérêt fortement bonifiés.

Les financements sous ressources du Trésor octroyés à des taux d'intérêt bonifiés permettent de réduire les coûts pour les bénéficiaires. Le montant mobilisé sur les crédits accordés par le FNI, sur les ressources du Trésor, s'élève à 69,75 milliards de dinars, d'où un montant de mobilisation de crédit cumulé, au 31/12/2014, 675,97 milliards de dinars. Quant aux utilisations, elles s'élèvent à un montant de 68,92 milliards de dinars, portant le cumul des utilisations à 644,22 milliards de dinars.

**Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie :
Pour une alternative au crédit bancaire**

Tableau n° 23 : Les secteurs bénéficiaires de ces fonds sont les suivants

U : Millions de DA

Secteurs	Utilisations 2014	Utilisations cumulées à 2014
Transport	44 349	568 169
Tourisme	10 556	21 816
Industrie	9 690	23 413
Travaux publics	2 839	10 039
Industrie pharmaceutique	1 048	2000
Eau	337	1406
Industrie textile	102	102
Energie et mine	-	17 279
Total	68 921	644 223

Source : FNI, rapport annuel, 2014.

Cette préférence pour le secteur public s'est exprimée essentiellement par des injections massives de capitaux dans un certain nombre d'entreprises réputées stratégiques. Le processus a été engagé dès juillet 2009 avec le groupe des cimenteries publiques Gica, à qui on a attribué un prêt d'un montant de 180 milliards de dinars à échéance de plus de 20 ans. Ensuite, le FNI est intervenu dans le financement du renouvellement de la flotte d'Air Algérie ainsi que l'ambitieux programme du leader de l'industrie pharmaceutique Sidal, qui se sont traduits par des prêts à long terme estimés à plus de 100 milliards de dinars.

On compte également la contribution du FNI au plan de croissance de Cosider, première entreprise de travaux publics, se traduisant par la substitution pure et simple du FNI aux anciens actionnaires qu'étaient la BEA et le holding public du secteur. Le fonds est ainsi devenu, à la suite de cette opération, le propriétaire et l'actionnaire unique de Cosider moyennant un investissement de 4 milliards de dinars.

Cette première prise de participation a été suivie par l'intervention du FNI, aux côtés de la BEA et du groupe AXA, dans l'accord de partenariat qui a permis au numéro un mondial de l'assurance de s'installer en Algérie. S'agissait de la première prise de participation du FNI dans le capital d'un projet d'investissement réalisé en partenariat avec une entreprise étrangère, il dispose d'une minorité de blocage de 30% dans les deux filiales de la nouvelle société dans lesquelles il a investi environ 1 milliard de dinars.

En effet, A partir de 2014 – 2015, il y a eu un changement de cap dans le niveau des prises de participations du FNI. Il est associé au capital du projet Renault au côté de la SNVI, puis à celui du complexe sidérurgique de Bellara (wilaya de Jijel) aux côtés du groupe Imetal et Qatar Steel, puis la prise de contrôle de Djazzy rendue possible grâce à un énorme emprunt obligataire d'un montant de 160 milliards de dinars dépassant ainsi son propre capital.

En 2018, les engagements du FNI sous forme de prêts ont continué à augmenter de façon sensible. Le Gouvernement a décidé de remplacer désormais les concours définitifs du budget de l'Etat par des crédits du FNI à hauteur de 250 milliards de dinars pour assurer les financements nécessaires au programme de logements AADL.

Ces crédits bénéficieront d'un taux d'intérêt bonifié de 1% et d'un remboursement étalé sur 30 ans. On constate à ce niveau qu'il y a une utilisation des ressources du FNI qui ne correspond pas vraiment à sa vocation initiale. Il aurait sans doute mieux à faire dans la période présente que de financer des programmes de logements sociaux. D'ailleurs ses statuts prévoient clairement qu'il finance « le développement de l'investissement productif » aussi bien des entreprises publiques que des entreprises privées.

1.2 L'émission obligataire du FNI

Le FNI a lancé un emprunt obligataire institutionnel sous le visa de la COSOB n° 2014/02 du 18 novembre 2014 afin de financer son entrée dans le capital de la société de téléphonie ORASCOM à hauteur de 51% (majorité)

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

conformément aux recommandations du gouvernement et en application de l'article 58 de la loi de finance complémentaire 2009 qui a introduit un article 4 bis dans l'ordonnance n° 01-03 du 20 août 2001 relative au développement de l'investissement. L'alinéa 2 de cet article 4 bis stipule que les investissements étrangers ne peuvent être réalisés que dans le cadre d'un partenariat dont l'actionnariat national résident représente 51% au moins du capital social.

Le montant de l'emprunt est de 160 milliards de dinars décomposé en deux tranches : la première avec un montant de 74 milliards de dinars sur une durée de dix ans et offrant un intérêt au taux de 5% l'an. La deuxième tranche porte sur un montant de 86 milliards de dinars sur dix ans également mais le taux d'intérêt offert est de 4% l'an. La différence de taux sur une même échéance vient du fait que la seconde tranche moins rémunérée est assortie d'une garantie du Trésor alors que la première tranche n'est adossée à aucune garantie.

Ce n'est pas tant l'emprunt obligataire en lui-même qui constitue une entrave au marché obligataire dans son ensemble, mais plutôt le montant important levé qui est de 160 milliards de dinars compte tenu de la taille du marché, asséchant temporairement les ressources disponibles sur la place financière au détriment d'éventuelles émissions d'autres entreprises. Plus contraignant encore, la finalité de l'emprunt du FNI destiné au rachat de 51% du capital de la société de téléphonie OTA (Optimum Telecom Algérie) Djezzy, alors que des experts avaient émis des réserves sur l'opportunité d'un tel investissement.¹⁹

¹⁹Mais après plusieurs années de négociations, l'Algérie a acquis la majorité de l'opérateur OTA Djezzy. En effet Global Telecom Holding (GTH) et vimpelCom les sociétés mères, ont conclu un accord le 18 avril 2014 portant sur la vente de 51 % du capital d'OTA Djezzy à l'État algérien pour un prix de 2,643 milliards de dollars.

3. Le rééchelonnement de l'endettement des entreprises en difficulté

Les pouvoirs publics ont adopté des mesures lors de Tripartite qui s'est tenue le 28 mai 2011 à Alger qui a regroupé le Gouvernement et ses partenaires économiques et sociaux (syndicat UGTA et organisations patronales). Parmi les décisions qui ont été prises lors de ce sommet, figure celle relative au traitement de l'endettement bancaire des entreprises en difficulté. A ce titre, le Gouvernement a marqué son accord pour participer au rééchelonnement des créances en défaillances des entreprises en difficulté.

Aussi, il a été convenu d'encourager les banques à rééchelonner les créances des entreprises en difficulté, avec un différé de trois années durant lesquelles le Trésor public prendra en charge les intérêts ; puis la banque créancière procédera à l'annulation des agios réservés pour l'entreprise bénéficiaire du rééchelonnement.

Ce dispositif de rééchelonnement des dettes a encouragé les entreprises à se contenter uniquement du recours au financement bancaire, sachant que quel que soit leur situation financière, les pouvoirs publics viendraient à leur secours. Il en est de même pour les banques publiques qui ne s'inquiètent pas trop de leurs portefeuilles de créances détenues sur les entreprises, comptant également sur des mesures gouvernementales pour l'assainissement financier.

Aussi, ce dispositif a sans nul doute contribué à ralentir encore plus l'essor du marché obligataire en Algérie. En effet les opérateurs économiques, et à travers ces avantages que procure ce dispositif, continueront à compter exclusivement sur le financement bancaire tout en sachant qu'ils vont bénéficier de ces avantages accordés et à la charge du Trésor Public en particulier par la prise en charge des intérêts des différés accordés et l'annulation d'agios. Le soutien de l'endettement bancaire au détriment du développement du marché financier va encore retarder son essor et faire

régresser la confiance des opérateurs économiques pour se tourner vers ce mode de financement.

Les conditions et les étapes de l'opération de rééchelonnement a été adopté par l'Association des Banques et Etablissements Financiers (ABEF) à l'issue des concertations avec le Ministère des Finances et la Banque d'Algérie.

Il est à signaler que les banques publiques ont engagé un processus d'identification de la clientèle éligible au dispositif de traitement de l'endettement bancaire. La situation des créances classées au 30 avril 2011 éligibles à ce dispositif se présente comme suit :

- *Nombre d'entreprises concernées : 2327.*
- *Montant global de l'endettement : 201 milliards DA.*
- *Montant des agios susceptibles d'effacement : 80 milliards DA.²⁰*

La réalité du terrain montre également que les opérateurs économiques favorisent le financement bancaire en raison des avantages ou facilités qu'ils peuvent avoir dans ce sens, soit en consensus avec les banques soit en exploitant les limites de la réglementation en vigueur tel que le nombre de maximum de rééchelonnements à accorder à une relation qui n'est pas fixé par la réglementation actuelle, ou encore d'autres formules de crédits soutenues par l'Etat.

4. Le financement des entreprises EPE

Les grandes entreprises publiques en difficulté financières bénéficient par l'Etat de plans de développement. Ces plans de développement accordés par le Conseil des Participation de l'Etat (CPE) concernent divers crédits qui sont consentis à ces entreprises pour effectuer des réformes de sortie de crise, modernisation des capacités de production et financement des investissements.

²⁰<http://www.mf.gov.dz> (Ministère des Finances) consulté le 10/06/2017 à 13H

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Les crédits accordés peuvent concerner le remboursement de la dette bancaire des entreprises, rééchelonnement de l'endettement. Pour l'investissement, ils portent sur les rénovations des usines, la construction de nouvelles unités ou l'augmentation des capacités de production. Ils sont également accompagnés de crédits destinés pour la formation et également un crédit fond de roulement pour le démarrage de l'activité et l'approvisionnement.

Ces plans de développement sont accordés aux entreprises avec des conditions très avantageuses qu'il est impossible de trouver sur le marché financier. A titre d'exemple les crédits qui sont octroyés pour l'assainissement de l'endettement revêtent des conditions de remboursement favorables sur 10 ans et d'importantes périodes de différé et allant jusqu'à la prise en charge des intérêts par le Trésor Public et des taux d'intérêts bonifiés qui facilitent le remboursement.

Pour le volet investissement des crédits allant jusqu'à 15 ans sont accordés avec huit ans de différé sans intérêts, Rendant ces solutions de financement imbattables sur le point de vue de ce que peut offrir le marché financier en Algérie.

Après avoir bénéficié de ces crédits quelle est la situation vis-à-vis de l'endettement ?

Malgré la souplesse des crédits accordées dans le cadre de ces dispositifs spécifiques (plans de développement) accordés par l'Etat, des entreprises Algériennes trouvent toujours des difficultés de remboursement pour sortir de la spirale de l'endettement auxquelles elles sont confrontées particulièrement quand il s'agit de crédits destinés à l'assainissement qui ne génèrent pas de retour sur investissement (crédit pour rembourser un crédit)

Eu égard aux difficultés que rencontrent plusieurs entreprises, du volume de l'endettement et des avantages accordés par l'Etat dans le cadre de ces plans de développement visant à consolider le tissu économique et

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

productif du pays et la relance de l'activité au niveau de plusieurs entreprises en difficulté, Il y a un faible recours à d'autres moyens de financement tel que le marché financier (emprunts obligataires, introductions en bourse), qui ne peut offrir des avantages aussi importants et surtout nécessitant des une bonne santé financière des sociétés.

Par ailleurs, certains de ces financements accordés par l'Etat souffrent d'un manque de maturation en matière de décision de financement soit en surestimant les capacités de remboursement des entreprises qui bénéficient de ces concours ou encore une mauvaise appréciation des besoins des entreprises. En outre, les problèmes de gouvernance et d'utilisation de ces crédits par les entreprises malgré les conditions favorables de ces derniers font que beaucoup d'entre elles se retrouvent piégées dans la spirale de l'endettement.

Par conséquent, plusieurs grandes entreprises bénéficient de la présence de l'Etat et d'une facilité dans l'octroi des crédits ce qui a induit une faiblesse de la diversité et de recherche d'autres sources de financement entraînant une forte demande sur les banques.

En matière des modalités de financement et d'octroi des crédits, les business plan et plans de redressement sont présentés au niveau du CPE ce qui fait que les banques ne procèdent pas à l'étude de faisabilité des projets s'ils ont fait l'objet d'une acceptation par le CPE. Mais seulement veiller sur le volet garanties à recueillir.

L'absence de rigueur dans la demande et l'utilisation des crédits entraine à terme leur non remboursement à l'arrivée des échéances et engendre l'accumulation des agios créant des spirales d'endettement (crédits pour rembourser des crédits) dégradent ainsi la capacité d'endettement des entreprises.

Enfin, il est important d'ajouter que les banques en mettant au profit des entreprises une panoplie d'autres mécanismes (découverts, facilités de caisse, avances sur facture) pour financer leur exploitation, aidé par une

situation de surliquidité des banques que les entreprises algériennes ont une tendance à se tourner exclusivement vers des financements bancaires ce qui a induit petit à petit une absence de recherche d'autres moyens de financement par les gestionnaires.

En matière de taux d'intérêt appliqués, durant la période de différé de cinq ans le taux 0% est retenu et les intérêts sont à la charge du Trésor. Puis un taux bonifié de 3,5% au lieu de 6,25% sur les cinq autres années. Pour un deuxième PLD mois favorable sur une durée de 10 ans, cinq ans de différé à 3,5% puis les cinq autres années à 6,25%.

5. Le rôle ambigu des banques publiques

Entre 2010 et 2014, on constate une rupture des émissions obligataires puisque la COSOB n'avait accordé aucun visa à une quelconque entreprise. Ceci était lié à la situation de surliquidité des banques publiques. Cette surliquidité était alimentée, d'une part, par l'importance des dépôts du secteur des hydrocarbures, et d'autre part, le résultat de l'augmentation de la collecte de l'épargne des particuliers, qui s'est développée à un taux moyen proche des 20% par an au cours de cette période. D'où des octrois massifs de crédits à des conditions favorables aux entreprises qui n'ont plus cherché à diversifier leur financement.

Ces banques qui étaient en même temps impliquées en tant que banque chef de file des émissions obligataires effectuées durant toute la décennie 2000, commencèrent à proposer elles aussi des crédits syndiqués à 7 ans, plus intéressant pour elles et pour leurs clients.

Comment comprendre le triple rôle des banques en tant chef de file dans les émissions obligataires, puis IOB dans les négociations et enfin comme institutions bancaires et financières faisant la promotion de leurs propres produits financiers auprès de leur clientèle d'entreprises ? Ceci ne constitue-t-il pas une insuffisance dans les dispositifs mis en place et aussi un facteur entravant l'essor du marché financier en Algérie, particulièrement le marché obligataire ?

6. L'emprunt national pour la croissance économique

C'est à la suite du tarissement du fonds de régulation des recettes (FRR) que la décision a été prise en vue de lancer un emprunt obligatoire pour la croissance économique avec appel public à l'épargne. La mesure aurait été intéressante en soi, si cela avait servi à financer des projets bien définis et non le déficit budgétaire qui reflète uniquement le volontarisme des pouvoirs publics à garder à un niveau élevé les dépenses publiques. D'autant plus que cet emprunt qui a mobilisé toutes institutions financières du pays est passé outre des mécanismes de la Bourse d'Alger.

Tableau n° 24 : Evolution du fonds de régulation des recettes (FRR) : 2011 – 2017

En millions DA							
Désignation	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Reliquat année précédente	4 842 837	5 381 702	5 633 751	5 563 511	4 408 159	2 073 846	784 458
Total des prélèvements	1 761 455	2 283 260	2 132 471	2 965 672	2 886 505	1 387 938	784 458
Reliquat après prélèvement	5 381 702	5 633 751	5 563 511	4 408 159	2 073 846	784 458	0

Source : Direction Générale des Prévisions et politiques

De façon séparée et sans le visa COSOB, l'émission de titres de dette souveraine appelée emprunt national pour la croissance économique a été lancée par arrêté du Ministère des Finances. Cet emprunt obligatoire visait la mobilisation des épargnes nationales ainsi que les fonds thésaurisés en vue de leur mise à contribution au financement du programme national d'investissement.

Tableau n°25 : Caractéristiques de l'emprunt national

	Valeur	Maturité	Taux d'intérêt	Forme
Obligation	50 000 DA	3 ans	5%	Au porteur
(Titre matérialisé)		5 ans	5,75%	Nominative

Source : Arrêté du Ministère des Finances en date du 28 Mars 2016.

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

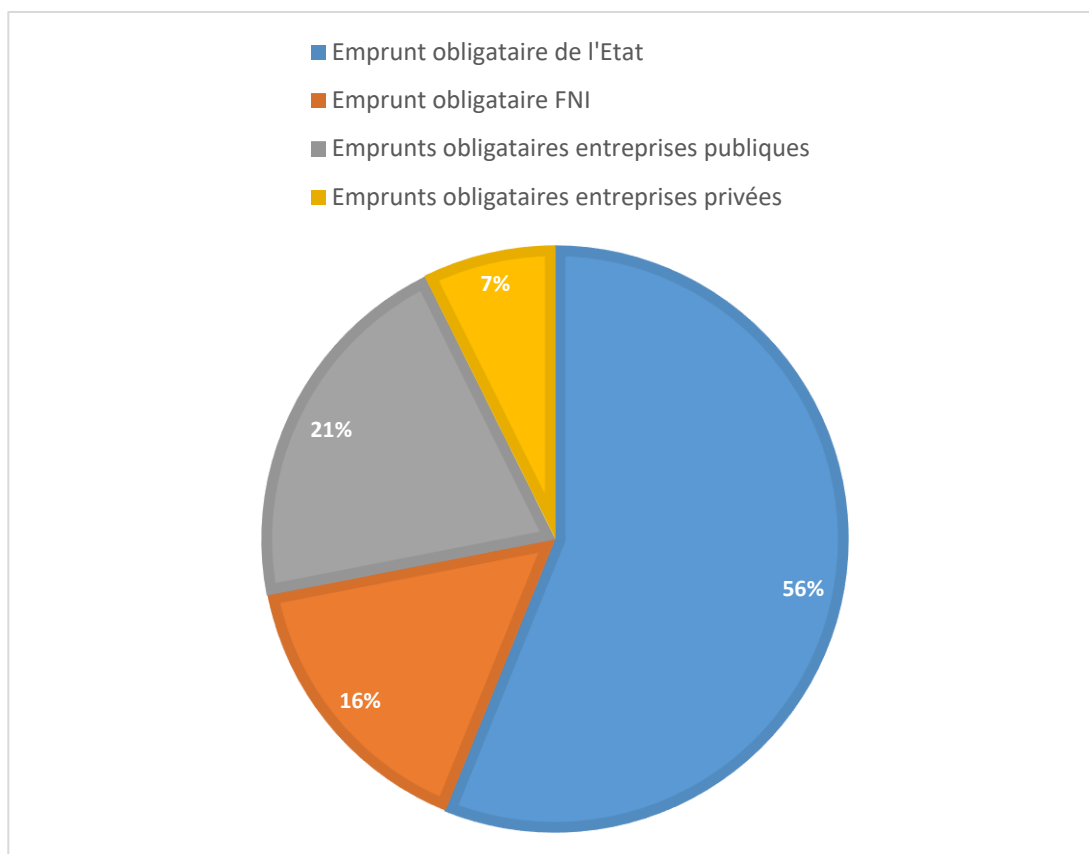
Les intérêts produits par les obligations souveraines sont exonérés d'impôts et payables chaque année à la date anniversaire de leur souscription. Celle-ci qui s'était étalée entre avril et octobre 2016, a permis de lever 557,82 milliards de dinars selon la Direction Générale du Trésor, soit l'équivalent de 55,62% par rapport à tout ce qui a été mobilisé entre depuis 2003 par toutes les entreprises ainsi que le FNI. Ceci a eu pour conséquence une forte contraction des disponibilités liquides des banques de la place.

La dette intérieure de l'Etat se situant à un niveau de 50% du PIB en 2017, comprend principalement des titres du Trésor pour 30% environ, 54% de la dette correspondant aux aides aux entreprises publiques et le reste à l'emprunt national pour la croissance économique. Le remboursement de ce dernier à travers les obligations émises se fera-t-il par le recours au financement non conventionnel eu égard aux contraintes budgétaires notamment l'énorme déficit enregistré chaque année ?

Durant la période allant de 2014 à 2017, les émissions obligataires toutes confondues ont représenté un montant global de 728,82 milliards de dinars soit plus que ce qui a été mobilisé entre 2003 et 2009 dont le montant est de 220 milliards de dinars, c'est-à-dire une augmentation de 331%. C'est dire l'existence d'une épargne consistante dans l'économie nationale. En revanche le nombre d'entreprises ayant recouru au financement obligataire s'est énormément réduit passant de douze à trois seulement, alors que les besoins de financement des investissements sont encore très élevés.

La réduction des émissions obligataires de la part des entreprises algériennes (publiques et privées) est symptomatique d'un ralentissement de l'investissement productif, lequel s'est traduit au niveau macroéconomique par une croissance économique molle. Le type de gouvernance qui y est pratiqué peut expliquer en partie la réticence vis-à-vis des emprunts obligataires alors que ces derniers offrent des conditions financières avantageuses.

Graphe n°12 : Emprunts obligataires réalisés entre 2003 et 2016



Source : Synthèse réalisée par nous-mêmes.

Cette configuration des émissions obligataires en Algérie rend l'émergence d'un marché financier dynamique aléatoire du fait que les entreprises n'y adhèrent pas à la démarche globale de la nécessité de diversifier les sources de financement des investissements et de recourir aux fonds les moins onéreux afin de préserver leur performance économique.

7. Autres contraintes ayant entravé l'essor du marché obligataire

Additivement aux points cités ci-dessus, d'autres contraintes ont influencé à divers degrés sur la situation actuelle de la bourse d'Alger et au recul du nombre d'emprunts obligataires émis et la stagnation du nombre d'entreprises cotées. On peut distinguer :

✓ **Le cadre réglementaire inachevé**

Le cadre légal et réglementaire régissant le marché financier Algérien reste inachevé. Il ne couvre pas tous les aspects du fonctionnement des marchés financiers. Ainsi l'OPV, l'OPA, l'OPE et autres opérations relatives au commerce des Valeurs Mobilières ne sont pas définies de même que le cadre de gouvernance des sociétés cotées.

Dans ce cadre du renforcement du cadre juridique, plusieurs modifications et nouveautés ont été introduites depuis 2016, on distingue :

- Deux règlements encadrant l'activité de sociétés de gestion de fonds d'investissement ont été promulgués au journal officiel n° 25 du 19 avril 2017, en vue d'alléger les conditions d'exercice de l'activité de ces dernières ;
 - ✓ Règlement COSOB n° 16-03 du 1er septembre 2016 relatif aux garanties que doit présenter la société de gestion de fonds d'investissement en matière d'organisation, de moyens techniques et financiers et de compétences professionnelles ;
 - ✓ Règlement COSOB n° 16-04 du 25 octobre 2016 relatif aux règles de déontologie à respecter par la société de gestion de fonds d'investissement.
- Durant l'année 2017, la Commission a adopté deux projets de règlement. Il s'agit de :
 - ✓ Projet de règlement amendant le règlement COSOB n° 96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières ;
 - ✓ Projet de règlement amendant le règlement COSOB n° 2000-02 du 20 janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.
- La Commission a adopté et soumis au ministère chargé des finances, pour examen, un projet de dispositions de loi amendant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs

mobilières, modifié et complété. Ces dispositions permettront à la COSOB de devenir un membre de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) signataire de l'accord multilatéral d'échange et de coopération (Multilateral Memorandum Of Understanding -MMOU), portant sur la coopération et l'échange d'information, entre les pays signataires, dans le domaine des enquêtes sur les abus de marchés et autres infractions boursières transfrontalières. Ces dispositions ont été intégrées au niveau de la loi de finance pour l'année 2018, et leur application est effective, à partir du 1er janvier 2018.

✓ **L'illiquidité du marché secondaire**

Le marché secondaire tourne depuis plusieurs années avec 05 titres d'action émis par des entreprises majoritairement publiques dont le capital a été ouvert à 20%. Ce manque de titres d'actions n'a pas donné au marché la profondeur nécessaire et a entraîné une illiquidité structurelle. En plus, les cours affichés par la bourse sont déconnectés des performances des entreprises et ne font pas l'objet de validation par le marché et le volume des échanges reste très faible.

✓ **Le manque de professionnalisation des acteurs dans le domaine des valeurs mobilières :**

Les services d'investissement sont insuffisamment développés et manquent de professionnalisme nécessaire à l'accompagnement des entreprises en bourse. Les IOB banques publiques n'assurent que la tenue de compte-conservation des titres, le routage des ordres et leur dénouement.

Le marché a besoin de services d'investissement à forte valeur ajoutée tels que :

- La gestion de portefeuille,
- La gestion collective (OPCVM).
- L'accompagnement et le conseil d'entreprises,

- L'information et évaluation.

Par ailleurs, il est nécessaire de réorganiser l'exercice de l'activité d'IOB Banque pour préserver l'intérêt et l'égalité entre les investisseurs, d'une part, et assurer une bonne qualité de service d'investissement, d'autre part.

Afin de dynamiser le marché notamment en matière de formation de professionnels des conventions ont été signées pour la formation de professionnels pour la bourse. En effet, en poursuivant ses efforts de professionnalisation des activités d'intermédiation en bourse, la COSOB a lancé, le 04 novembre 2018, en collaboration avec l'Institut de Formation Bancaire-IFB-, la 6ème promotion de la formation certifiée par la COSOB des professionnels du marché financier algérien.

Deux conventions de formation ont été signées respectivement avec l'Ecole des Hautes Etudes

Commerciales-EHEC- en date du 19 avril 2018 portant sur la préparation d'une post-graduation spécialisée en engineering financière et avec l'Ecole Supérieure du Commerce d'Alger (ESC) portant sur une post-graduation spécialisée, spécialité « Analyste financier » en date du 26 septembre 2018.

✓ **Le système d'information et informatique en place ne permet pas la prise en charge des besoins de développement du marché**

L'application informatique à la bourse d'Alger n'assure que la négociation d'un nombre limité de titres selon le seul mode du fixing. Il n'est pas adossé à la garantie de marché et ne permet que la négociation de produits classiques (actions et obligations).

Afin de remédier à cette insuffisance, Les négociations entamées en 2016 avec le Consortium Espagnol BME-AFI, ont été couronnées par la signature, le 09 février 2017, en présence du Ministre délégué chargé de l'économie numérique et de la modernisation des systèmes financiers, d'un contrat entre la Direction Générale du Trésor et le Consortium Espagnol, portant

Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : Pour une alternative au crédit bancaire

Conception et implémentation de plateformes informatiques pour l'automatisation des systèmes d'information des institutions du marché financier (SGBV, Algérie Clearing et COSOB) et des intermédiaires en opérations de bourse.

En septembre 2017, les spécifications techniques et fonctionnelles ont été validées par les deux parties et les travaux de conception ont démarré aussitôt. Ce système entrera en phase de test à compter de janvier 2020.

✓ Le faible intéressement à la fois chez les particuliers (épargne publique) et également au niveau des entreprises et des institutions

Les mécanismes de financement par la bourse ne sont pas connus ou ne suscitent pas de grand engouement chez leurs dirigeants. Le manque de campagnes de communication et de sensibilisation dans ce sens a contribué à freiner l'évolution du marché financier en Algérie.

Ce n'est que lors du dernier emprunt obligataire lancé par l'Etat en 2016 (emprunt pour la croissance) qu'une campagne de sensibilisation a été initiée notamment à travers les médias (Radio, télévision, journaux...) cependant celle-ci n'a pas eu de résultats probants car pour beaucoup de ménages cela représente une expérience nouvelle. Un grand travail de communication reste à mener afin de vulgariser les mécanismes de financement offerts par la bourse auprès des particuliers et des entreprises.

Conclusion

La croissance économique des entreprises ainsi que leur fonctionnement et la réalisation des programmes d'équipements de l'Etat nécessitent désormais la levée de fonds conséquents, ce qui ne peut se faire désormais qu'à travers la diversification des sources de financement dont les émissions d'emprunts obligataires. Les opérations menées jusque-là ont fait ressortir l'existence d'une épargne consistante mobilisable.

Cependant, une intervention aussi large des moyens de l'Etat a eu un effet d'éviction significatif à l'égard d'autres opérateurs. Bon nombre d'entreprises ne voient pas d'intérêt à recourir au marché obligataire alors qu'elles ont la possibilité d'accès aux crédits avantageux qu'accorde le FNI en termes de durée et de taux d'intérêt.

Au regard de l'expérience passée, les conditions de l'émergence d'un cadre de libre mobilisation de l'épargne nationale ne sont pas encore effectives. L'objectif de promotion d'un marché obligataire qui trouverait sa dynamique dans l'épargne privée et publique mobilisée par des institutions spécialisées a pris une place secondaire et purement indicative.

Toujours est-il, le besoin de financement est énorme pour l'économie nationale afin qu'elle suive le sentier d'une croissance vigoureuse, l'épargne hors système financier est également consistante (la petite épargne des particuliers et celle des activités de « l'informel »), mais les mécanismes de rapprochement entre l'offre et la demande.

Les mesures de relance des activités de la Bourse d'Alger restent encore assez timides et n'ont pas permis jusqu'à maintenant de relancer le financement par le marché financier en Algérie et ce en raison de plusieurs contraintes qui ont jalonné ce marché depuis sa création. Ces contraintes ont conduit à terme à la non diversification des sources de financement pour les entreprises algériennes qui demeurent astreintes aux seuls crédits bancaires.

Le resserrement de la contrainte financière de l'Algérie, notamment en raison de l'effondrement la rente tirée des hydrocarbures et des indicateurs macroéconomiques actuels, crée une situation d'impasse. Les opérateurs économiques auront plus de difficultés à trouver des financements pour leurs plans d'investissements. Dans ce cadre, les pouvoirs publics doivent prioritairement adopter une politique de réforme du secteur financier actuel, afin d'éviter le retour vers l'endettement extérieur.

Conclusion générale

L'économie nationale située dans un contexte marqué par la nécessité de confortement et de renforcement des équilibres macroéconomiques, contrainte à l'engagement d'une politique économique en vue de l'amélioration de l'environnement de l'entreprise ainsi que de la poursuite des réformes économiques engagées, reste confrontée à la problématique du financement des investissements productifs, au même titre que d'autres économies en pleine expansion.

La situation économique actuelle, plus empreinte par la génération des ressources provenant principalement des hydrocarbures, rends la pérennité de ces dernières compromises en raison des fluctuations des cours sur le marché pétrolier international, dont la prévisibilité n'est pas aisée, ainsi que la hausse de la consommation interne. C'est dans ce cadre que la politique de diversification économique représente un grand défi à relever afin d'assurer une croissance économique vigoureuse ainsi que le maintien des équilibres économiques internes et externes.

Par ailleurs, l'économie algérienne se trouve être confrontée à une forte présence d'un secteur informelle tentaculaire qui fait circuler d'importantes sommes d'argent en dehors des circuits bancaires. L'ensemble des tentatives d'inclusion initiées par les pouvoirs publics pour mobiliser ces ressources thésaurisées sont restées sans résultats probants.

Aujourd'hui, l'insuffisante financiarisation de l'économie nationale est un fait saillant lorsque la question du financement des investissements est abordée. Au-delà de l'aspect microéconomique relatif à l'autofinancement des entreprises et ses limites, le recours aux sources de financement externe reste problématique. Le besoin de financement existe et il est fort au niveau du secteur productif, matérialisé par une montée fulgurante du volume de crédits accordés par les banques et ce sans que l'épargne importante existante au sein de l'économie nationale ne soit canalisée vers des circuits de financement autre que par le crédit bancaire.

Les pouvoirs publics, dans un souci d'une meilleure prise en charge des besoins exprimés pour le financement de l'économie, ont mis en place plusieurs mesures, dispositifs et mécanismes afin de répondre aux sollicitations des agents à besoin de financement. Il s'agit principalement du renforcement du capital des banques publiques pour accroître leur capacité d'engagement et poursuivre la politique d'internalisation du financement de l'économie, la création d'un Fonds National d'Investissement doté d'un capital de 150 milliards de dinars destiné au financement des projets structurants, ainsi que des Fonds d'Investissements auprès des collectivités locales pour le financement des PME. Ces fonds, au nombre de 48, sont dotés chacun d'un capital de 1 milliard de dinars.

Le financement actuel des entreprises se fait essentiellement par les banques qui supportent l'essentiel des demandes de crédits exprimées et ce malgré la présence d'un marché financier depuis le début des années 2000. Ce marché demeure toujours dans un stade embryonnaire malgré la période active qu'il a connu entre 2003 et 2010, marquée par l'émission et le succès de plusieurs emprunts obligataires concrétisés par de grandes entreprises publiques et privées, et ayant permis de financer une grande part de leurs plans d'investissement.

Cet élan de progression du marché financier dans le financement des entreprises s'est très vite essoufflé avant d'entrer dans une longue phase de quasi inactivité, marquée par l'envolée des cours du pétrole et une surliquidité aux niveaux des banques qui ont distribué durant la période qui a suivi une quantité importante de crédits et à des conditions très avantageuses par rapport à ce que peut offrir le marché financier. Par ailleurs, entre 2010 et fin 2014, les pouvoirs publics ont décidé, à travers les politiques et dispositifs d'aide qui ont été mis en place, de financer massivement les projets des jeunes promoteurs et la création d'entreprises mais également de procéder au rééchelonnement de l'endettement des entreprises en difficulté, à la charge du Trésor Public.

Ces mesures ont très vite mis en avant l'emprunt bancaire comme un moyen privilégié pour le financement des entreprises toutes tailles confondues. Ces dernières comptant sur le soutien de l'Etat à travers les facilitations accordées et ce au détriment du financement obligataire qui ne suscitait plus l'engouement des investisseurs.

Les emprunts obligataires et emprunts bancaires représentent certes des sources de financement complémentaires et non concurrents. C'est les grandes entreprises qui s'accaparent également d'une part importante des crédits bancaires. Les six banques publiques sont présentes aussi bien dans l'octroi des crédits que comme banques chef de file dans les émissions obligataires. Elles sont présentes également par l'intermédiaire des IOB en tant qu'intermédiaire sur le marché secondaire prenant en charges l'ensemble des aspects liés à la négociation, la gestion des comptes, la représentation des investisseurs sur le marché, etc.

Il existe une limite au financement obligataire tel que réalisé par la plupart des grandes entreprises publiques et privées, qui n'est pas liée ni à l'absence de l'offre, ni à celle de la demande, mais plutôt par rapport aux fonds propres. En effet, pour réaliser son propre équilibre financier, toute entreprise ayant canalisé des fonds à moyen et long terme, se doit de mobiliser en parallèle des ressources propres.

Les émissions obligataires réalisées ont toutes, trouvé la contrepartie en ressources mobilisées, quel que soient les émetteurs, publics, privés et aussi le Trésor public avec l'emprunt national. Cela montre clairement que l'épargne est largement disponible, même si sa canalisation n'est pas toujours parfaite. Ce qui confirme notre première hypothèse.

Le récent recours de l'Etat au financement obligataire pour combler le déficit budgétaire démontre l'efficacité d'un tel mécanisme pour la mobilisation d'importants fonds, quand la liquidité bancaire vient à être sévèrement impactée par l'effondrement des cours du pétrole et l'amenuisement des recettes de l'Etat. L'important montant mobilisé confirme l'hypothèse de l'existence d'une épargne non canalisée, dont une grande partie

circule dans l'économie l'informelle, celle-ci n'a toujours pas fait l'objet d'une bancarisation.

Par ailleurs, les différentes politiques initiées par les pouvoirs publics pour financer l'économie ont montré leurs limites. En effet, la persistance de plusieurs entreprises en difficulté financière malgré les différents crédits dont elles ont bénéficié à des taux bonifiés, fait ressortir l'existence d'un problème de gouvernance au sein de ces entreprises qui n'ont pas su mettre à profit les fonds mis à leur disposition pour redresser leur situation.

L'essor du marché financier a également été impacté par le chevauchement de plusieurs politiques menées de façon simultanée, consistant à rendre accessibles les financements pour les entreprises, le redressement et la restructuration des entreprises en difficulté, le financement de la création des entreprises par les jeunes, au même moment où un plan de relance du marché financier a été initié. Ce qui confirme notre seconde hypothèse.

Enfin, le financement par l'emprunt obligataire constitue une étape nécessaire qui a prouvé son efficacité à répondre aux exigences des entreprises dans la majeure partie des économies de marché, les opérations menées en Algérie par d'importantes entreprises ont été fructueuses par le passé y compris celles lancées entre 2015 et 2017. Cette nécessité de reprise du marché obligataire viendra compléter les efforts consentis par les banques en matière de crédit et répondre à la problématique de diversification des sources de financement.

BIBLIOGRAPHIE

I. Ouvrages

1. Aglietta M. (2008) : Macroéconomie financière. Ed. La Découverte, Coll. Repères, Paris.
2. Aglietta M. & Reberioux A. (2005): Corporate gouvernance, Adrift: A critique of shareholder value. Ed. Edward Elgar Publishing Ltd, London.
3. Aglietta M. - Brender A.- Coudert V. (1990) : La globalisation financière : l'aventure obligée. Ed. Economica, Paris.
4. Albouy M. (2000) : Décisions financières et création de valeur. Ed. Economica, paris.
5. Albouy M. (1991) : Financement et coût du capital des entreprises. Ed. Eyrolles, Paris.
6. Amelon J.L. (2004) : Gestion financière. Ed. Maxima, Paris.
7. Ammour B. (1996) : Le système bancaire algérien. Textes et réalités. Ed. Casbah, Alger.
8. André-Leruste C. (2011) : Quel avenir pour le financement à long terme des entreprises non cotées ? Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris.
9. Antoine P. (2006) : Dictionnaire des marchés financiers. Ed. De Boeck.
10. Antoine P. & Capiahuart M .C (1999) : Titres et bourse. Ed. De Boeck, Paris.
11. Antraigue D. (2010) : Comptabilité des sociétés et des groupes : Emprunts obligataires émis par les sociétés. Ed. PUF, Paris.
12. Aytaç B. & Mandou C. (2015) : Investissement et financement de l'entreprise. Ed. De Boeck, Bruxelles.
13. Bancel F. (1995) : Choix d'investissement, méthodes traditionnelles, Ed. Economica, Paris
14. Barneto P. & Gregorio G. (2009): Finance. Ed. Dunod, 2e edition, Paris.

15. Barreau, Jean (2004) ; Delahaye, Florence : Gestion financière, ed Dunod paris
16. Bazet J-L, Faucher P, (2017): DCG6 Finance entreprise, Ed Nathan, Paris.
17. Bechu T. (2010) : Economie et marchés financiers. Ed. Eyrolles, Paris.
18. Beguin J.M & Bernard A. (2008): L'essentiel des techniques bancaires. Ed Eyrolles, Paris.
19. Belkahia, R ; Oudad, H, (2007) : Finance d'entreprise : Analyse et diagnostic financiers : Concepts, outils, cas corrigés Imprimerie Najah el Jadida Casablanca
20. Bellalah M. (2005): Gestion des risques de taux d'intérêt et de change. Ed. De Boeck, Bruxelles.
21. Bellalah M. (1998): Finance moderne d'entreprise. Ed. Economica, Paris.
22. Berk J. & Demarzo P. (2014): Finance d'entreprise. Ed. Pearson Education, 3^e édition, Paris.
23. Bito C. (1988) : La gestion obligataire. Ed. Dalloz, 2^e édition, Paris.
24. Bodie Z. & Merton R. (2011): Finance. Ed. Pearson Education, 3^e édition, Paris.
25. Bouere J.P. (1998) : Titres et emprunts obligataires. Banque édition, Paris.
26. Bradley X. & Descamps C. (2005) : Monnaie, banque, financement. Ed. Dalloz, Paris.
27. Brana S. (2003) : Le financement de l'économie, Ed E-thèque, Paris.
28. Brealey R. & Myers S. (1984): Principals of corporate finance. Ed. Mc Graw-Hill, International Student Edition, New York.
29. Broquet C. et alii. (2015) : Gestion de portefeuille. Ed. De Boeck.
30. Cabane, Pierre (2008) : L'essentiel de la finance à l'usage des managers Edition d'Organisations Paris

31. Campart S. & Moulin J-M. (2015) : L'introduction en Bourse. Ed. AFNOR, Paris.
32. Caudamine G. & Montier J. (1998) : Banque et marché financiers. Ed. Economica, Paris.
33. Charles A.- Maurice S. - Redor E. (2014) : Le financement des entreprises. Ed. Economica, 2^e édition, Paris.
34. Charreaux G. (2014) : Finance d'entreprise, EMS Editions, 3eme édition, Paris.
35. Charreaux G. (2000) : Gestion financière. Ed. Litec, 6^e édition, Paris.
36. Chardoillet, E ; Salvat, M ; Tournyol du Clos, H, (2010) : L'essentiel des marchés financiers : Front office, post-marché et gestion des risques, Editions d'Organisations, Paris.
37. Choinel A. & Rouyer G. (1993) : Le marché financier : structures et acteurs. Banque Editeurs, Paris.
38. Cobbaut R. (1997) : Théorie financière. Ed. Economica, 4^e édition, Paris.
39. Cohen E. (1991) : Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Ed. EDICEF, paris.
40. Collomb J.A (1999) : Finance de marché. Ed. Eska.
41. Coulon, Yannick (2017) : Guide pratique de la finance d'entreprise, Ed Gualino
42. Couppey-Soubeyran J. - Garnier O. – Pollin J.P. (2012) : Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire. Conseil d'Analyse Economique, Paris.
43. Cuthbertson K. (2000) : Economie quantitative : actions, obligations et taux de change. Ed. De Boeck, Paris.
44. Damodoran A. (2006) : Finance d'entreprise : théorie et pratique. Ed. De Boeck, Bruxelles.
45. Darbelet M. & Lauginie J.M (1986) : Economie d'entreprise. Ed Foucher.

46. Deffains-Crapsky C. & Rigamonti E. (2015) : Finance. Ed. Eyrolles, Paris.
47. Defosse G. & Balley P. (1987) : Les valeurs mobilières. Ed. Presses Universitaires de France, Paris.
48. Degos. J.G & Griffiths. S, (2011) Gestion financière : de l'analyse à la stratégie, Edition d'organisations, Paris.
49. De La Bruslerie H. (2014) : Analyse financière (5^{ème} édition). Ed. Dunod, paris
50. De La Bruslerie H. (2002) : Gestion obligataire, marchés, taux d'intérêt et actifs financiers. Ed. Economica, Paris.
51. De La Bruslerie H (1997) : Encyclopédie des marchés financiers. Ed. Economica, Paris.
52. Ferrandier R. & Koen V. (1991) : Marchés de capitaux et techniques financières. Ed. Economica, 2^e édition, Paris.
53. Fisher I. (1930): The theory of interest. Ed. Mc Millan, Ney York.
54. Gitman L. et alii (2005) : Investissement et marché financier. 9^{ème} éd, Ed. Pearson, Paris.
55. Goffin R. (2012) : Principes de finance moderne. Ed. Economica, Paris.
56. Gurley J.G & Shaw E.S (1960): Money in a theory of finance, Brookings Institute. Washington DC.
57. Harb É. et alii. (2014) : Finance. Ed. Dunod, Paris.
58. Hull J. (2007) : Options, Futures et autres actifs dérivés. Ed. Pearson. Paris.
59. Hutin H. (2002) : Toute la finance d'entreprise en pratique. Ed. Organisation, Paris.
60. Jacquillat B. et al. (2014) : Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques. Ed. Dunod, Paris.
61. Jacquillat B. et al. (2009) : Marchés financiers, Ed. Dunod, Paris.

62. Jaffeux C. (1994) : La bourse et le financement des entreprises. Ed. Dalloz, Paris.
63. Jeannicot K. & Ben Larbi S. (2004) : Management des risques financiers et marchés organisés. Ed. ECONOMICA, Paris.
64. Juvin H. (2003): Les marchés financiers. Ed. d'Organisation, paris.
65. Herlin Philippe (2010) : Finance, le nouveau paradigme Editions d'organisation, Paris.
66. Hutin H (2010) : Toute la finance, Ed Eyrolles, Paris.
67. Karyotis C. (2014) : L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux. Ed. Gualino.
68. Kast K. & Lapied A. (1992) : Fondements microéconomiques de la théorie des marchés financiers. Ed. Economica, Paris.
69. Keynes J.M : Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie. Ed. Payot, Paris 1979.
70. Kharoubi C. & Thomas P. (2016) : Analyse du risque crédit. RB Edition, Paris.
71. Kolifraith G. & Journe T. (2003) : Marchés monétaire et obligataire. Ed Revue Banque, Paris.
72. Lamarque E. & Maymo V. (2015) : Economie et gestion de la banque. Ed. Dunod, Paris.
73. Lardic S. & Mignon V. (2006) : L'efficience informationnelle des marchés financiers. Ed. La Découverte. Paris.
74. Lehmann, Paul Jacques, (2008) : Bourse et marchés financiers Ed Dunod
75. Le Saout E. (2006) : Introduction aux marchés financiers. Ed. Economica, Paris.
76. Maina E. (2006) : Gestion obligataire. Ed Banque, Paris.
77. Marin X. (2003) : Encyclopédie valeurs mobilières. Dalloz, Paris.

78. Meghraoui K. (2014) : Tout pour réussir en mathématiques financières. Ed. Galino.
79. Mondher, Bellalah (2005) : Gestion des risques de taux d'intérêt et de change De Boeck
80. Morissette D. (1993) : Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, Ed. SMG, Québec
81. Mougenot. G 2014 : Tout savoir sur le capital investissement ed Gualino Paris
82. Mourgues N. (1994) : Choix des investissements dans l'entreprise, Ed. Economica, Paris
83. Naas A. (2003) : Le système bancaire algérien : de la décolonisation à l'économie de marché. Ed. Inas, Paris.
84. Navatte P. (1998): Finance d'entreprise et théorie des options. Ed. Economica, Paris.
85. Navatte P. (1992): Eléments de gestion obligataire. Ed. Sirey, Paris.
86. Navatte P. (1992) : Instruments et marchés financiers. Ed. LITEC, Toulouse.
87. OCDE (2004) : Comprendre la croissance économique. Paris.
88. OCDE (1998) : Le gouvernement d'entreprise. Paris.
89. Ogien D. (2008) : Gestion financière de l'entreprise. Ed. Dunod, Paris.
90. Ogien D. (2007) : Pratiques des marchés financiers. Ed Dunod, Paris.
91. Orléan A. (1999) : Le pouvoir de la finance. Ed. Odile Jacob, Paris.
92. Painvin P. B. (2007) : La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation. Ed. Dunod, Paris.
93. Pastre O. et alii (2005) : La nouvelle économie bancaire. Ed. Economica.
94. Pichet E. (2007) : Guide pratique des obligations. Ed. Sefi, Paris.
95. Picon O. (1998) : La Bourse, Ed Delmas, Paris.

96. Potrait R. & Poncet P. (2008) : Finance de marché : Instruments de base, produits dérivés, portefeuille et risques. Ed. Dalloz, Paris.
97. Quiry P. & LE FUR Y. (2014) : Finance d'entreprise. Ed. Dunod, Paris.
98. Quittard Pinon F. & Rolando T. (2000) : La Gestion du risque de taux d'intérêt. Ed. Economica, Paris.
99. Racicot F.E & Théoret R. (2004) : Traité de gestion de portefeuille. Ed. Presse Universitaire du Quebec.
100. Sardi A. (2004) : Bâle II. Ed. AFGES. Paris.
101. Schumpeter J. (1933): The theory of economic development. OxfordUniversity Press.
102. Scialom L. (2004) : Economie bancaire. Ed. La découverte, Paris.
103. Séverin E. (2002) : L'endettement des entreprises. Ed e-thèque, Paris.
104. Teulie J. & Topsacalian P. (1997) : Finance. Ed. Vuibert, Paris.
105. Thauvron A. (2003) : Les choix d'investissement. Ed. e-thèque, Paris.
106. Tribulley G. (2000) : L'émission de valeurs mobilières. Ed. Economica, Paris.
107. Vernimmen P. - Query P. - Le Fur Y. (2016) : Finance d'entreprise. Ed Dalloz, Paris, 14^e édition.

II. Articles

108. Albouy M. (2005) : Peut-on croire à l'efficiencia des marchés financiers ? In : Revue française de gestion, n° 157, pp. 169-188.
109. Albouy M. (2002) : « L'actionnaire comme apporteur de ressources financières ». In : Revue française de gestion, n° 141, pp. 17-35.
110. Anairi, Fadoua, (2017) Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises et Contraintes de Survie, European Scientific Journal septembre
111. Artus P. & Cartapanis A. (2008) : Finances, Institutions et Croissance dans les économies émergentes. In : Revue Economique, vol. 59, pp. 1053-1057.

112. Artus P. (1996) : « Création d'un marché à terme des imperfections financières et stabilité du prix au comptant ». In : *Revue Economique*, n° 47, pp. 1043-1062.
113. Assidon Elsa (1996) « L'approfondissement financier : épargne et crédit bancaires » in *Revue tiers-monde* p.153
114. Azzaoui K. & Tabta L. (2018) : L'emprunt obligataire en Algérie. In : *Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale*, vol. 12, n°2. Pp. 1-20.
115. Bancel F. (2009) : Les enjeux de la flexibilité financière. In : *Expansion Management Review*, n° 133, pp. 42-45.
116. Barjou M. (2002) : Structures de financement et instabilités endogènes. In : *Revue d'Economie Politique*, vol. 112 n°4, pp. 573-599.
117. Batteau P. (2009) : « Actionnaires, dirigeants financiers et managers : historique et perspectives ». In : *Revue française de Gestion*, n° 198-199, pp. 319-342.
118. Bekada M. & Derbal A. (2016) : Le marché financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son développement. In : *Revue algérienne d'économie et de gestion* vol 10 n°3 pp 59-81.
119. Bellier-Delienne A. (2001) : Politique de remboursement anticipé des obligations. In : *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 4, pp. 5-27.
120. Biais B. - Hillion P. - Malecot J.F. (1995) : La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises. In : *Economie & Prévision* n°120, pp.15-28
121. Biais B. & Foucault T. (1993) : « Asymétrie d'information et marchés financiers : une synthèse de la littérature récente ». In: *Actualité Economique*, n°1 vol. 69, pp. 8-44.
122. Black F. & Scholes M. (1973): The pricing of options and corporate liabilities. In : *Journal of Political Economy*, May-June, pp. 637-659.
123. Bloch L. & Cœuré B. (1995) : « Imperfection du marché de crédit, investissement des entreprises et cycle économique ». In : *Economie & Prévision* n°120, pp.161-185.
124. Blot C. & Hubert P. (2016) : Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs. In : *Revue de l'OFCE*, n° 148, pp. 219-245.
125. Boukhatem J. (2009) : Essai sur les déterminants empiriques de développement des marchés obligataires. In : pp. 1-35.

126. Bousrih L. & Trabelsi M. (2005) : Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires. In : Revue d'économie financière, n° 81, pp. 83-106.
127. Bouzar C. (2008) : les contraintes de développement du marché financier Algérien. In : Revue Campus, n° 18.
128. Cabrillac B. & Ferrer M. (2016) : Les marchés de dette obligataire en devise locale en Amérique Latine. In : Revue d'économie financière, vol. 124 n°4, pp. 243-263.
129. Capelle-Blancard G. & Couppey-Soubeyran J. (2006) : Les agences de notation. In : Les Cahiers Français, n° 331. La Documentation Française, PP. 64-69.
130. Charreaux G. (2006): Théorie financière et stratégie financière. In : Revue française de gestion, n°160, pp. 109 – 137.
131. Charreaux G. (1989) : Théorie financière. In : Encyclopédie de la Gestion (sous la Direction de P. Joffre et Y. Simon). Ed. Economica, pp. 2887-2901. Paris.
132. Cobbaut R. (1989) : Théorie du marché financier. In : Encyclopédie de la Gestion (sous la Direction de P. Joffre et Y. Simon). Ed. Economica, pp. 2902-2926. Paris.
133. Coestier B. (2001) : « Marchés financiers et information ». In : Cahiers Français, n° 301, pp. 31-37.
134. Degos Jean-Guy, (2008) : L'univers graphique de l'évaluation financière : rationalité, perspicacité, complexité », La revue du financier, n° 173-174,
135. Deffains B. & Guigou J.D. (2002) : Droit, Gouvernement d'entreprise et marchés de capitaux. In : Revue d'Economie Politique, vol. 112, pp 791-821.
136. Demirgûc-Kunt A. & Maksimovic V. (1996) : Développement des marchés boursiers et financements des entreprises. In Finance & Développement, pp. 45-47.
137. Derouiche I. & Hassan M. (2018) : L'effet de la divulgation volontaire d'informations sur le choix de la source de dette. In: Gestion 2000, vol. 35 n°5, pp. 157-183.
138. Diamond D. (1991): « Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt». In: Journal of political Economy, vol. 99, n° 4, pp. 689-721.

139. Doria-Duban M. (2001) : Le rôle économique des marchés financiers. In : Cahiers Français, n° 301, pp. 49-54.
140. Draief S. (2018) : « structure de gouvernance et coût de la dette ». In Finance & Finance Internationale, n° 12, pp. 1-20.
141. Eggoh J.C (2011) : « Récents développements de la littérature sur la finance et la croissance économique ». In Mondes en développement, n° 155, pp. 141-150.
142. Eggoh J.C. (2010) : Développement financier, instabilité financière et croissance économique : un réexamen de la relation. In : Région&Développement, n° 32, pp. 9-29.
143. Fama E. (1970): Efficient Capital Market: A review of theory and empirical work. In: Journal of finance, vol. 25, n° 2, PP. 383-417.
144. Ghaïcha D.E (2001): Evolution des taux d'intérêt et des produits du système bancaire algérien. In : Cahier du CREAD, n° 57, pp. 43-55.
145. Gillet R. & Szafarz A. (2004) : Marchés financiers et anticipations rationnelles. In : Reflets et perspectives de la vie économique, tome XLIII, pp. 7-17.
146. Gillet R. (1991) : « Efficience informationnelle du marché boursier : vérification empirique et implications théoriques ». In : Recherches Economiques de Louvain, vol. 57, n°3 PP. 297-308.
147. Grossman S. & Stiglitz J. (1980): « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets ».in: American Economic Review, n°70, pp. 393-408.
148. Guigou J.D et Vilanova L. (1999) : « Les vertus du financement bancaire : fondements et limites ». In : Finance Contrôle Stratégie, vol. 2, n° 2, pp. 97-133.
149. Harris M. & Raviv A. (1991): The theory of capital structure. In: Journal of Finance, March 1991, pp. 297-355.
150. Hong G. & Warga A. (2000): "An Empirical Study of Bond Market Transactions". In: Financial Analysts Journal, vol. 56 n°2, pp. 32-46.
151. Jacoud G. (2006) : Quels modes de financement pour les entreprises ? In: Cahiers Français, n° 331. La Documentation Française pp. 40-45.
152. Jensen M.C. & Meckling W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". In : Journal of Financial Economics, n°3, pp.305-360.

153. Koudri A. (2012) : « Le marché financier en Algérie : situation et perspectives ». In : Cahiers du CREAD, n° 101, Alger, pp. 5-20.
154. Leroy A. & Lucotte Y. (2016) : « Architecture des systèmes financiers et performances macroéconomiques ». In : Revue d'économie financière, n°123, pp. 297-316.
155. Lintner J. (1965): The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolio and capital budgets. In : The Revue of Economics and Statistics (February 1965), pp.13-37.
156. Lobez F. & Statnik J.C. (2007) : « La complémentarité entre dette bancaire et dette obligataire : une interprétation en termes de signaux ». In : Revue de l'Association Française de Finance, vol. 28, n°1, pp. 5-26.
157. Macaulay F.R. (1938): «Some theoretical problems suggested by the movements of interest rates, Bond Yields, and Stock Prices in the United States since 1856». In: National Bureau of Economic Research, pp. 44-53.
158. Mignon V. (2008) : Les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers. In : Ed. La Découverte, Regards croisés sur l'Economie n°3, pp. 104-117.
159. Miotti L. & Plihon D. (2001) : « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires ». In: Economie internationale, n° 85, pp. 3-36.
160. Modigliani F. & Miller M.H. (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment». In: American Economic Review (June 1958) pp. 261- 297.
161. Modigliani F. & Miller M.H. (1963): «Corporate income taxes and the cost of capital». In: American Economic Review (June 1963), pp. 433- 443.
162. Mourgues N. (1991) : L'analyse du financement de l'entreprise selon la théorie des options. In: Revue Française d'Economie, vol. 6 n° 4, pp. 89-119.
163. Myers S.C. & Majluf S. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In : Journal of financial Economics, n° 13, June 1984, pp. 187-221.
164. Ndoume Essingone H. (2018) : « Pourquoi les entreprises africaines sont-elles absentes sur le marché des emprunts obligataires ? Une explication à travers les entreprises cotées à la BVRM ». IN : Revue internationales des Sciences de l'organisation, n°6, pp. 41 – 67.

165. Pansard F. (2006) : Les investisseurs institutionnels et leur place sur le marché. In : Cahiers Français, n° 331. La Documentation Française. PP.58-63.
166. Payelle N. (2001) : Typologie des systèmes financiers. In : Cahiers Français, n° 301, pp. 15-22.
167. Plihon D. (2001) : Faut-il, et comment, réguler les marchés financiers ? In : Cahiers Français n° 301. La Documentation française. PP73-79.
168. Ramos-Tallada J. (2011) : « Liens entre les flux de capitaux et le développement financier : une revue de la littérature ». In : Bulletin de la Banque de France, n°184, pp.101-109.
169. Ross S. (1977): The determination of financial structure: the incentive signaling approach. In : Journal of Economics, vol. 8, pp. 4-23.
170. Schatt A. (2008) : Quelques enseignements tirés de la recherche en finance d'entreprise. In : Finance Contrôle Stratégie, vol 11 juin 2008, pp. 193-235.
171. Sedjar N. (2008) : Problématique du financement : l'innovation financière, un outil indispensable. In : Revue des Sciences Economiques et de Gestion (Sétif) n°8, pp. 49-68.
172. Séjourné B. (2006) : Les circuits de collecte de l'épargne et son utilisation. In : Les Cahiers Français, n° 331. La Documentation Française PP. 46-51.
173. Sharpe W. (1964): Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. In: Journal of Finance, (September 1964), pp. 725-742.
174. Taverdet-Popiolek. N (2006), Guide du choix d'investissement, Editions d'Organisation, Paris, 2006. p.18
175. Tariant, Jean-Marc Guide pratique pour financer son entreprise Ed Eyrolles Paris 2015
176. Turunç G. (1999) : Développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens. In : Revue Région et Développement, n°10, pp. 89-125.
177. Venet B. (1994) : « Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature ». In : Revue d'Economie financière, n° 29, PP. 87-111.
178. Walter C. (2011) : Performance et surveillance du marché financier. In : Revue d'Economie Financière, n° 101, 2011. PP. 105-116.

179. Walter C. (1996) : Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers. In : Annales Histoire, Sciences Sociales. 51^e année, n° 4, 1996. pp. 873-905.

III- Thèses

180. Aoudia K. (2017) : Efficacité de la politique monétaire en Algérie : une appréciation critique. UMMTO.
181. Kara R. (2016) : Analyse du développement financier de l'Algérie. UMMTO.
- Kartobi S.E (2013) : Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement. Université Cadi Ayyad, Marrakech, Maroc.
182. Senouci K. (2014) : La gouvernance face aux parties prenantes. Cas des banques publiques algériennes. Université de Tlemcen.
183. Trani Medjaoui H. (2012) : Des limites de la finance conventionnelle à l'émergence d'une finance conventionnelle. Université d'Oran.

IV- Textes juridiques

184. Loi n° 04-04 du 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 MAI 1993 relatif à la Bourse des valeurs mobilières JORA n° 11.
185. Loi n° 06-11 du 24 juin 2006 relative à la société de capital-investissement. JORA n° 42.
186. Loi n° 07-12 du 30 décembre 2007 portant loi de finances pour 2008. JORA n° 82
187. Loi n° 11-16 du 28 décembre 2011 portant loi de finances pour 2012. JORA n° 72.
188. Loi n° 16-09 du 03 août 2016 relative à la promotion de l'investissement. JORA n° 46.
189. Loi n° 17-10 du 11 octobre 2017 complétant l'ordonnance n° 03-11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit. JORA n° 57.
190. Ordonnance n° 95-07 du 25 janvier 1995 relative aux assurances, JORA n° 13.
191. Ordonnance n° 96-09 du 10 janvier 1996 relative au crédit-bail, JORA n° 3.

192. Ordonnance n° 96-08 du 10 janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (SICAV) (FCP) JORA n°3.
193. Ordonnance n° 03- du 10 janvier 1996 relative au crédit-bail JORA n°3
194. Ordonnance n° 03-11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit. JORA n° 52
195. Ordonnance n° 09-01 du 22 juillet 2009 portant loi de finances complémentaire pour 2009 JORA n° 44.
196. Ordonnance n° 10-04 du 26 Août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance n° 03-11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit. JORA n° 50.
197. Décret législatif n° 93-10 du 23 MAI 1993 relatif à la Bourse des valeurs mobilières JORA N° 34.
198. Décret exécutif n° 08-56 du 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital-investissement. JORA n° 09.
199. Décret exécutif n° 06-91 du 20 Février 2006 fixant les modalités de publicité des opérations de crédit-bail immobilier. JORA n° 10.

V- Autres documents

200. Banque d'Algérie. Rapport annuel : 2013- 2014 – 2015 – 2016 – 2017.
201. Banque Africaine de Développement (2011) : Politique économique et facteurs institutionnels dans le développement des marchés obligataires domestiques de la zone CFA. In : working paper series n°138, novembre 2011, Tunis.
202. Boucekkine R. – Chitour E. - Meddahi N. (2016) : Quel avenir pour les investissements de nos grandes entreprises nationales. Consulté le Juin 28, 2019, sur Quel avenir pour les investissements de nos grandes entreprises nationales: <https://nourmeddahi.github.io/El-Djazair/El-Djazair.htm>.
203. COSOB. Rapport annuel : 2014 – 2015 – 2016 – 2017 – 2018.
204. FMI (2014) : Algérie : évaluation de la stabilité du système financier. Rapport n° 14/161. Washington D.C
205. FNI. Rapport annuel 2014.

- 206. F. PLANCHET, cours sur Les risques de crédit et de liquidité dans la formule standard de solvabilité 2, version 1.3, 2012.
- 207. International Crisis Group (2018): Surmonter la paralysie économique de l'Algérie. Rapport Moyen Orient et Afrique du Nord n° 192, 19/11/2018, Bruxelles.

VI- Notices d'information

- 208. Notice d'information, Emprunt obligataire Société de Refinancement Hypothécaire, Visa COSOB N° 03-01 du 03/07/2003.
- 209. Notice d'information, Emprunt obligataire Société de Refinancement Hypothécaire. Visa COSOB N° 2017/02 du 06 décembre 2017.
- 210. Notice d'information, Emprunt obligataire ALC, Visa COSOB N° 06-04 du 22 juin 2006.
- 211. Notice d'information, Emprunt obligataire ALC. Visa COSOB N° 06-06 du 26 décembre 2006.
- 212. Notice d'information, Emprunt obligataire ENAFOR. Visa COSOB N° 05-06 du 10 Novembre 2005.
- 213. Notice d'information, Emprunt obligataire ENAFOR. Visa COSOB N° 08-01 du 11 mars 2008.
- 214. Notice d'information, Emprunt obligataire CEVITAL. Visa COSOB N° 05-07 du 21 décembre 2005.
- 215. Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire Algérie Telecom. Visa COSOB N° 05-05 du 10 octobre 2005.
- 216. Notice d'information, Emprunt obligataire Algérie Télécom. Visa COSOB N° 06-05 du 03 Septembre 2006.
- 217. Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire Air Algérie. Visa COSOB N° 04-02 du 27/10/2004.
- 218. Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire Air Algérie. Visa COSOB N° 05-03 du 20/05/2005.
- 219. Notice d'information, Emprunt obligataire EEPAD. Visa COSOB N° 07/01 du 14 mai 2007.
- 220. Notice d'information, Emprunt obligataire ENTP. Visa COSOB N°05/04 du 26 juin 2005.

221. Notice d'information, Emprunt obligataire ENTP. Visa COSOB N° 06-03 du 01 Juin 2006.
222. Notice d'information, Emprunt obligataire ENTP. Visa COSOB N°07/02 du 02 décembre 2007.
223. Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire SONELGAZ. Visa COSOB N° 06 / 01 du 26 Avril 2006.
224. Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire SONELGAZ. Visa COSOB N° 08 - 02 du 12 mai 2008.
225. Notice d'information, Emprunt obligataire DAHLI. Visa COSOB N° 08 - 03 du 11 novembre 2008.
226. Notice d'information, Emprunt obligataire ETRHB Haddad. Visa COSOB N° 09/03 du 12 juillet 2009.
227. Notice d'information, Emprunt obligataire MLA. Visa COSOB N° 2015/01 du 06 janvier 2015.
228. Notice d'information, Emprunt obligataire MLA. Visa COSOB N° 2017/01 du 07 juin 2017.

VII- Sites Internet

- <http://www.mf.gov.dz/> (Ministère des Finances)
- <https://www.cosob.org/> (COSOB)
- <https://www.bank-of-algeria.dz/> (Banque d'Algérie)
- <http://www.sgbv.dz/> (Bourse d'Alger)
- <https://sidjilcom.cnrc.dz/> (Centre National du Registre de Commerce)
- <http://www.andi.dz/index.php/fr/> (Agence Nationale de Développement de l'Investissement)
- <https://www.algerieclearing.dz/index.php/fr/> (Dépositaire Central des Titres en Algérie)
- <http://www.ons.dz/> (Office Nationale des Statistiques)

UNIVERSITE MOULOD MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET
DES SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES COMMERCIALES

Guide d'entretien

Dans le cadre de la préparation d'une thèse de doctorat, ayant pour thème « Analyse des spécificités et des conditions de mise en œuvre des emprunts obligataires comme alternative au financement des grandes entreprises en Algérie », le guide d'entretien suivant est élaboré afin de comprendre et d'analyser à travers les questions ci-dessous, les tenants du financement obligataire en Algérie, les contraintes y afférentes et les perspectives envisagées.

- Le resserrement de la contrainte financière de l'Algérie impose la recherche de nouvelles sources de financement des grandes entreprises. Aussi, le marché obligataire peut-il constituer en ce sens une réelle possibilité à encourager ?
- La question de la disponibilité de l'épargne privée et institutionnelle est-elle une contrainte à l'élargissement des émissions obligataires par rapport à ce qui se fait actuellement ?
- Afin d'apprécier la situation actuelle d'ensemble des entreprises publiques économiques, Quel constat peut-on faire aujourd'hui sur la situation de ces entreprises, notamment en termes d'organisation, de santé financière et de compétitivité ?
- Depuis l'emprunt obligataire de DAHLI en 2009, il n'y a pas eu de nouveaux appels publics à l'épargne. Quelles en sont les raisons ?
- Comment la Bourse d'Alger compte-t-elle diversifier ses activités, particulièrement en matière de cotation de titres de dettes ?
- Est-ce que le double rôle des banques en tant qu'IOB dans un premier temps mais également en tant qu'institutions financières faisant la

promotion de leurs propres produits, ne constitue-t-il pas une insuffisance dans les dispositifs mis en place et aussi un facteur entravant l'essor du marché financier en Algérie, particulièrement le marché obligataire ?

- Quel est le processus type (étapes) d'émission d'un emprunt obligataire pour une entreprise en Algérie ?
- Quels sont les facteurs significatifs qui ont entravé l'essor du marché financier algérien ?
- Est-ce que le soutien de l'endettement bancaire par des dispositifs tels que le rééchelonnement de l'endettement des entreprises en difficulté ainsi que les dispositifs de financement aidés (FNI, CNI, capital investissement) , au détriment du développement du marché financier fait régresser la confiance des opérateurs économiques pour se tourner vers ce mode de financement ?
- Quelle leçon tirer de l'expérience des grandes entreprises algériennes ayant recouru à l'emprunt obligataire entre 2003 et 2009 ? Ont-elles utilisé les fonds mobilisés à bon escient dans des projets à valeur ajoutée ?
- Pourquoi les emprunts obligataires émis sur le marché obligataire algérien sont dans la quasi-totalité des cas institutionnels ?
- Comment qualifiez-vous l'emprunt obligataire réalisé par l'entreprise DAHLI qui représente la première émission d'une entreprise privée et ayant fait appel à l'épargne publique ?
- Les mesures de réforme et de relance du marché financier Algérien initiées en 2011 n'ont pas eu les effets escomptés, le marché obligataire a connu une période sans réelle activité durant les années qui ont suivi, quelle lecture peut- on faire ?
- Les crédits bancaires syndiqués ne constituent-ils pas le moyen qui est actuellement privilégié par les grandes entreprises pour la mobilisation d'importantes sommes au détriment des émissions obligataires ?
- Qu'en est-il de l'obligation de publication de l'information financière et de transparence par les émetteurs du marché ? comment est-elle perçue par les entreprises ?

- Pourquoi certaines émissions obligataires ne sont pas passées par la bourse à l'image de l'emprunt de l'Etat pour la croissance ?
- La notation financière et l'évaluation des entreprises peut-elle être considérée comme une activité à mettre en avant afin de faciliter et de démocratiser la mise en place d'emprunts obligataires ?
- Quelles sont les perspectives actuelles de relance du marché financier algérien à la lumière de la conjoncture économique actuelle et quelles sont les réformes susceptibles d'être engagées pour le renforcement du cadre juridique (textes de lois) régissant le marché financier ?
- Quelle est la consistance des actions prises par la Bourse d'Alger pour relancer ses activités et dynamiser le marché notamment en matière de formation de professionnels et de communication sur les moyens de financement alternatifs au financement bancaire ?
- Quelle lecture peut-on faire sur les dispositifs de redressement des entreprises publiques à travers les différents plans de développement et de redressement décidés en faveur de ces entreprises ? ont-elles fait bon usage des fonds mis à leurs disposition. Par ailleurs, ces dispositifs de soutien ne constituent-ils pas un effet d'éviction ayant entravé l'essor du marché financier ?
- Face au volume considérable des crédits distribués par les banques, particulièrement pendant la période de surliquidité au niveau de ces banques, le volume des créances détenues par ces dernières a considérablement augmenté, aussi, est-ce que le remboursement de ces crédits est satisfaisant et sans incident. Autrement dit, quel est la propension des créances classées au niveau des banques publiques ?

ALGERIE TELECOM SPA

Fiches techniques

▪ [Année 2005](#)

Siège social :	Route nationale n°5, cinq maisons, El Harrach, Alger
Capital social :	50 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Para Pétroliers «SPP/spa»
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	6,50 Milliards DA (2 tranches)
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	2.75% et 3%
Date d'émission :	13/11/2005
Visa COSOB :	N° 05- 05 du 17 octobre 2005
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ [Année 2006](#)

Siège social :	Route nationale n°5, cinq maisons, El Harrach, Alger
Capital social :	50 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	20 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4% pour les 1ère et 2ème années ; 4,5% pour la 3ème et 4ème années et 7,90 % pour la 5ème année
Date d'émission :	17 octobre 2006
Visa COSOB :	N° 06-05 du 3 sept 2006
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 03 septembre 2006	Visa COSOB N° 06-05
Du 17 octobre 2005	Visa COSOB N° 05-05

II

AIR ALGERIE

Fiches techniques

▪ [Mars 2004](#)

Siège social :	1, Place Maurice Audin, Alger
Capital social :	43 milliards de DA
Actionnaire majoritaire :	Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	4,4 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3% pour la première tranche ; 3,75% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	29 et 30/03/2004
Visa COSOB :	04-01 DU 11/03/2004
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ [Décembre 2004](#)

Siège social :	1, Place Maurice Audin, Alger
Capital social :	43 milliards de DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	14,18 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3,75% pour les années (2005-2006) ; 4,5 pour les années (2007-2008) ; 6% pour les années (2009-2010)
Date d'admission en bourse	12/02/2007
Visa COSOB :	04-02 du 27/10/2004
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

▪ [Décembre 2004](#)

Siège social :	1, Place Maurice Audin, Alger
Capital social :	43 milliards de DA
Actionnaire majoritaire :	L'ETAT

Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	10,71 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3% pour la première tranche ; 3,75% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	19/12/2004
Visa COSOB :	04-02 du 27/10/2004
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ [Année 2005](#)

Siège social :	1, Place Maurice Audin, Alger
Capital social :	43 Milliards de DA
Actionnaire majoritaire :	L'ETAT
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	12,32 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4%.
Date d'émission :	19/12/2004
Visa COSOB :	05-03 du 20/05/5005
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

III

ALC : ARAB LEASING CORPORATION SPA

Fiches techniques

▪ [Décembre 2006](#)

Siège social :	Rue Ahmed OUAKED, Dely Brahim, Alger
Capital social :	758 Millions DA
Actionnaire majoritaire :	ARAB BANKING CORPORATION ALGERIA
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	3,3 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3.85%
Date d'émission :	11 Janvier 2007
Visa COSOB :	N° 06-06 du 26 décembre 2006
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ [Juin 2006](#)

Siège social :	Rue Ahmed OUAKED, Dely Brahim, Alger
Capital social :	758 Millions DA
Actionnaire majoritaire :	ARAB BANKING CORPORATION ALGERIA
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	3,650 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3,85% pour la première tranche ; 4% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	19 Juillet 2006
Visa COSOB :	N° 06-04 du 22 Juin 2006
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 26 décembre 2006	Visa COSOB N° 06-06
Du 22 juin 2006	Visa COSOB N° 06-04

IV

ENAFOR – ENTREPRISE NATIONALE DE FORAGE

Fiches techniques

▪ [Année 2005](#)

Siège social :	Hassi-Messaoud, Wilaya de Ouargla, BP 211.
Capital social :	4 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Para Pétroliers «SPP/spa»
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	8 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3% pour la première tranche ; 3,5% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	08/12/2005
Visa COSOB :	N° 05-06 du 10 Novembre 2005
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ [Année 2008](#)

Siège social :	Hassi-Messaoud, Wilaya de Ouargla, BP 211.
Capital social :	14,800 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Para Pétroliers «SPP/spa»
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	6 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3.75%
Date d'émission :	03/04/2008
Visa COSOB :	N° 08- 01 du 11 mars 2008
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date de la notice d'information	N° de visa de la notice d'information
Du 26 Juin 2005	Visa COSOB N° 05-04
Du 01 Juin 2006	Visa COSOB N° 06-03
Du 02 Décembre 2007	Visa COSOB N° 07-02

ENTP – ENTREPRISE NATIONALE DES TRAVAUX AUX PUITES

Fiches technique

▪ Année 2005

Siège social :	Base du 20 août 1955 BP 206/207, Hassi-Messaoud, Ouargla.
Capital social :	2,400 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Pétroliers SPA
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	5 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	2.75%
Date d'émission :	18/07/2005
Visa COSOB :	N° 05-04 du 26 juin 2005
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ Année 2006

Siège social :	Base du 20 août 1955 BP 206/207, Hassi-Messaoud, Ouargla.
Capital social :	2,400 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Pétroliers SPA
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	8 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3,3% pour la première tranche ; 3,5% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	12/06/2006
Visa COSOB :	N° 06-03 du 01 Juin 2006
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

▪ Année 2007

Siège social :	Base du 20 août 1955 BP 206/207, Hassi-Messaoud, Ouargla.
Capital social :	6,500 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	Sonatrach, Holding Services Pétroliers SPA
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	4 Milliards DA

Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3,85%.
Date d'émission :	04/12/2007
Visa COSOB :	N°07/02 du 02 décembre 2007
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 02 décembre 2007	Visa COSOB N° 07-02
Du 01 juin 2006	Visa COSOB N° 06-03
Du 26 juin 2005	Visa COSOB N° 05-04

VI

SONELGAZ

Fiches techniques

▪ [Année 2004](#)

Siège social :	2 Bd Krim Belkacem, Alger
Capital social :	150 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	20 Millards DA
Valeur nominale :	1 DA
Taux de coupons :	3% pour la première tranche ; 3,25% pour la deuxième tranche ; 3,5% pour la troisième tranche.
Date d'émission :	23/12/2004
Visa COSOB :	04-03 du 30/11/2004
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

▪ [Mars 2005](#)

Siège social :	2 Bd Krim Belkacem, Alger
Capital social :	150 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	10 Millards DA
Valeur nominale :	1 DA
Taux de coupons :	3,5% pour la première tranche ; 4% pour la deuxième tranche ; 4,2% pour la troisième tranche.
Date d'émission :	29/03/2005
Visa COSOB :	05-01 du 15/03/2005
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

▪ [Mai/Juin 2005](#)

Siège social :	2 Bd Krim Belkacem, Alger
Capital social :	150 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat

Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	15 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	Progressif (3,5% – 3,75% – 4% – 4,25% – 5% et 7%).
Date d'émission :	22/06/2005
Visa COSOB :	05-02 du 27/04/2005
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

▪ [Année 2006](#)

Siège social :	2 Bd Krim Belkacem, Alger
Capital social :	150 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	11,65 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4,65% pour la première tranche ; 4,85% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	14/05/2006
Visa COSOB :	N° 06-01 du 26 avril 2006
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

▪ [Année 2008](#)

Siège social :	2 Bd Krim Belkacem, Alger
Capital social :	150 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	L'Etat
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	30 Milliards DA
Valeur nominale :	5.000 DA
Taux de coupons :	3,75% (1 ère année), 4,00%(2 ème année), 4,5 %(3 ème année) ; 5,00% (4 ème année) ; 5,5 (5 ème année) et 6,5 (6 ème année)
Date d'émission :	01/06/2008
Visa COSOB :	N° 08-02 du 12/05/2008
Négociation :	Obligations admises aux négociations à la bourse d'Alger

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 12 mai 2008	Visa COSOB N° 08-02
Du 26 avril 2006	Visa COSOB N° 06-01

VII

Société nationale de Leasing (SNL)

Fiche technique

Raison sociale :	Société nationale de Leasing (SNL), Etablissement financier agréé par la Banque d'Algérie
Siège social :	Avenue 1ER Novembre, Zéralda , Alger
Capital social :	3,5 Milliards DA
Actionnaires détenant plus de 10%	▪ Banque Nationale d'Algérie (50%) – Banque de développement local (50%)
Nature des titres :	Obligations ordinaires dématérialisées
Montant de l'emprunt :	2 Milliards DA
Maturité de l'emprunt	5ans
Valeur nominale :	10.000 DA.
Taux de coupons :	3,5%.
Date d'émission :	6 octobre 2015
Visa COSOB :	N° 15-02 du 26 août 2015
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
du 26 août 2015	Visa COSOB N° 15-02

VIII

Maghreb Leasing Algérie (MLA)

Fiche technique

Raison sociale :	Maghreb Leasing Algérie (MLA), Etablissement financier agréé par la Banque d'Algérie
Siège social :	31 Avenue Mohamed Belkacemi , EL madania, Alger
Capital social :	3,5 Milliards DA
Actionnaires détenant plus de 10%	▪ AMEN Bank (53,8%) – Tunisie Leasing (18,7%) et IFC (10,1%).
Nature des titres :	Obligations ordinaires dématérialisées
Montant de l'emprunt :	2 Milliards DA
Maturité de l'emprunt	5ans
Valeur nominale :	10.000 DA.
Taux de coupons :	Progressif : 2,5%-2,75%- 3,25%- 4% et 5 %.
Date d'émission :	29 mars 2015
Visa COSOB :	N° 15-01 du 06 janvier 2015
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 06 Janvier 2015	<u>Visa COSOB N° 15/01</u>

IX

ETRHB HADDAD

Fiche technique

Siège social :	Zone d'activité lot N°20, Saïd Hamdine, Bir Mourad Rais, Alger
Capital social :	8,800 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	A parts égales HADDAD Ali ; HADDAD Mohamed ; HADDAD Ahmed ; HADDAD Amar ; HADDAD Meziane ; HADDAD Omar,
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	6 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4,10%
Date d'émission :	10/12/2009
Visa COSOB :	N° 09-03 du 12 juillet 2009
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 12 Juillet 2009	<u>Visa COSOB N° 09-03</u>

X

EEPAD TISP

Fiche technique

Siège social :	38 avenue des 3 frères Bouaddou, Bir Mourad Rais, Alger.
Capital social :	300 Millions DA
Actionnaire majoritaire :	HARZALLAH Noua
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	500 Millions DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4,2% pour la première tranche ; 4,8% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	30/05/2007
Visa COSOB :	N° 07-01 du 14 mai 2007
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 14 mai 2007	Visa COSOB N° 07-01

XI

CEVITAL

Fiche technique

Siège social :	Nouveau quai, arrière port de BEJAIA
Capital social :	6 Milliards DA
Actionnaire majoritaire :	REBRAB ISSAAD
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	5 Milliards DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	3,75% pour la première tranche ; 4% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	18 janvier 2006
Visa COSOB :	N° 05-07 du 21 décembre 2005
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notice d'information

Date	N° de visa
Du 21 décembre 2005	Visa COSOB N° 05-07

XII

SRH – Société de Refinancement Hypothécaire

Fiche technique

Raison sociale :	SRH
Siège social :	Lotissement said Hamdine Bir Mourad Rais, Alger
Capital social :	4,165 Millions DA
Actionnaire majoritaire :	Etat, banques et établissements publics
Nature des titres :	Obligations ordinaires
Montant de l'emprunt :	2,480 Millions DA
Valeur nominale :	10.000 DA
Taux de coupons :	4% pour la première tranche ; 4,5% pour la deuxième tranche.
Date d'émission :	15/07/2003
Visa COSOB :	N° 03-01 du 03/07/2003
Négociation :	Obligations négociables de gré-à-gré

Notices d'Information

Table des matières

Dédicaces.....	i
Remerciements.....	ii
Liste des abréviations.....	iii
Liste des tableaux.....	vi
Liste des figures.....	vii
Liste des graphes.....	ix
Sommaire.....	x
 Introduction générale.....	 01
Chapitre premier : Modes de financement et structures financière de l'entreprise.....	10
Introduction.....	10
Section 1 : Les sources de financement de l'entreprise	11
1. Typologie des investissements de l'entreprise.....	12
2. L'analyse du besoin et décision de financement	15
3. Le financement interne.....	17
3.1 Financement sur fonds propres.....	18
3.1.1 L'augmentation de capital.....	18
3.1.2. Cas particuliers de financement par fonds propres externes.....	22
3.2 L'autofinancement.....	24
4. Le financement externe : l'endettement.....	28
4.1. Le financement auprès des établissements de crédit.....	30
4.2. Le financement sur le marché des capitaux.....	35
4.3. Marché de capitaux et banque : la complémentarité.....	36
4.4. Cas particuliers de financements externes.....	37
4.4.1 Les business angels.....	37
4.4.2 La « love money ».....	38
4.4.3 Les prêts d'honneur	38
4.4.4 Le capital-risque	38
4.4.5 Les prêts participatifs.....	39
Section 2 : La structure financière de l'entreprise	40
1. Evolutions de la définition de la structure optimale de financement.....	40
2. L'approche traditionnelle (pré – 1958) en termes de structure financière optimale...	42
2.1 L'effet de levier	43
2.2 Le coût du capital.....	45
2.3 Influence de la structure financière sur le cout du capital.....	46
3. L'approche de F. Modigliani et M. Miller.....	47
4. Deux limites à l'approche de F. Modigliani et M. Miller	50
4.1 La prise en compte de la fiscalité personnelle des investisseurs.....	50
4.2 Le coût de la faillite	50
5. L'approche en termes de financement hiérarchique	51
Section 3 : Les apports de la théorie de l'agence et la théorie du signal.....	52
1. L'apport de la théorie d'agence.....	52
2. L'apport de la théorie du signal.....	54
2.1. Le cadre général de la problématique de signalisation	55
2.2. Utilisation de la théorie des signaux.....	55
Conclusion.....	56

Chapitre deux : Marché financier et dynamique de financement des entreprises.....	58
Introduction	59
Section 1 : Typologie des systèmes financiers	59
1. L'apport de J. GURLEY & E. SHAW	59
1.1 Le financement direct	61
1.2 Le financement indirect	62
1.2.1 L'intermédiation financière de marché	64
1.2.2 L'intermédiation financière de bilan.....	65
2. L'apport de J. Hicks.....	66
2.1 La notion d'économie de marché financier.....	66
2.2 La notion d'économie d'endettement.....	67
Section 2 : Les théories des marchés financiers	68
1. Théorie des marchés contingents de K. Arrow et G. Debreu.....	68
2. Théorie du portefeuille de H. Markowitz.....	69
2.1 Les hypothèses du modèle	70
2.2 Critiques du modèle de Markowitz.....	70
3. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).....	70
4. Théorie de l'efficacité informationnelle des marchés financiers.....	73
5. Théorie des options : le modèle de F. Black et M. Scholes	75
Section 3 : Organisation et fonctionnement des marchés financiers.....	76
1. Les différents marchés	77
1.1 Le marché monétaire	78
1.2 Les marchés financiers.....	79
1.2.1 Les actions.....	79
1.2.2 Les obligations.....	80
1.2.3 Les titres hybrides.....	81
1.2.4 Différence entre obligations et actions.....	83
2. Les acteurs des marchés financiers.....	83
2.1 Les Investisseurs.....	84
2.2 Les Emetteurs.....	84
2.3 Les Intermédiaires.....	85
2.4 Les Régulateurs.....	85
2.5 Les agences de notation	86
3. Les règles de fonctionnement	87
3.1 Le financement sur les marchés financiers	87
3.2 Le développement des marchés financiers	89
3.3 Le rôle des marchés financiers.....	90
3.3.1 Financement de l'économie et allocation des ressources.....	91
3.3.2 Le transfert des ressources économiques.....	91
3.3.3 La mutualisation des ressources.....	92
3.3.4 L'allocation et la gestion des risques	92
3.3.5 La liquidité des investissements.....	92
3.3.6 Gestion de l'information.....	93
3.4 Les dysfonctionnements des marchés financiers.....	93
Conclusion.....	94
Chapitre trois : Les émissions obligataires : avantages et inconvénients.....	95
Introduction	95
Section 1 : Caractéristiques des émissions obligataires.....	96
1. Typologie des titres de créance.....	96
1.1 Classement des obligations par taux d'intérêt.....	96
1.1.1 Les obligations à taux fixe.....	96
1.1.2 Les obligations à taux variable.....	97

1.2	Classement des obligations par nature	98
1.2.1	Les obligations émises par les entreprises.....	98
1.2.2	Les obligations d'Etat	102
2.	Les valeurs des obligations.....	103
2.1.	La valeur nominale (VN).....	103
2.2.	Le Prix et la Prime d'émission	104
2.3.	Le prix et la prime de remboursement	104
3.	La durée vie d'une obligation.....	105
3.1	La durée de vie.....	105
3.2	La maturité	105
3.3	La date de souscription ou de règlement	105
3.4	La date de jouissance	105
4.	La rémunération des obligations.....	105
4.1	Le taux d'intérêt nominal ou facial.....	106
4.2	Le taux d'intérêt réel.....	106
4.3	Le taux de rendement réel.....	106
4.4	Le taux de rendement courant	107
4.5	Le taux de rendement à l'échéance ou le taux actuariel.....	107
5.	Les modalités d'amortissement des obligations	108
5.1	Le remboursement in fine	108
5.2	Le remboursement par amortissement constant	108
5.3	Le remboursement par annuités constantes	109
5.4	Les clauses particulières.....	109
5.4.1	Le remboursement anticipé	109
5.4.2	Le rachat des obligations en bourse	110
5.4.3	Le remboursement différé de quelques années.....	110
Section 2 : Emission, évaluation et cotation des obligations		110
1.	Organisation du marché obligataire.....	111
1.1	Le marché primaire	112
1.2	Le marché secondaire.....	112
2.	Les modes de cotation des obligations.....	113
2.1	Définition de la cotation.....	113
2.2	Types de cotation.....	114
2.3	Principe d'évaluation d'une obligation.....	115
2.4	La rentabilité de l'obligation.....	116
3.	Les modes d'émission des obligations	116
3.1	La technique de syndication.....	116
3.2	La technique de l'adjudication.....	117
Section 3 : Les risques inhérents aux émissions obligataires		118
1.	Les différents risques inhérents aux obligations.....	118
1.1	Le risque systématique.....	119
1.1.1	Le risque de taux d'intérêt.....	119
1.1.2	Le risque d'inflation.....	120
1.1.3	Le risque de change.....	120
1.1.4	Le risque politique ou juridique.....	120
1.2	Le risque spécifique.....	120
1.2.1	Le risque d'insolvabilité ou de crédit.....	121
1.2.2	Risque de liquidité.....	124
1.2.3	Risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur.....	124
1.3	Autres risques.....	126
1.3.1	Le risque de portefeuille.....	126
1.3.2	Le risque opérationnel.....	126
2.	Le risque de taux d'intérêt et les techniques de couverture.....	126

2.1. La duration.....	129
2.2. La sensibilité	132
2.3. La convexité	132
Conclusion.....	134
Chapitre quatre : Les sources de financement externe des entreprises en Algérie.....	136
Introduction.....	136
Section 1 : Dynamique du financement par crédit bancaire	137
1. Genèse et configuration du système bancaire algérien.....	137
2. Le crédit bancaire.....	145
Section 2 : L'émergence du marché financier algérien	151
1. Les intervenants sur le marché financier algérien.....	152
1.1 La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB).....	152
1.2 La Société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières (SGBVM).....	154
1.3 Le Dépositaire Central des Titres (Algérie Clearing).....	155
1.4 Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB).....	155
1.5 Les teneurs de comptes conservateurs des titres.....	156
1.6 Les promoteurs en bourse.....	158
2. Organisation de la Bourse d'Alger.....	158
2.1 Le marché des titres de capital	159
2.2 Le marché des titres de créances.....	159
2.2.1 Marché des obligations	161
2.2.2 Marché en bloc des OAT	161
Section 3 : Autres sources de financement des entreprises.....	163
1. Le leasing	164
2. Le capital investissement.....	167
2.1 La FINALEP	169
2.2 La SOFINANCE	167
2.3 Fonds d'investissement de wilayas	170
3. Le financement du FNI.....	173
Conclusion.....	175
Chapitre cinq : Le financement obligataire des grandes entreprises en Algérie : pour une alternative au crédit bancaire.....	176
Introduction.....	176
Section 1 : Les émissions obligataires en Algérie : Etat des lieux et contraintes.....	177
1. Essor des émissions obligataires entre 2003-2009.....	177
2. Emissions obligataires entre 2014-2018.....	184
Section 2 : spécificités et les conditions de mise en œuvre des emprunts obligataires.....	186
1. Le prix des titres émis.....	186
2. Le rendement des titres émis.....	190
Section 3 : Les handicaps et perspectives du financement obligataire	194
1. Consistance et caractéristiques du tissu économique en Algérie.....	194
2. Nature des financements réalisés par le FNI.....	197
2.1 Les opérations réalisées par le FNI.....	197
2.2 L'émission obligataire du FNI.....	199
3. Le rééchelonnement de l'endettement des entreprises en difficulté.....	201
4. Le financement des entreprises EPE	202
5. Le rôle ambigu des banques publiques	205
6. L'emprunt national pour la croissance économique.....	206
7. Autres contraintes ayant entravé l'essor du marché obligataire.....	208
Conclusion.....	212

Conclusion générale.....	214
Bibliographie.....	218
Annexes.....	235
Table des matières.....	253