

#



REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE
ET POPULAIRE



*Au service
des peuples
et des nations*

Projet « Réforme du marché financier en Algérie – 1ère Phase : évaluation et conception »

Award n°61824

Evaluation Finale du Projet

Septembre 2013

Les opinions et vues exprimées dans le présent rapport sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des Nations Unies, incluant le PNUD, ou celle des Etats membres des Nations Unies.

TABLES DES MATIERES

EXECUTIVE SUMMARY.....	3
RAPPORT DETAILLE D’EVALUATION FINALE.....	9
I- INTRODUCTION : PRESENTATION, CONTEXTE ET OBJECTIFS DU PROJET	9
II- OBJECTIFS ET METHODOLOGIE DE L’EVALUATION	17
III- RESULTATS DETAILLES DE L’EVALUATION FINALE.....	21
IV- EN SYNTHESE : PROPOSITIONS DE LISTE D’ACTIONS PRIORITAIRES RESSORTANT DE L’EVALUATION (ANALYSE DOSSIER ET ENTRETIENS).....	49
ANNEXE I : ORGANISATION DU PROJET.....	52
ANNEXE II : PLAN DE VISITES ET ENTRETIENS	53

EXECUTIVE SUMMARY

Sous l'égide du Ministère des Finances algérien, la place financière d'Alger a conduit à la fin de 2008 et début 2009 une réflexion globale sur la modernisation du marché financier ; celle-ci a permis de mettre en évidence cinq principaux chantiers : Emissions, Professionnalisation des intermédiaires, Systèmes d'information, Entreprises ou institutions de marché, Image et crédibilité du marché.

Ces axes ont été repris dans le cadre d'un projet global de Réforme du marché financier algérien (Phase I) dont l'organisation a donné lieu à un accord signé en mai 2011 entre les Ministères des Finances, des Affaires étrangères et le PNUD. Deux étapes successives d'évaluation et de conception ont été menées entre 2011 et la fin 2012 avec l'aide d'une expertise internationale et le soutien actif de la COSOB. La Coordination a été animée par un Directeur national de projet (DNP) assisté d'un Coordinateur ; elle a abouti à une Synthèse de recommandations validée par un Comité de pilotage, puis transmise, début 2013, au Ministre des Finances.

Conformément à ses procédures, le PNUD a mandaté une évaluation finale du projet confiée à un expert international indépendant qui a procédé à un audit, entre août et mi septembre 2013, sur la base d'une documentation complète du projet et une série d'entretiens menés sur place avec la plupart des parties prenantes.

L'évaluation s'est attachée à répondre à plusieurs questions, en résumé:

- Dans quelle mesure le projet a contribué à répondre aux besoins généraux du pays et résoudre l'ensemble des difficultés identifiées au départ ?
- Dans quelle mesure les travaux des groupes de travail, la Coordination et les apports d'expert ont-ils correspondu aux termes de référence et proposer des solutions efficaces et adaptées au contexte ?
- Quel est le degré de qualité, la durabilité opérationnelle des préconisations et le niveau de soutien du projet lui-même mesurable notamment au travers du degré d'avancement de la mise en œuvre et l'appropriation concrète par les différents acteurs ?

Il en ressort les conclusions suivantes détaillées dans le rapport remis au PNUD:

- 1) **L'approche 'normative' adaptée par le Projet consistant à réunir dans le cadre d'une démarche globale et participative de place**

l'ensemble des parties réparties sur les différents thèmes, à l'instar d'expériences étrangères comparables, a incontestablement engendré des résultats positifs en terme de synergies et réussi à crédibiliser largement la démarche après l'échec des tentatives passées.

Il a fonctionné comme un forum d'échanges et de dialogue permettant une appropriation nationale des thématiques abordées.

Le consensus sur les mesures à prendre s'est ainsi construit à partir du constat partagé sur les insuffisances et retards notoires du marché qui compromettent le bon fonctionnement des émissions précédentes ainsi que plus fondamentalement, la réalisation des objectifs du Gouvernement algérien ; un des axes prioritaires des plans nationaux est, en effet, de promouvoir le développement du marché comme une source de financement alternatif et d'en faire un catalyseur du changement d'orientation de l'économie nationale actuelle.

2) De fait, les éléments analysés confortent bien l'idée que la relance du marché financier constitue une opportunité stratégique pour répondre aux besoins à la fois structurels et conjoncturels du pays :

- un marché financier performant et durablement liquide, permettrait tout d'abord d'assurer un *relais, indispensable à terme, aux modes actuels de financement des entreprises algériennes tant publiques que privées*. L'Etat n'a pas vocation en effet à conserver l'intégralité du capital des entreprises publiques actuelles, notamment celles relevant de la sphère productive ou concurrentielle. De leur côté, le financement par les banques (« bas de bilan »), en situation de surliquidité, est désormais contraint par l'atteinte de certaines limites d'endettement et les risques nouveaux inhérents à l'acte de crédit (affaiblissement de la portée des garanties traditionnelles). Encore plus fondamentalement, de nombreuses entreprises, notamment les PME, cible particulière du soutien des autorités, sont confrontées à un besoin de renforcement de leurs fonds propres (haut de bilan) ou de restructuration (évolution du capital familial ou projet de partenariats) pour assurer leur pérennité ou consolider leur développement à moyen et long terme.

- le marché financier est, en second lieu, un *outil puissant de transformation de l'économie nationale et de la gouvernance des entreprises* au travers de la discipline de gestion et de transparence financière qu'il impose. L'objectif du Gouvernement est d'anticiper la disparition de la manne pétrolière, densifier progressivement le tissu économique et social. et responsabiliser dès maintenant les entreprises aux contraintes d'un

environnement plus difficile obligeant à être compétitif. De fait, le marché a l'avantage de faire 'interagir' tout un « écosystème », et de pouvoir servir de levier à ces évolutions et au besoin de diffusion d'une culture financière nouvelle à tous niveaux.

- un marché financier dynamique s'inscrit aussi dans un cadre macro-économique et constitue *un moyen de régulation adapté à une conjoncture de forte inflation et de taux réels négatifs*, qui alimente une consommation croissante de biens importés ou l'achat immobilier spéculatif. Les ménages et la clientèle institutionnelle manquent de produits d'épargne ou de placement (gestion collective, fonds de placement ou produits à risques) dont l'attrait, notamment en terme de rémunération, canaliserait mieux les flux vers la sphère productive nationale.

- 3) La revue des travaux des groupes de travail et des experts a confirmé que **les axes de travail définis au départ couvraient bien l'ensemble des domaines ou composantes d'un marché**. Par ailleurs, les termes de référence des experts ou groupes ont été globalement respectés et fait l'objet d'un suivi rigoureux ; certains ajustements, à la marge, de périmètre ont du toutefois être opérés (validés) ; de même toutes les options identifiées en cours de projet n'ont pu être tranchées en cours de projet et ont (très explicitement) été reportées à la phase de mise en œuvre.

Trois décisions décalées demandent plus spécialement à être clarifiées en préambule de la nouvelle phase, en bref :

- *L'évaluation du potentiel de marché* a reposé dans un premier temps sur une méthode standard dont les hypothèses, prudentes, paraissent sous-estimer la volumétrie et surtout le rythme de montée en charge à considérer au niveau des plans de développement des acteurs impactés ; ces estimations nécessitent, en tout état de cause, une identification prioritaire des entreprises publiques ou privées potentiellement éligibles à une mise sur le marché ;
- Le *canevas juridique* n'est pas un projet de loi et ne couvre pas certains aspects relevant de corpus parallèles ou connexes au domaine boursier ; le processus permettant d'assurer pour autant, sans délai trop long, l'opposabilité des règles relatives à l'appel public à l'épargne mérite d'être explicité, en se basant a minima sur une délégation à la COSOB telle que recommandée au cours des travaux ;
- Au niveau des *infrastructures*, l'analyse des fonctionnalités de garantie de marché et de back-office n'a pas pu être approfondie au point d'évaluer leur faisabilité complète et mesurer tous les impacts de mise à niveau dans le contexte algérien ; de plus, le choix de systèmes découlant des premiers cahiers des charges est resté au stade de la comparaison de solutions

(processus RFI) sans être tranché ni évalué avec précision; la question budgétaire et de la gouvernance des dispositifs est consécutivement à éclaircir également.

4) La crédibilité définitive du projet reste suspendue à la concrétisation des actions

Depuis l'achèvement des travaux et l'élaboration de la Synthèse, plusieurs actions concrètes ont été menées (séminaire PME et introductions, plans de formation et certification, début de création de l'Association de place,...). Toutefois force est de considérer que ces réalisations concernent principalement les domaines couverts par l'autorité de marché (COSOB) et n'ont pas encore à ce stade été largement diffusées.

Le projet continue de bénéficier d'un bon soutien de l'ensemble des parties prenantes, le gouvernement de son côté ayant eu encore récemment l'occasion de réaffirmer la priorité qui lui est accordée et d'annoncer qu'une liste d'entreprises avait été établie pour être prochainement soumise à une réunion du Comité des participations publiques en vue de privatisations.

Au cours des entretiens, la mobilisation des acteurs est apparue fortement dépendre de la concrétisation des actions les plus stratégiques. Le projet est ressenti comme l'expression, voire le symbole, d'un processus global de changement susceptible d'entraîner très positivement l'écosystème, une fois enclenché le processus d'alimentation du marché. Le consensus est que le problème actuel n'est pas fondamentalement un problème d'offre (le potentiel est important) ni un problème de demande (plusieurs types de clientèle ont été identifiés comme potentiellement prêts à investir, y compris certains investisseurs internationaux) mais plutôt une question de gouvernance, de diffusion de la culture financière et de cercle vertueux après engagement définitif de la réforme.

5) En synthèse du rapport d'évaluation, plusieurs recommandations sont détaillées concernant la phase suivante de mise en œuvre, en cohérence avec les résultats et avancées déjà atteintes ; il est en particulier préconisé de prévoir une phase d'ajustement préalable à la mise en œuvre proprement dite pour compléter/finaliser les cahiers des charges et mettre au point la méthodologie de gestion du changement.

🚧 *Clarifier le programme de mise sur le marché* : préciser la volumétrie et montée en charge prévisionnelle permettant d'actualiser les plans de développement des parties directement impactées (intermédiaires et entreprises de marché); au niveau des procédures, prendre en compte toutes les normes d'ingénierie ou de

communication financière, prévoir les mesures d'accompagnement pré et post-introduction (règles d'évaluation et de placement, tenue de marché, adaptation des règles de cotation,..). Associer à ces définitions des expertises spécialisées marché ou finances.

✚ *Créer un environnement légal/réglementaire ouvert et sécurisant en s'appuyant sur le canevas juridique, une délégation spéciale donnée à la COSOB (cf supra) et une concertation étroite des différentes autorités; une priorité devrait concerner les dispositions relatives à l'appel public à l'épargne, la définition des règles du jeu propres à l'investissement international, et des dispositions (notamment prudentielles) relatives aux IOB et entreprises d'investissements.*

✚ *Prolonger la mobilisation collective de Place en maintenant une approche normative et coordination de projet basée sur une planification pluriannuelle. Cette concertation devrait être néanmoins suffisamment souple pour responsabiliser les principaux acteurs, intermédiaires et entreprises de marché qui doivent bénéficier à l'avenir d'une autonomie commerciale et de gestion (besoin, en outre, d'un dimensionnement de leurs moyens de même que pour la COSOB).*

La préconisation à ce niveau est d'officialiser l'engagement de la mise en œuvre (Phase II) et de bâtir dès que possible une Charte actualisée de projet précisant clairement l'organisation générale des responsabilités et engagements de chacun, l'interaction des différents travaux et l'animation générale de chantier (rattachement à prévoir à un responsable décisionnel avec appui interministériel); des 'feuilles de route' individualisées devraient être également préparées en vue de préciser les tâches à réaliser en cohérence avec le calendrier général de Place.

✚ *Finaliser l'architecture-cible de la modernisation des infrastructures et systèmes de marché et post-marché (filière titres) et étapes-clé avec plan d'investissements et financements associés. Les choix de systèmes (suite de la procédure RFI mené fin 2012) sont à prévoir après recherche de synergies possibles avec des solutions éprouvées et reconnues.*

D'une façon plus générale, le projet gagnerait en efficacité et délai de mise en place à s'appuyer à l'avenir sur des coopérations, plus étroites qu'aujourd'hui, et des échanges d'expertises avec d'autres Places même

proches ; au niveau strictement national, une organisation appropriée de suivi est à prévoir.

RAPPORT DETAILLE D'ÉVALUATION FINALE

I- INTRODUCTION : PRESENTATION, CONTEXTE ET OBJECTIFS DU PROJET

1) Rappel historique : des objectifs généraux du Programme fixés en cohérence avec les plans nationaux:

Le Gouvernement Algérien a élaboré un *plan de développement* pour la période 2010-2014 axé sur la croissance durable du pays, la réduction du chômage ainsi que sur la diversification des activités.

La réforme du marché financier fait partie des mesures stratégiques visant à répondre à ces objectifs généraux de développement au travers de la modernisation de la gouvernance des entreprises, une meilleure compétitivité et la réallocation de l'épargne en leur faveur. Cette orientation suppose de réviser en profondeur l'organisation de la filière Titres/Bourse dans son ensemble.

Seulement un nombre limité d'introductions (marché d'actions) avait été réalisé jusqu'ici, deux au début des années 90 et deux autres au cours de période récente et sans succès durable. Le marché des obligations d'Etat a historiquement pris le relais et été plus actif notamment au début des années 2000, mais le volume d'émissions s'est également nettement tari récemment.

La constitution d'un marché plus solide et performant est par ailleurs conforme aux actions générales poursuivies par le PNUD en soutien de l'économie : « la modernisation et la consolidation des institutions nationales » (cf effet n° 3 du Plan-cadre de coopération alors en vigueur en Algérie ; UNDAF 2007/2011). Défini au début 2011, le projet, objet de la présente évaluation finale, est le fruit d'une coopération entre le Ministère des Affaires étrangères, le Ministère des Finances et le PNUD ; il concrétise une première expérience positive d'échanges et d'assistance préparatoire avec la COSOB, qui s'est traduit par un « document de références (« Réforme du marché financier ; phase I d'évaluation et de conception ») signé le 12 mai 2011, avec comme objectifs partagés de:

- Consolider le développement et renforcer la capacité d'investissement à long terme grâce au soutien du financement d'initiatives privées performantes ;
- Permettre aux entreprises de renforcer leur compétitivité, leur position et dynamisme commercial, en créant de la valeur ;

- Permettre à l'économie algérienne de se situer durablement sur un sentier de croissance forte ;
- Donner une profondeur et garantir une capacité au marché primaire et secondaire des titres ;
- Tirer profit des expériences étrangères passées pour adapter la réforme aux conditions locales tout en promouvant des solutions 'standard' assurant la pérennité des investissements et l'implication de toutes les parties.

2) Une approche participative sous forme d'un véritable projet de Place : liste des parties prenantes et bénéficiaires potentiels :

Un marché financier consiste fondamentalement à permettre aux entreprises d'émettre des obligations (titres de créances) et des actions (titres de propriété) ; il a comme caractéristique d'intéresser et d'impliquer une multiplicité d'acteurs d'un bout à l'autre de la chaîne (« Ecosystème »), qu'il s'agisse de :

- préparer une introduction (sélection des entreprises et ingénierie financière, gouvernance appropriée à la communication financière,..),
- mettre sur le marché et assurer l'animation permanente du titre (intermédiaires accompagnateurs et teneurs de marché),
- opérer le traitement proprement dit des opérations (négociation, règlement et tenue de compte titres)
- assurer la régulation générale des services en investissements et opérations sur titres ; celle-ci accompagne le fonctionnement du marché et apporte des garanties d'une bonne transparence et protection des investisseurs (déontologie et gestion des conflits d'intérêts, règles s'appliquant aux émetteurs et aux intermédiaires,...).

Outre les investisseurs particuliers ou institutionnels à qui la création d'un marché financier offre des possibilités optimisées d'épargne et de placement, les bénéficiaires potentiels plus directs du projet sont à la fois les acteurs privés mais aussi publics et institutionnels de la Place financière d'Alger :

Autorités :

- Autorités Gouvernementales : Ministère des Affaires Etrangères (DG des Relations Economiques et de Coopération Internationales) ; Ministère des Finances, avec la Direction Générale du Trésor (DGT) ; Ministère de l'Industrie, de la PME et de la Promotion de l'Investissement (MIPMIPI) et autres Ministères chargés du développement des entreprises.

- Banque Centrale d'Algérie.

Enjeu : promouvoir un marché financier transparent et liquide, source de financement et de souplesse dans la gestion des ressources des entreprises, publiques ou privées, spécialement les PME performantes ayant un plan de développement à moyen et long terme.

✚ *Institutions ou entreprises du marché et post-marché :*

- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB),
- Société de Gestion de la Bourse de Valeurs (SGBV),
- Algérie Clearing, Dépositaire central des Titres.

Enjeu : définir une modèle d'organisation et de fonctionnement de marché et post-marché (compensation, règlement-livraison et dépositaire central) efficient et moderne, à l'instar de certaines expériences étrangères, et respectant les normes internationales.

✚ *Intermédiaires, Investisseurs :*

- Banques publiques et privées,
- Intermédiaires financiers spécialisés (IOB, SVT, Teneurs de compte-titres,...),
- Sociétés d'assurances,
- Fonds et sociétés de Capital d'investissements, OPCVM,
- Epargnants individuels ou institutionnels, associations et conseils spécialisés.

Enjeu : professionnaliser les intermédiaires au travers d'un plan de développement de services d'investissement, d'une définition nouvelle de métiers nécessaires au bon fonctionnement de la Bourse, et d'une diffusion de l'innovation financière offrant aux investisseurs des formules de placement plus diversifiées et attractives.

✚ *Emetteurs :*

- Sociétés émettrices,
- Chambre algérienne du Commerce et de l'Industrie (CACI) et autres instances représentatives du patronat et des entreprises ayant intérêt.

Enjeu : favoriser la gouvernance, l'ingénierie financière et l'accès à des sources nouvelles de financement compétitives, ouvertes et transparentes, récompensant la performance dans une perspective de développement moyen et long terme.

Pour le PNUD lui-même, l'objectif du projet correspondait à ses missions (OMD8) consistant à « poursuivre la mise en place d'un système commercial et financier multilatéral ouvert, fondé sur un engagement en faveur d'une bonne gouvernance, du développement et de la lutte contre la pauvreté, au niveau national comme international. »

3) Une approche normative prenant en compte un impératif de standardisation et de refonte générale : étapes du projet et structuration des produits :

Deux étapes logiques

Le marché financier en Algérie avait déjà fait l'objet d'améliorations institutionnelles (création de la Bourse SGBV et de la COSOB en 1993, complétée à la fin des années 90 par la définition d'un premier statut d'IOB puis, en 2003, la création d'ALGERIE CLEARING) et permis de gérer les quelques introductions réalisées (deux entreprises publiques et deux entreprises privées) ; l'expérience a montré qu'après leur relatif succès à la souscription, la liquidité de marché s'est assez rapidement réduite faute de politiques d'accompagnement financier adaptées tant au niveau de l'organisation du marché que des entreprises elles mêmes.

Les volumes ont en conséquence diminué très considérablement et l'atonie actuelle du marché est très préjudiciable au refinancement même des tombées d'échéance (obligataire) qui se poursuivent au premier semestre 2014.

Dans ce contexte, les fondateurs du projet ont fait le choix délibéré d'une approche normative, à l'instar d'exemples étrangers, en prévoyant un réexamen complet et approfondi des conditions d'organisation et de fonctionnement en *deux étapes* logiques :

- *Etape 1*- Evaluation du marché, sur une période de 10 semaines, qui s'est déroulée du 15 octobre au 31 décembre 2011, avec l'aide de 4 experts internationaux et 2 experts nationaux ; ces travaux ont permis la production de rapports d'évaluation (cf infra).
- *Etape 2*- Conception du schéma-cible du marché entre mai et décembre 2012 (4 experts internationaux).

Ces deux étapes menées avec le concours d'une expertise internationale ont abouti, après concertation avec l'ensemble des parties, à une synthèse formelle de recommandations (« plan d'actions ») validée par le Comité de Pilotage en février 2013. Celle-ci a été transmise par le Directeur de Projet au Ministère des Finances en vue de la phase suivante de mise en oeuvre.

Structuration globale des travaux

L'organisation des travaux a repris les cinq grands axes stratégiques de travail identifiés dans le cadre d'une réflexion initiale avec l'aide d'un expert international :

- Produit 1 : « Emissions » :

- 1.1 Spécification des besoins et possibilités du marché algérien : bilan et perspective de privatisation et de contribution au financement des entreprises ; incitations à l'entrée en Bourse ; études des processus d'introduction et privatisations ;
- 1.2 Recommandations sur la réforme de la législation et réglementation algérienne ;
- 1.3 Propositions de nouveaux véhicules cotés.

- Produit 2 : « Institutions » :

- 2.1 Définition d'un nouveau schéma directeur d'organisation et de fonctionnement des institutions de marché : cadre légal et réglementaire, règles de gouvernance ;
- 2.2 Modernisation des outils et des procédures.

- Produits 3 : « Métiers » :

- 3.1 Stratégie bancaire de professionnalisation des métiers titres et de services en investissements : audits ;
- 3.2 Interfaces et nouvelles organisations /procédures internes : impacts sur les moyens et besoins de formation

- Produits 4 : « Systèmes » :

4.1 Définition d'un schéma cible pour activités de négociation, de surveillance, et de post marché (CCP, règlement-livraison, dépositaire) ;

4.2 Evaluation de solutions, impacts et coûts.

- Produits 5 : « Image » :

5.1 Plan marketing grand public ;

5.2 Stratégie de communication ;

5.3 Etude sur l'investissement individuel et collectif ;

5.4 Définition de programmes de formation.

4) Une gestion et gouvernance normée de projet :

Aspects administratifs du projet et moyens financiers :

Le *budget* inscrit au projet était de 1.483.556 USD, dont le financement a été réparti entre quatre donateurs : le Gouvernement algérien (39%), le PNUD (24%), la COSOB (21%), compte tenu d'un apport en nature lié à l'hébergement de l'Unité de Gestion du projet, et la SGBV (16%).

Ce budget a été réparti entre les cinq actions (ou « produits ») et entre les deux phases définies au départ (cf infra).

La *gestion et suivi administratif* du projet ont suivi les règles et procédures du PNUD selon l'accord de Base signé avec le Ministère des Affaires Etrangères, prévoyant une exécution nationale et une réalisation par « agence », le Bureau local fournissant l'assistance sur demande de la COSOB considéré comme le principal responsable mais autorisé à déléguer les paiements au PNUD (cf. paiement des experts).

Selon ces principes, une évaluation initiale des risques a été réalisée de même que le suivi standard: évaluation qualité, journal des problèmes, rapports de progrès, journal des leçons apprises, rapport combiné des dépenses et revue détaillée annuelle, rapport et évaluation finale.

Organisation et gouvernance de projet :

L'organisation de projet a reflété les engagements pris en matière à la fois d'axes de travail et de concertation entre les diverses parties prenantes.

Deux *niveaux de pilotage* étaient prévus (Document de référence) :

a) Un pilotage stratégique avec deux instances :

- Une « *Réunion tripartite* » (au moins une fois par an) co-présidée par un représentant du Ministère des Affaires Etrangères et le Représentant Résident du PNUD (ou son représentant), et à laquelle devait prendre part le Ministre des Finances (ou son représentant) ainsi que les membres du Comité de Pilotage.

Ce comité devait suivre le déroulement général des travaux et de s'assurer que l'orientation générale et stratégique est conforme aux priorités nationales.

- Un « *Comité de Pilotage* », réuni au moins deux fois par an ou en tant que de besoin, co-présidé par le Ministre des Finances (ou son représentant) et le Représentant Résident du PNUD (ou son représentant), et comprenant des représentants des autres Ministères, du Trésor, de la Banque d'Algérie, ainsi que des institutions de marché (COSOB, SGBV) et des observateurs selon l'ordre du jour. Il lui revenait le soin d'approuver le plan de travail annuel, contrôler l'avancement des travaux, et recommander les actions appropriées. C'est aussi une instance de coordination interinstitutionnelle en relation avec le projet.

b) Un pilotage opérationnel :

- Un « *Comité de coordination* » dirigé par le Directeur National de Projet (DNP), assisté du Coordinateur de projet (responsable de l'unité de Gestion), et chargé d'encadrer les travaux des Comités et des Groupes de travail, d'en faire la synthèse et assurer la cohérence d'ensemble. Il regroupe principalement la COSOB, le PNUD, la SGBV, la BA, la DGT, le MIPI-PME/PMI.

- Deux *Comités Techniques* « *Réglementation et juridique* » et « *Informatique* » en charge de sujets majeurs et transverses.

Le projet a, en outre, mobilisé une douzaine de *groupes de travail* regroupés par thématiques couvrant le marché financier et réunissant à la fois les experts (nationaux, internationaux) et les acteurs concernés. La mission générale était de répondre aux questions posées lors de la réflexion initiale ; les termes de référence fixés notamment à l'intervention des experts étaient d'évaluer la situation mais aussi de proposer des solutions adaptées au contexte algérien.

La *structure de gouvernance* et de concertation du projet est reproduite en annexe.

Le DNP, désigné par les autorités algériennes, et assisté du Coordinateur, était considéré comme le « principal responsable ». Il possédait à la fois l'autorité de gérer le projet sur une base quotidienne au nom du « partenaire de mise en œuvre », et de prendre les décisions nécessaires pour s'assurer qu'il produise les résultats attendus. L'équipe des experts internationaux en particulier lui était rattachée.

Pour conclure les travaux, trois *restitutions*, deux intermédiaires (décembre 2011, septembre 2012) et une finale (décembre 2012), ont permis de présenter les conclusions à l'ensemble des acteurs et des media.

II- OBJECTIFS ET METHODOLOGIE DE L'EVALUATION

Conformément aux règles applicables au sein du système des Nations Unies, le PNUD a mandaté à l'issue des travaux une mission d'évaluation finale du projet.

1) Des objectifs de la mission précisés dans les termes de référence

Deux objectifs *généraux* ont été fixés dans les termes de références (TDR) de la consultation (Références Consultant international : MFIN/61824/INT/EVAL):

- Evaluer dans quelle mesure le projet a pleinement mis en œuvre les activités prévues et obtenu les produits (outputs) attendus, tels que spécifiés dans le document de projet et/ou ajustés en cours de mise en œuvre sur décision du Comité de Pilotage du projet et mesurer en particulier les résultats de développement ;
- Identifier les meilleures pratiques et les enseignements tirés qui pourraient servir à d'autres interventions de développement au niveau national (montée en échelle) et international (reproductibilité).

Il s'agit ainsi de mesurer les résultats du développement et les impacts potentiels du projet selon les critères normés (cf infra).

Plusieurs objectifs plus *spécifiques* ont été précisés :

- Evaluer dans quelle mesure le projet a contribué à répondre aux besoins et à résoudre les problèmes identifiés ;
- Mesurer le degré de mise en œuvre du projet, son efficacité et la qualité des produits et des réalisations par rapport à ce qui était prévu ou a pu être précisé durant le déroulement du projet ;
- Mesurer dans quelle mesure le projet a obtenu les résultats de développement pour la population ciblée, les bénéficiaires ou participants ;
- Identifier et évaluer les mesures prises afin de garantir la durabilité des produits et leur intégration dans les phases suivantes de la réforme du marché financier;
- Identifier les leçons apprises et les bonnes pratiques expérimentées durant la phase de mise en œuvre.

2) Des moyens proportionnés aux objectifs et niveau d'expertise:

Le contrat de l'expert international a été signé le 1^{er} août 2013 pour une mission de cinq semaines (effectuée entre le 4 août et la mi-septembre) et correspondant à une intervention forfaitisée à 25 jours (soit un coût hors frais de 30.000 USD) selon la chronologie fixée :

- ✓ Deux semaines de prise de connaissances du dossier et de la documentation, préparation de la liste des personnes à contacter et du canevas de rapport
- ✓ Une semaine d'entretiens sur place à Alger
- ✓ Une semaine d'analyse et de synthèse ; préparation d'un pré-rapport soumis aux parties
- ✓ Une semaine de finalisation et présentation du rapport final.

La mission s'est déroulée en étroite coordination avec le bureau du PNUD et la Direction de projet (DNP, Coordinateur).

3) Une méthodologie normée :

Normes générales

L'approche suivie a respecté la méthodologie générale du PNUD définie dans les termes de références et les standards du GNUE (cf directives de l'UNEG « Règles d'évaluation applicables au sein du système des Nations Unies » -2005) s'agissant du respect à la fois des principes éthiques (anonymat et confidentialité des informations fournies ; droits de propriété intellectuelle ; indépendance vis-à-vis du programme et validation des sources; intégrité dans l'explicitation des questions traitées ou non traitées ; responsabilité dans l'énoncé de la validation et du degré de consensus recueilli) et des normes à suivre en matière de démarche et d'évaluation du degré d'atteinte des différents objectifs.

Critères de qualité

La pondération des critères retenus (pertinence, efficience, efficacité, appropriation, durabilité) pour juger de la qualité des actions et produits fournis tient compte de la définition et particularités propres aux différentes étapes de réalisation :

- Première étape : réflexion préalable et structuration initiale du projet

Dans cette étape, l'évaluation a été centrée prioritairement sur des critères de pertinence et d'efficience à la fois dans la définition de la solution macro-économique ('modernisation du marché financier') comme réponse aux besoins généraux du pays et dans l'identification des cinq grands axes d'études et de conception devant permettre l'adaptation du marché financier à ces besoins globaux.

- Deuxième étape : étape d'évaluation et de conception du schéma-cible du marché

Cette étape qui correspond en réalité strictement aux deux phases du projet (évaluation de l'existant, formulation de recommandation et plan d'actions), a justifié qu'au-delà de la pertinence des choix, une attention plus grande soit portée dans l'évaluation aux critères micro-économiques d'efficacité et d'appropriation par les parties prenantes, bénéficiaires ou participants.

- Troisième étape : mise en oeuvre du projet

Intervenant quelques mois à peine après la finalisation des travaux et de la remise formelle du rapport aux Gouvernement algérien, le présent rapport ne peut fournir une appréciation complète du degré de réalisation d'un plan qui s'inscrit par construction dans la durée. Pour autant, les chances de réalisation (critère de durabilité au sens du PNUD) du projet ont pu être appréciées au travers de la qualité des propositions faites dans le projet, de leur efficacité opérationnelle et de la dynamique du changement induit par les travaux. Celle-ci a pu être mesurée lors des entretiens et en prenant en considération à la fois les actions mises en oeuvre postérieurement aux restitutions, le degré d'appropriation et de soutien des décideurs, et la façon dont ces actions ont été menées ou perçues par l'ensemble des parties prenantes.

Sources d'information et documentation

La liste complète des sources d'information est annexée au présent rapport.

Elle se compose à titre principal :

- du document de référence initial, fondateur du projet ;
- des comptes rendus de réunions des Comités de pilotage, Comités de coordination et comités juridique et informatique ;
- des termes de référence des experts internationaux et comptes rendus des travaux (réunions, restitutions et rapports ou livrables au regard des termes de référence) ;
- de la synthèse des recommandations et planning de mise en oeuvre établie sur base des propositions, validée en février 2013, et transmis en tant que tel au Ministre des Finances de l'Algérie ;
- des rapports d'activité des missions à l'étranger (Casablanca- novembre 2012 ; Istanbul- décembre 2011 ; Paris- juin 2012) ;
- du cahier des charges informatique et des RFI lancés (9 réunions techniques) ;
- articles de presse relatifs au projet ou commentaires recueillis ;

- documentation générale sur situation économique de l'Algérie entre 2011 et 2013, ainsi que les Plans nationaux ;
- information accessible sur site internet des entreprises de marché et COSOB
- semaine d'entretiens sur place organisée sur base d'une liste établie par l'expert en évaluation (couverture d'un panel de Responsables représentatifs des diverses parties prenantes) et organisée/planifiée par le Coordinateur (cf document joint en annexe) ;
- échanges et entretiens multiples avec les responsables du Projet (Mrs Samir DEGAICHIA, Roland SARTON, et Mohammed KHELFAOUI).

L'ensemble des informations ont pu être réunies et analysées sans difficultés particulières. La qualité et l'ouverture des échanges intervenus lors de la semaine d'entretiens mérite d'être spécialement soulignée.

III- RESULTATS DETAILLES DE L'EVALUATION FINALE

1) Objectifs initiaux du Projet : mesure de leur adéquation aux besoins du Développement économique du pays et de la modernisation du marché financier algérien

L'évaluation concerne, à ce niveau, deux objectifs 'fondamentaux' du projet :

- L'adéquation de ces objectifs généraux aux besoins de développement du pays ;
- La pertinence des choix de cadrage de départ, basé sur l'identification des cinq thématiques ayant structuré la réflexion du début à la fin du projet.

a) ***La création d'un marché financier actif, une réponse adaptée aux besoins structurels et conjoncturels de l'économie algérienne***

L'enjeu structurel découle tout d'abord des besoins d'un pays poursuivant sa reconstruction après la période notamment des années noires qui avait interrompu un processus amorcé depuis l'indépendance. Un premier plan (7 Mrds USD) avait été initié en 2001, suivi d'un véritable plan de soutien à la croissance entre 2005 et 2009, avec des moyens de 45 Mrds renforcés par la suite jusqu'à hauteur de 155 Mrds USD.

L'objectif du plan de développement pour la période 2010-2014 était de consolider les progrès accomplis en donnant un « nouveau souffle » encore à l'emploi et, dans un contexte de ressources accrues tirées de la conjoncture pétrolière, en portant l'effort d'investissement à 286 Mrds USD afin d'éradiquer plus en profondeur le chômage, accélérer la dynamique de développement et pour permettre à l'économie de poursuivre une croissance durable. Cet engagement qui correspond aux objectifs poursuivis dans le même temps par les institutions internationales, avait comme fondement une économie plus productive, moins basée à terme sur les ressources et entreprises publiques, avec une part croissante laissée à l'initiative privée pour favoriser une diversification du tissu économique notamment en faveur des petites et moyennes entreprises (PME).

La volonté du Gouvernement algérien est ainsi de faire un « saut qualitatif », passant par des changements structurels et une ouverture à des formes modernisées de gestion des entreprises notamment, en vue de mieux exploiter le potentiel du pays et de réduire la dépendance de l'économie aux hydrocarbures (un tiers du PIB).

L'évolution du contexte macro-économique du Pays depuis 2011 confirme, en outre, le besoin de corriger certaines formes de déséquilibres conduisant à une inflation accélérée (cf rapport de la Banque d'Algérie du début septembre 2013), source potentielle de déséquilibres et risques sociaux à terme.

Le développement du marché (principalement celui des actions) est ainsi non seulement justifié par des raisons normatives telles que décrites dans le Document de référence d'origine mais également par une actualité et une réalité qui témoignent du bien fondé du choix consistant à promouvoir un marché financier organisé et performant.

Le projet répond en effet clairement à l'ensemble de ces besoins ou contraintes :

- **Créer un marché financier, c'est prioritairement offrir des possibilités de financement alternatives ou complémentaires au crédit bancaire traditionnel (bas de bilan) et permettre une diversification de l'actionnariat (« haut de bilan »).**

Dans le contexte algérien, l'ouverture au marché devrait aussi bien bénéficier aux entreprises publiques que privées. Les entreprises publiques sont dépendantes par construction des moyens financiers de l'Etat dont les ressources sont appelées à se réduire très sensiblement avec la disparition de la « manne pétrolière ». En outre, toutes ces entreprises n'ont pas vocation à rester sous contrôle public (cf infra). Concernant les entreprises privées, la surliquidité des banques a facilité dans le passé la distribution de crédit mais se heurte désormais à certaines limites d'endettement. Les banques prêteuses éprouvent un changement d'environnement sociétal et juridique qui, en réduisant la portée des garanties traditionnelles, les conduit ainsi aujourd'hui à faire preuve de plus de prudence dans l'acte de crédit.

La croissance par le « haut de bilan » (fonds propres) et le financement par le marché apparaissent dans ce contexte comme des solutions à part entière, mieux adaptées à la pérennité moyen et long terme des entreprises : elles renforcent les capacités d'investissement et permettraient de débloquer nombre de situations qui nécessitent actuellement la mise en place de partenariats indispensables au développement et à la compétitivité. Le marché financier constitue ainsi une solution rationnelle autant pour les entreprises jeunes et en croissance que pour celles plus anciennes, ou de taille plus importante, ayant besoin de procéder soit à un élargissement de leur base en fonds propres soit à des partenariats ou des restructurations de leur actionnariat traditionnel ou familial.

Nonobstant l'abondance des liquidités disponibles dans les banques algériennes, il y a donc aujourd'hui un intérêt spécifique à favoriser la

capitalisation des entreprises pour assurer le développement durable et la densification du tissu économique, condition indispensable pour assurer l'emploi et les équilibres sociaux du pays à l'avenir. Les pouvoirs publics algériens ont bien pris en compte en particulier la problématique spécifique des PME au niveau des plans nationaux et des aides fiscales (bonification d'intérêt des prêts bancaires) ; le recours au marché apparaît être une méthode plus vertueuse à terme.

- **De fait, l'avantage d'un marché financier organisé est d'imposer une transparence financière et une discipline de management.**

Ce levier d'amélioration concerne plus spécialement les entreprises nouvelles ou existantes, notamment les plus grandes dont la nature d'activité (industrielle, commerciale ou bancaire) ne les place en principe en situation concurrentielle. Il oblige à mieux percevoir les contraintes commerciales et à satisfaire la demande de la clientèle dans de meilleures conditions de services et de coûts. L'Algérie a ainsi besoin de consolider son secteur commercial et industriel afin d'anticiper les effets de la compétition, spécialement au moment où l'emploi national ne pourra plus être défendu par des aides d'Etat.

La discipline liée au marché s'inscrit clairement en cohérence avec le besoin de mise à niveau des entreprises identifié par les autorités algériennes elles-mêmes ; ces orientations de gouvernance économique sont également défendues par le PNUD car elles vont de pair avec l'ouverture du pays, le progrès économique et social du pays et de sa population.

- **Un marché dynamique est aussi un moyen efficace pour mieux réguler les équilibres financiers macro-économiques en Algérie où l'inflation se développe fortement et génère des taux réels très négatifs.**

Une cercle vicieux s'instaure de plus en plus entre une abondance de liquidités et l'absence de produits rémunérateurs (selon courbe rendement/risque), ce qui empêche l'épargne de s'investir dans la sphère productive nationale et favorise, à l'inverse, un essor marqué de la consommation et un flux croissant d'importation de biens courants. Cette situation est devenue un sujet majeur de préoccupation pour les pouvoirs publics et la Banque Centrale d'Algérie : l'enjeu, déjà présent en 2011, est plus que jamais de mobiliser l'épargne disponible en faveur d'une meilleure allocation des ressources au travers de produits plus attractifs.

Or il existe, d'après les parties interrogées (notamment intermédiaires IOB), un engouement potentiel du public comme de la part de la clientèle institutionnelle pour l'achat de produits financiers, l'attentisme semblant lié à l'absence d'innovation financière et de produits nouveaux. C'est aussi

le cas des Compagnies d'assurances (et sans doute Caisses de retraite) qui disposent de ressources importantes et sont à la recherche de placements plus diversifiés ; il suffirait d'un certain assouplissement des contraintes de ratios de placement actuels (centrés sur le financement de la dette publique) et d'une offre significative de papier dans des secteurs diversifiés (cf projet de privatisations) pour qu'un effet significatif d'entraînement se crée.

Dans le contexte actuel, les épargnants et fonds d'investissements trouveraient aussi intérêt à investir dans des produits d'épargne collective (OPCVM) ou produits plus à risques (OPCR,...), l'Algérie ayant vocation à être classée parmi les pays assurant le relais des ex-pays émergents en termes d'opportunités d'investissements.

Si l'intermédiation bancaire affiche sa détermination à faire face aux exigences de consolidation des services en investissements induites par la réforme, le développement du marché nécessiterait en parallèle de faire appel à une expertise spécialisée en ingénierie financière (conseils, analystes,..) à titre d'accompagnement à tous niveaux afin de favoriser une culture financière seulement naissante..

Le marché, notamment d'actions, ne doit pas être perçu comme une composante propre à certaines économies ; il intervient logiquement en Algérie comme un catalyseur du changement d'orientation de l'économie et de la société. Loin d'être une fin en soi, il constitue un levier favorisant une ouverture progressive et complétant des réformes plus globales tournées vers un développement durable et le renforcement de l'économie.

L'explicitation des apports possibles d'un marché financier aux besoins de l'économie actuelle du pays permet ainsi de justifier pleinement le choix de projet et les orientations retenues.

b) L'organisation et définition de chantier a bien tenu compte de l'importance du retard et des insuffisances multiples caractérisant la situation du marché financier algérien

L'objectif de l'évaluation à ce niveau est en effet d'apprécier dans quelle mesure la structuration du projet couvrait bien l'ensemble des composantes du marché financier et permettait bien de répondre aux faiblesses relevées dans le passé.
--

Le constat sur la situation de départ était largement partagé et sans concession : des insuffisances et retards importants ont été relevés à juste titre dans plusieurs domaines essentiels de l'organisation de marché, en bref :

- encadrement réglementaire insuffisant et peu encourageant pour les émetteurs, lourdeur des procédures et absence de guide opérationnel d'introduction,
- seulement trois titres cotés à fin 2011, avec une liquidité très faible traduisant la désaffection des investisseurs dans la période qui a suivi l'introduction, absence de véritable animation de marché,
- retards techniques et opérationnels des systèmes de marché, absence de visibilité sur le carnet d'ordres, un fonctionnement parfois défectueux des opérations de Bourse, absence de garantie de marché ou de mécanisme DVP (point non signalé dans le rapport) y compris dans la relation entre Algérie Clearing et la Banque d'Algérie sur la partie espèces,
- manque de professionnalisation des acteurs, manque de formation et de culture financière à tous niveaux, défauts d'incitations fiscales et réticences des investisseurs,

Ce diagnostic entretenu depuis par l'absence de volumes a justifié l'approche normative globale retenue par les initiateurs du projet à l'instar de la façon dont beaucoup de pays avaient procédé auparavant, notamment certains pays européens comme la France à partir de la fin des années 80 ; le mouvement a ensuite été étendu à la plupart des continents ou des économies en croissance comme la Pologne, ou plus récemment, dans les pays plus proches de l'Algérie en termes géographique, de culture et niveau de développement (Turquie, Maroc, Tunisie, ..).

Cette approche a consisté à organiser au travers d'un véritable projet de Place une mobilisation de toutes les parties prenantes sur l'ensemble des thématiques nécessaires à l'organisation et au fonctionnement du marché (développement de l'offre et de la demande de titres, consolidation des infrastructures marché et Titres) :

- Développement de l'offre à travers plusieurs mesures : définition d'un cadre législatif et réglementaire adapté pour encadrer les émissions, et les procédures de mise sur le marché (OPA, OPV, OPE,..) ; clarification des règles de gouvernance des sociétés cotées ; définition des règles relatives à l'information des actionnaires et des investisseurs, toutes dispositions soit inexistantes soit très insuffisantes dans le corpus actuel en Algérie ; clarification consécutive du rôle respectif des autorités s'agissant de la régulation de marché et des services d'investissements ; dans le prolongement, adaptation de la gouvernance des entreprises de marché (SGBV, Algérie clearing) dont la fonction est fondamentalement de gérer les opérations dans une optique à la fois commerciale et sécuritaire ;

mesures fiscales pour soutenir l'intérêt des entreprises à jouer le jeu de la transparence.

- Développement de la demande par l'encouragement à l'épargne investie en Bourse ou en produits financiers ; pédagogie et plan marketing favorisant l'épargnant et capital-risque; réorientation des placements institutionnels et création de nouveaux produits d'épargne collective ; professionnalisation des métiers de marché au sein des banques ou à travers des institutions spécialisées ; mesures fiscales.
- Mise en place d'une intermédiation de marché professionnelle au sein des banques ou à travers des structures plus spécialisées ; dimensionnement des métiers (gestion, analyse, front et back office, suivi du risque) ; formations à adapter ; consolidation des chaînes titres interne et traitement des ordres.
- Définition d'un schéma-cible d'infrastructure de marché et post-marché couvrant les fonctions de négociation, de compensation, règlement-livraison et dépositaire, avec modernisation des systèmes d'information et promotion de nouveaux standards. Une action 'communication' à prévoir en accompagnement de la démarche commerciale pour favoriser la culture marché à tous niveaux et la promotion du marché.

Toutes ces thématiques ont bien été intégrées dans la définition et la coordination de chantier assurée autour des cinq axes fédérateurs du projet mentionnés précédemment : « Emissions », « Institutions », « Métiers », « Systèmes » et « Image ». Cette définition a été maintenue comme fil conducteur du début jusqu'à la fin, facilitant le suivi du déroulement et de l'état d'avancement des travaux.

Ce faisant, l'audit du projet révélera par la suite très peu de thèmes non couverts (exemple : système de traitement et diffusion des données financières d'entreprise), seulement quelques insuffisances d'approfondissement (lié souvent aux délais), et des options correctement identifiées (certaines options juridiques ou techniques) mais dont l'arbitrage a volontairement été reporté à la phase de mise en œuvre. L'analyse de départ du contexte et du potentiel de marché, quelque peu générique, et des expériences passées, aurait pu, par ailleurs, être plus explicite mais celle-ci sous-tendait l'orientation des actions.

b) Evaluation des travaux d'analyse/diagnostic et de conception (solutions ou recommandations (experts, Comités ou groupes de travail)

L'objectif de l'évaluation à ce niveau est double :

- S'assurer que les produits attendus tels que définis dans les termes de référence propres à chaque expert ont été livrés,
- Mesurer la qualité et la pertinence des résultats au regard des objectifs fixés.

Pour des raisons pratiques et de cohérence, la revue a été faite en consolidant les travaux des phases d'évaluation (de l'existant) et de conception (élaboration de recommandations ou solutions,...), sachant que seul l'expert chargé de l'Organisation/entreprises et institutions de marché n'a pas été le même entre les deux phases. Quant aux prestations relatives à la formation et à l'information, elles n'ont concerné que l'étape de conception.

Il est à noter que dans un certain nombre de cas, le produit attendu (périmètre ou définition) a pu être réévalué ou ajusté au fur et à mesure du projet, avec la validation de la Direction de projet et/ou du Comité de Pilotage. Les modifications les plus significatives sont signalées ci-après.

- Travaux du groupe et Comité juridique/réglementations (expert: Nicolas Roy) :

Les principaux livrables attendus étaient les suivants :

- Livrable n° 1 : Evaluation du droit et réglementation existant (introductions, privatisations, gestion d'actifs, traitements et opérations boursières, intermédiation,..) ;
- Livrable n° 2 : Canevas ou cahier d'instructions législatives de loi-cadre sur la modernisation du marché financier (avec prise en compte du cadre OICV, et d'expériences étrangères) ;
- Livrable n° 3 : Orientations, recommandations et validation de l'encadrement réglementaire.

Evaluation/commentaires :

Tous les livrables ont été fournis en respectant une procédure rigoureuse et détaillée.

Les deux documents regroupant le résultat des travaux sont consignés dans un envoi du 12 décembre 2012 au Directeur de Projet, intitulés « canevas juridique » et « réflexions sur l'encadrement réglementaire ». Les principales réunions de

travail (surtout celles du Comité Juridique) ont donné lieu à un compte rendu formel. Les travaux ont bénéficié d'un important support logistique de la COSOB.

Les *remarques* qu'inspire l'examen des résultats au regard des objectifs fixés sont pour l'essentiel liées aux limites ou ajustements de périmètre explicités en toute transparence en préambule ou directement dans les documents :

- a) Il est notamment précisé que le livrable final ne propose pas un projet de loi en tant que tel mais consiste bien en « un **document de propositions et d'options** visant à guider et orienter les décideurs ». Le document n'en présente pas moins un niveau d'élaboration et de conception détaillée permettant de préparer et faciliter largement le travail législatif et surtout réglementaire. De fait, les dispositions relevant d'un règlement de la COSOB, autorité chargée de la réglementation de marché, pourraient aisément être finalisées si certaines décisions de principe, notamment en matière de délégations, sont prises conformément aux recommandations émises. A défaut, les limitations de périmètre concernant les mises sur le marché sous forme de privatisations ou introductions particulières peuvent constituer un frein sérieux au développement des opérations.
- b) D'une façon plus générale, a été volontairement écarté le fait d'élaborer « **des propositions emportant des modifications d'autres textes législatifs importants** » (Code de Commerce, Code Civil ou de procédure civile et administrative,..). Cette limitation concerne, par exemple, d'éventuelles dispositions de droit commun touchant au droit de propriété et/ou à la dématérialisation des valeurs mobilières, qui aurait pu par exemple découler des orientations prises en matière de Registre Central ou des précisions à apporter en matière de sécurisation des transactions boursières (travaux dont les conclusions ont été rendues en fin de période et qui n'ont donc pu être en tout état de cause être complètement intégrés dans la réflexion juridique).

Dans ce contexte et celui de l'absence de disponibilité de l'expert juridique national prévu initialement, il a été considéré que la prise en compte des impacts sur d'autres textes des propositions de modification du droit boursier serait à traiter au cours de la phase ultérieure de mise en oeuvre. Afin de réduire les délais d'élaboration d'un texte de loi apparemment complexe dans l'environnement juridique algérien (deux ans minimum d'après les informations données à l'expert), sans doute convient-il de valider et rendre opposables en priorité les dispositions centrées sur l'appel public à l'épargne, d'en faire un corpus à part entière.

- c) Il est noté également qu'en termes d'**instruments**, les produits dérivés et 'fonds de couverture' n'ont pas été traités. Cette orientation cohérente avec le périmètre retenu en cours de Projet par ailleurs en matière d'infrastructure et d'organisation de marché, est logique. Il conviendra néanmoins de programmer les travaux dans le plan pluriannuel de mise en oeuvre en même temps que l'extension produits (cf infra).
- d) L'imprécision de certaines parties des dispositions relatives au statut, règles et obligations des '**entreprises d'investissement**', reflète les difficultés dues à la réception tardive des résultats ou décisions en provenance des autres groupes. Parmi les options significatives restant ouvertes ou à éclaircir, mérite d'être citée celle relative aux conditions requises pour être adhérent du marché organisé et du dépositaire central (statut d'adhérent négociateur et/ou compensateur et/ou responsable du dénouement/conservateur). Ce complément de travail suppose d'explicitier dans le cadre des règlements propres aux entreprises de marché (SGBV, Algérie clearing) les engagements ou conditions plus opérationnelles à remplir pour effectuer la négociation emportant la fonction de confiance dans le dispositif décrit (garantie de bonne fin des transactions de clients) ou pour réaliser les activités de clearing ou de règlement-livraison. Ces précisions vont notamment de pair avec l'élaboration de toutes les dispositions du fonds commun de garantie proposé dans le cadre des réflexions sur l'organisation de marché mais non développée au niveau juridique (cf infra ; Groupe Organisation et exemple tunisien).
- e) Des précisions réglementaires méritent d'être apportées également concernant le **statut d'IOB** sur plusieurs points : 1) obligations de filialisation ou non, qui ont historiquement beaucoup évolué, et impacts sur autorisation d'ouverture de compte en cas de structure autonome distincte de la banque ; ce point a été identifié au cours des travaux mais son traitement reporté ; 2) création d'un statut d'adhérent compensateur du marché, distinct du négociateur (cf infra), en corollaire de la création de la garantie de marché qui emporte des responsabilités nouvelles et exigent de fixer des exigences financières à l'entrée; 3) clarification des règles prudentielles (notamment fonds propres) en cohérence avec le rôle des différentes autorités, ces dispositions nécessitant une coordination étroite entre le régulateur chargé en principe des règles prudentielles générales (Banque d'Algérie) et la COSOB en charge de la définition et supervision de l'ensemble des services en investissements (cf infra).

- f) Le Groupe n'a pas explicitement fait référence aux conditions de réalisation **d'investissements étrangers**, qui dépend d'une réglementation de la Banque d'Algérie. Sans doute convient-il d'examiner plus spécialement la question avec comme perspective de fixer des règles du jeu a priori. Il paraît important d'encourager -dans certaines limites et conditions de transparence- l'investissement international, qui peut utilement soutenir le financement des entreprises locales sans créer de risques significatifs pour les équilibres financiers. De façon plus générale, les transferts de fonds (règlements-livraisons de titres, règlements de coupons,...) et de propriété inhérents au fonctionnement d'un marché physique devraient s'exercer normalement sans entraves administratives injustifiées, à l'entrée comme à la sortie.
- g) S'agissant des propositions issues de la réflexion sur l'encadrement réglementaire, et consistant à retenir une « **approche fondée sur des principes** » plutôt qu'une approche prescriptive détaillée, elles n'ont de portée que si, comme souligné par l'expert, elle s'accompagne d'une « mise en œuvre soignée », « de directives et d'une communication très transparente et accessible » ; une mise à jour très régulière est à prévoir pour tenir compte des retours d'expérience et bonnes pratiques ainsi que de la montée en puissance des activités. Si la méthode présente un avantage certain dans le contexte algérien, la charge s'est trouvée reportée d'autant. L'impact sur le rôle et le dimensionnement de la COSOB devra être pris en compte.

- Travaux du Groupe « Banques et intermédiation boursière » (expert : Mr Georges Broché):

Les objectifs fixés au groupe étaient de fournir un audit de l'organisation actuelle de l'intermédiation bancaire et financière en Algérie en matière de métiers et de traitements ; il s'agissait ensuite de définir une stratégie de développement et d'adaptation des services en investissements au schéma de fonctionnement et d'organisation de marché.

Il est à noter que les produits attendus dans le cadre de la phase de conception ont fait l'objet d'une mise à niveau et d'ajustements en septembre à la demande du Comité de coordination pour répondre aux besoins transverses du chantier. Au total, les demandes ont porté en synthèse sur trois livrables:

- En premier lieu (phase d'évaluation), un audit d'organisation des traitements boursiers, de la chaîne-titres, des contrôles, et du potentiel de

la filière commerciale et technique au sein des Banques et Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) ;

- A partir de la deuxième phase, des propositions en matière de services en investissements : définition et organisation des activités et métiers associés ; statuts et règles liées ;
- Définition et portée d'une stratégie de consolidation de l'activité-titres des banques (en soutien du plan de développement du marché financier).

En réponse à ces demandes, de nombreux documents ou présentations, de format plutôt hétérogène, ont jalonné les travaux du groupe, sans emboîtement ni distinction toujours évidents entre éléments provisoires et éléments plus définitifs et validés, ce qui complique quelque peu leur lisibilité a posteriori :

- Livrable phase évaluation (décembre 2011) : « Rapport de mission sur les prestations de services en investissements en Algérie » ;
- Quatre livrables relevant de la phase de conception, hors rapports intermédiaires très détaillés correspondants aux premières restitutions (juillet-septembre 2012) : 1) « Description des activités offertes par les structures intervenants sur les marchés financiers » (octobre 2012) ; 2) « Structuration des différentes sociétés intervenant sur le marché financier » (novembre 2012) » ; 3) « Métiers de services en investissements du marché financier algérien » (5 décembre 2012) ; 4) « Présentation finale des travaux et propositions de l'expert » (mi décembre 2012).

Il a été acté par le Comité de coordination que l'action de définition d'un partenariat des banques pour consolider leurs activités de services en investissements avait été abandonnée, pour permettre au consultant de se concentrer sur l'organisation interne des établissements.

Evaluation /commentaires :

Les différents types de travaux demandés ont été traités, avec toutefois un niveau d'élaboration inégal selon les propositions et constats. L'analyse descriptive de l'existant en matière d'organisation et les liens entre institutions et métiers a été particulièrement approfondie. En revanche, le plan de structuration des métiers entre banques n'a pu être développé (cf supra).

L'évaluation fait ressortir par ailleurs quelques points de définition de métiers d'investissements restant à éclaircir:

1) L'articulation tout d'abord entre statuts, activités/métiers et accès aux entreprises de marché apparaît incertaine d'application à la lecture des documents;

- La clarification devrait découler de l'explicitation des trois échelons de règles applicables aux intermédiaires de marché : 1) statut général d'établissement de crédit (agrément de base), exerçable sous forme de banque (emportant capacité de recevoir des dépôts clients et d'accès au refinancement Banque Centrale) ou d'entreprise d'investissements (selon activités) ; 2) agrément de marché ou de services en investissements exerçable dans le cadre d'une banque à vocation plus ou moins universelle (cf débats à l'échelle internationale suite à la crise sur la séparation des activités de banque de détail et de marché) ou d'une entreprise d'investissement à part entière (incluant le cas des sociétés de gestion) ; 3) règles d'accès aux entreprises de marché, basées sur l'adhésion aux règlements et contrats édictés par celles-ci en fonction d'exigences particulières en matière de capacité technique, opérationnelle et financière le cas échéant. Ces distinctions de principe n'excluent pas dans le contexte algérien d'appliquer une certaine flexibilité dans la répartition des rôles entre autorités, institutions et entreprises de marché afin de simplifier le schéma autant que possible; elle n'en reste pas moins une étape nécessaire de raisonnement pour éclaircir les choix et responsabilités.

- Cette démarche préalable permet de mieux ajuster les différents niveaux de règles prudentielles (dont il est bien question dans les travaux du groupe mais avec quelques imprécisions): 1) règles prudentielles de solvabilité ou de fonds propres (capital minimum et fonds propres proportionnels aux risques quotidiens, toutes activités confondues mais incluant les risques spécifiques liés aux marchés OTC et organisés, avec l'ajout récent du risque vis-à-vis des Chambres de compensation agissant comme contrepartie centrale ou « CCP ») ; 2) règles prudentielles d'accès aux marchés ou de prestataires en services d'investissement adaptés au métier et capacités exercées dans le cadre de l'agrément délivré par l'autorité de marché (déontologie, respect de capacité de moyens, fonds propres spécifiques le cas échéant) ; 3) règles de fonctionnement de marché ou de post-marché (selon cahier des charges opérationnel ou technique fixé dans les règlements concernés annexés au contrat d'adhésion) ; des normes plus précises peuvent aussi être prévues à ce niveau notamment concernant l'adhésion au marché ou à une CCP dont la qualification est devenue déterminante pour les acteurs internationaux.

2) La définition des métiers de la chaîne Titres.

- Dans le droit fil des précisions précédentes, le rapport reste imprécis quant à la définition du statut de « conservateur ». Par rapport à la situation algérienne actuelle, l'expert évoque à juste titre dans certaines parties de ses documents une définition plus extensive, incluant une fonction complémentaire de bonne fin de règlement-livraison (en plus de la tenue de compte de « stock »), mais l'analyse

des conséquences statutaires n'a pas été produite. Il conviendrait de distinguer plus explicitement une fonction de tenue de compte de « flux » (entre la négociation/front et la fonction de back office/ conservateur, teneur de compte de « stock ») et compléter en conséquence la gamme des agréments : agrément de négociateur (accès au système de négociation), agrément de teneur de compte de « flux » représenté par l'entité gestionnaire du règlement-livraison et responsable de la bonne fin de l'opération vis-à-vis des contreparties (fonction de compensateur s'il existe une Chambre de compensation agissant comme contrepartie centrale) et agrément de conserveur/teneur de compte-titres (« stock »), garant de la conservation et comptabilisation des titres (notion de « Banque centrale du Titre », Algérie clearing), en lien avec partie espèces (Banque d'Algérie). Au travers de cette distinction, il devient possible d'assurer une meilleure homogénéité des intermédiaires chargés de la garantie (renforcement de la sécurité) tout en assurant potentiellement une plus grande souplesse d'accès à la négociation de marché pour des structures (courtiers,..) de surface financière limitée.

- Au niveau de la définition générique plus globale des métiers, il importe par ailleurs de préciser le positionnement des fonctions de middle-office par rapport aux filières de risques, de contrôles et de conformité ; le 'middle' exerce certes des contrôles ou d'évaluation de risques, mais seulement dans le cadre de la filière métier de marché à la différence des risques ou de la conformité qui se rattache aux filières générales « risques » et « contrôles » indépendantes des métiers conformément aux normes internationales. Ces aspects de séparation de métiers ont été encore renforcés récemment au niveau du « paquet » législatif européen « dit CRD IV » sur les règles de fonctionnement des banques et entreprises d'investissements publié officiellement en juillet dernier par le BRI/ Comité de Bâle.

3) Le dimensionnement des métiers de services en investissements.

Les besoins d'effectifs supplémentaires liée à l'expansion programmée du marché financier reprend bien les hypothèses de volumétrie du projet ; pour autant les projections reposent sur une méthodologie simplifiée, notamment en matière de post-marché ou de fonctions transverses comme les risques ; les seuls critères quantitatifs de nombre d'opérations ne permettent de faire qu'une estimation très approximative (ne serait-ce que pour saisir quelques économies d'échelle et de structure) même s'ils ont l'intérêt de fournir quelques ordres de grandeur. Il serait opportun que les estimations puissent être affinées en même que l'évaluation plus précise du potentiel de marché et des impacts du schéma définitif d'organisation en phase de mise en œuvre. Cette réévaluation constitue

une opportunité pour poursuivre la réflexion sur la stratégie d'adaptation des activités titres et la logistique à prévoir. Elle relève toutefois plus directement de l'initiative de chacun des intermédiaires.

Deux remarques plus ponctuelles sont à signaler :

- En matière de déontologie des acteurs de marché, la question des modalités de détermination de la rémunération variable est devenue très prégnante depuis la crise et fait l'objet de normes internationales (cf normes CRD IV par exemple) ; cet aspect mérite d'être pris en compte dans la rédaction des règles de services en investissements (élément de prévention des conflits d'intérêts plus globalement).
- Dans les éléments de constat, il est signalé un risque d'incertitude potentielle sur la date de transfert de propriété des valeurs mobilières; si une clarification légale devait s'avérer nécessaire, il serait opportun de profiter de la nouvelle loi pour opérer la clarification nécessaire, en lien avec la question de l'irrévocabilité des règlements-livraisons (cf absence de mécanisme DVP- Delivery Versus Payment - à Algérie Clearing).
- Travaux du Groupe « Développement du marché et consolidation des infrastructures » (experts : Yann Christin-1ère phase ; Xavier Leroy- 2nd phase)

Les missions du Groupe ressortent très directement des objectifs assignés dans les termes de référence :

- Evaluer à la fois l'organisation actuelle du fonctionnement de la Bourse et autres aspects du marché financier, l'environnement de la Bourse (relations émetteurs, IOB, investisseurs) ainsi que les procédures de cotation, intermédiation et règlement-livraison ;
- Spécifier les besoins du marché et capacités de développement (Business model);
- A partir de la deuxième phase, proposer de nouvelles conditions d'introduction, de négociation et animation de marché, de règlement-livraison et tenue de comptes, et de compensation pour tous les produits financiers ;
- Etudier l'opportunité et faisabilité de construction d'une CCP ou registre central (modèle général d'organisation) ;
- Identifier les interfaces du modèle avec toutes les parties prenantes ;

- Proposer un nouveau cadre de gouvernance de nouvelles procédures applicables aux entreprises de marché (incluant aspects tarifaires).

Ce groupe avait vocation à être ainsi le pivot de la définition du schéma-cible (modèle fonctionnel), et du business model en lien avec le Groupe précédent.

Le bilan effectué en fin de première étape a entraîné un choix d'expert différent pour la seconde phase de conception et propositions. Ce changement entériné selon les procédures du projet au niveau du Comité de Pilotage a été motivé par l'absence de véritable analyse des besoins de marché. En même temps, la méthode d'évaluation du potentiel de marché a été réajusté pour tenir compte d'une approche nouvelle jugée plus adaptée au contexte (cf infra).

Evaluation/commentaires

Les documents produits à l'issue de la seconde phase ont permis de livrer un dossier complet répondant aux nouveaux objectifs :

- évaluation du potentiel de marché des capitaux algérien;
- étude de l'opportunité de mise en place d'une Chambre de compensation (CCP) et d'un Registre central (post marché) ;
- propositions détaillées sur le modèle de fonctionnement et d'organisation des entreprises de marché dans le contexte algérien, avec quelques points spécifiques sur le statut de la COSOB et la création d'un fonds d'indemnisation de la clientèle.

Les propositions s'appuient sur des analyses et un argumentaire très pédagogiques, laissant néanmoins ouvertes certaines options stratégiques dans l'organisation des traitements boursiers ou de règlement- livraison.

Les commentaires résultant de l'évaluation portent sur deux aspects :

a) Le premier concerne la méthode d'évaluation du potentiel de marché jugée prudente

Entre la méthode initialement prévue (document de référence) consistant à identifier un gisement précis d'entreprises ou d'institutions susceptibles d'être cotées (privatisation de banques ou entreprises à vocation industrielle, PME familiales ou en stratégie de croissance,..), et une approche plus théorique consistant à modéliser ce potentiel par une analyse de tous les déterminants économiques (pondérés en fonction des spécificités locales, comme l'accès au financement bancaire, le poids de l'Etat,...), il est apparu judicieux de retenir une approche plus empirique consistant à évaluer la « taille critique » de marché en fonction d'un rapport entre capitalisation et PIB. Cette approche standard se justifie en effet dans un contexte où l'étroitesse de la base de départ ne permet

pas d'imaginer une croissance naturelle sans fixation d'objectifs ou de repères volontaristes pour les acteurs de la Place financière.

Cette appréciation est toutefois à pondérer selon le degré d'engagement que traduit la fixation des hypothèses d'évaluation des volumes de transactions (base des business plan des entreprises de marché et intermédiaires) ; les hypothèses de ratio de capitalisation retenu - limité à 5 % -, et de volatilité/ turn-over -fixés par référence à des marchés moyennement actifs (Kazakhstan, Tunisie,...)- et celle relative à la montée en charge (linéaire) expriment un consensus très prudent, cherchant à éviter le piège d'évaluations excessives au départ. L'inconvénient est que ces objectifs modérés, presque trop réduits au regard du potentiel réel, puissent avoir pour effet de réduire l'effet incitatif pour les acteurs (l'atteinte de seuils de rentabilité conditionne l'engagement à investir).

Cette remarque s'appuie aussi sur le fait qu'au vu de la situation d'aujourd'hui, les investissements à réaliser en matière d'infrastructures pour assurer un niveau de standardisation minimal acceptable par la communauté internationale restent importants et logiquement plus concentrés en début de période. En même temps, ils ne semblent pas hors de portée financièrement d'un pays comme l'Algérie au regard de sa taille économique et de l'effort à prévoir en tout état de cause pour assurer le 'saut qualitatif' souhaité par le Gouvernement (cf supra).

Le choix de volumétrie comme la stratégie d'identification des entreprises concernées par une mise sur le marché apparaissent déterminants, dans ces conditions, pour la crédibilité du projet au début de la mise en œuvre. Ces actions ont été priorisées en conséquence dans la synthèse du projet.

b) Le second concerne le choix d'options fonctionnelles relatives au traitement et à l'organisation du post-marché (règlement-livraison et tenue de compte).

Sur ce point, deux études ont judicieusement été menées :

- La première étude concerne la **mise en place éventuelle d'une Chambre de compensation** de type Contrepartie centrale (CCP) entraînant la novation des contrats ; elle conclut en n'excluant pas cette piste mais justifie son report par la faiblesse des volumes. Sa réalisation est ainsi reportée dans le temps (sans autre précision), en parallèle de la création d'un marché de dérivés.

Ce choix, empreint de prudence et de réalisme, n'est pas critiquable en soi ; il paraîtrait toutefois souhaitable d'approfondir la solution présentée comme alternative et consistant à mettre en place une simple garantie de marché, à

l'instar de la solution en vigueur en Tunisie dont l'expert s'est inspiré. Il est rappelé qu'une compensation multilatérale, comme évoqué au cours des travaux, est devenu un standard des marchés organisés d'actions non seulement pour améliorer la gestion du risque (et corrélativement réduire la charge financière en fonds propres des intervenants) mais aussi par contrainte imposée d'un marché dirigé par les ordres, assorti de l'anonymat des transactions. Sur un marché au comptant, sa mise en place tend à se généraliser même dans les économies comparables et n'est pas obligatoirement beaucoup plus complexe que la solution envisagée dès lors que la garantie entre intermédiaires oblige en tout état de cause à calculer des positions nettes pour déterminer les couvertures centralisées. La principale contrainte sur le marché algérien est semble-t-il liée au maintien d'un dénouement ligne à ligne, quelque peu contradictoire avec l'assiette du risque d'exposition ?

L'exploitation opérationnelle des réponses à la demande d'information internationale lancée en 2012 (RFI ; cf infra), qui contient des questions sur les fonctionnalités de clearing, peut apporter des informations utiles sur le chiffrage et échéancier de mise en place de solutions plus conformes dans le temps aux normes internationales (normes CPSS/IOSCO 2012).

L'instauration d'une garantie de marché est prioritairement à coupler avec l'amélioration des dispositifs de dénouement dont certaines imperfections n'apparaissent pas avoir été mises en évidence : absence d'un véritable mécanisme « DVP » (simultanéité de l'échange titre contre espèces) et contrôle automatique de provision espèces entre Algérie clearing et la Banque d'Algérie aux dires des représentants du dépositaire.

- La deuxième étude concerne la mise en place d'un **Registre central** qui est tout aussi fondamentale pour l'efficacité et le respect des normes. Dans ce domaine, un important travail d'explication et de présentation a été conduit dans le cadre du Projet pour être arbitré par la Place. L'orientation du rapport consistant à privilégier la mise en place d'un Back office central plutôt qu'un Registre centralisé basé sur une généralisation d'un régime de titres nominatif. Cette orientation permettrait une mutualisation de l'investissement en attendant que les intermédiaires compte tenu des déficiences actuelles. La faisabilité elle-même, le cahier des charges et conditions de prise en charge entre les acteurs (Algérie clearing et intermédiaires teneur de comptes Titres) étaient encore à préciser au moment du rapport. Au vu des entretiens, il semble cette piste (recommandation) n'ait pas été suivie d'effet, les banques préférant choisir une solution propre à leur contexte. Si tel devait être le cas il conviendrait de s'en assurer en subordonnant les agréments à cette mise à niveau.

- Travaux du Groupe « Systèmes » (expert : Eric Pezet)

Ce Groupe avait pour missions d'évaluer les systèmes existants de la Bourse (SGCB, Algérie Clearing), de la COSOB et du marché de taux obligataire (étude des logiciels de négociation, surveillance du marché, règlement-livraison, et du dépositaire) et leurs relations avec les intermédiaires, et de préparer un cahier des charges des principales fonctionnalités après avoir réalisé une comparaison avec d'autres marchés.

Les livrables correspondent aux besoins exprimés et ont bien tenu compte des réflexions issues des Groupes « Banques, IOB » et « Organisation de marché » :

- Evaluation des systèmes existants (décembre 2011) ;
- Cahier des charges relatif à la consultation internationale RFI (novembre 2012) ;
- Proposition de schéma directeur d'organisation technique (janvier 2013).

Les travaux ont ainsi permis de dresser une cartographie des différentes composantes fonctionnelles attachées au modèle souhaité et de soumettre dans le cadre d'une demande d'information internationale (RFI) lancée le 6 août 2012 un cahier des charges aussi précis que possible des besoins (bâti autour de 12 modules) sachant qu'à la date de son élaboration tous les choix fonctionnels n'avaient pu être définitivement instruits et/ou validés. L'intérêt dans ce contexte de la consultation était de conserver la souplesse nécessaire pour s'adapter à ces choix qui pourront eux-mêmes tenir compte des solutions intégrées aux systèmes proposés et dont la reprise totale ou partielle offre l'avantage du standard et de l'optimisation des coûts. On notera d'ailleurs le nombre important de retours avec 8 sociétés soumissionnaires, dont 7 ont été invitées à venir présenter leurs solutions à Alger (sessions déroulées entre 12 novembre et 4 décembre 2012).

La forme, très claire et rigoureuse, comme le contenu du dossier sont conformes au degré d'exigence professionnelle requis par dans le contrat. Elle n'appelle donc pas de remarque particulière : les quelques options en suspens (comme le Registre central) ou l'état plus général d'avancement du document (situé au niveau d'un cahier des charges fonctionnel avant donc celui de spécifications détaillées) est en ligne avec le niveau d'élaboration général du projet et de la réflexion collective.

Le calendrier et modalités de mise en œuvre (avec deux composantes : systèmes des entreprises de marché ; systèmes propres aux intermédiaires)

présentée dans le dossier devront être réévalués une fois précisées toutes les options définitives du projet au début de la phase d'adaptation technique des systèmes (nécessairement coordonnée entre tous les acteurs).

- Travaux du groupe « Communication et formation » (expert : Lara Alameddine) :

L'expert en stratégie de communication financière, institutionnelle et promotionnelle mandaté en 2012 (mandat expirant en octobre non renouvelé) devait fournir trois principaux livrables :

- Création d'un support pédagogique destiné à former les professionnels des métiers ;
- Création d'un programme de formation aux activités de marché financier dans l'enseignement supérieur algérien, ainsi qu'un programme spécialisé d'analyste financier;
- Cahier des charges en vue de créer un site standard boursier de référence et mise en place d'un plan marketing.

Le Comité de coordination a, en revanche, décidé de confier l'élaboration du plan de communication envisagé dans le cadre ou en prolongement de cette mission à un cabinet plus spécialisé et de le reporter en conséquence sur 2013.

Evaluation/commentaires :

Les « livrables » fournis ont couvert plus précisément les domaines suivants :

- Un 'fascicule de certification' destiné aux professionnels de la place financière afin notamment de réguler les connaissances du personnel en place ;
- Formalisation d'une stratégie de formation au niveau de l'enseignement supérieur en Algérie ;
- Rédaction d'un cahier des charges en vue de la construction d'un site internet boursier de référence ainsi que la mise en place d'un plan marketing afin de promouvoir le marché financier algérien.

On notera également que le programme de formation présenté a inclus une approche de partenariat avec la SFAF, école spécialisée en France dans la formation d'analystes financiers, dont le besoin apparaît en effet crucial en accompagnement du développement du marché.

Ce faisant, l'expert a traité les thèmes demandés et présenté des livrables très documentés et clairs, pouvant servir effectivement de base pour la poursuite plus concrète des préoccupations abordées.

Certains aspects mériteront toutefois d'être précisés ou complétés en phase plus opérationnelle :

- En termes de **formation**, la recommandation principale est de s'inspirer des pratiques internationales consistant à certifier le résultat de formations adaptées au profil des métiers plus ou moins spécialisés. Cette piste n'appelle pas de remarque mais il conviendra de voir dans quelle mesure cette formule s'articule avec celle consistant par exemple à tester ou valider des connaissances professionnelles de terrain plus aptes à cerner la déontologie de certains métiers ou leur degré de spécialisation opérationnelle (cf pratique de cartes professionnelles en France), point qui ne ressort pas vraiment des présentations. Bien entendu le programme plus précis des connaissances requises par ces métiers plus spécifiques devra être élaboré le moment venu. Seul le fascicule général est joint aux propositions, ce qui s'explique par l'ampleur de la tâche. A noter aussi dans les formations (ou accréditations) spécialisées devraient figurer celles liées à l'exercice de responsabilités au sein de back-office et teneur de compte, sachant que la formation aux risques ou aux contrôles requiert, en revanche, plus de transversalité.
- Le projet de **site internet** répond bien entendu à un besoin ; il est observé que tel que présenté, le projet est ambitieux en visant toutes les cibles à la fois. La question d'une répartition des rôles selon les missions et objectifs propres à chaque institution ou entreprise de marché n'est pas évoquée. Il ne paraîtrait logique d'envisager une répartition des rôles plutôt qu'avoir nécessairement sur le même site tout ce qui relève à la fois de l'information économique et financière générale, celle liée aux activités plus commerciales des entreprises de marché, et enfin celle du régulateur plus axée a priori sur l'actualité réglementaire et les questions relatives à la prévention des risques ou la protection des actionnaires ou utilisateurs. Les modalités d'exploitation permanente et de prise en charge du site (commun) ne sont d'ailleurs pas expliquées.
- En outre, les réponses apportées à la demande d'un **plan marketing** pour la promotion du marché sont plutôt restreintes et réduites principalement à la création du site (cf report suite au non renouvellement du mandat).

c) Appréciation de la conformité de la gouvernance de projet aux objectifs

L'appréciation a cherché à mesurer deux objectifs :

- Respect des objectifs de gouvernance et de projet ;
- Respect des contraintes administratives et budgétaires.

L'évaluation n'a pas fait ressortir de remarques particulières et a pu s'assurer de la conformité des processus sur ces deux points aux termes de références (cf infra):

- La création en seconde phase du projet du Comité de coordination, sous la houlette du DNP aidé du Coordinateur, a notamment permis d'assurer et de renforcer la maîtrise et cohérence transverses des travaux entre les différents Groupes de travail, et leur bonne articulation avec le Comité de Pilotage. Les réunions régulières, en présence de toutes les parties prenantes, ont donné lieu à des comptes-rendus et à un suivi très formalisés.
- Le budget lui-même a fait l'objet d'un suivi documenté auprès des instances. Un point de situation a été soumis Comité de Pilotage du 11 février 2013 présentant la situation financière suivante :

		DEPENSES		BUDGET PRODOC	
par bailleur de fonds	Bailleurs	Total (\$US)	En \$US		
		PNUD	359 436	360 000	
		Gouvernement	966 541	978 210	
		Total général	1 325 977	1 338 210	
par activités	Activité	Total (\$US)	En \$US		
		ACTIVITE1	247 727	267 200	
		ACTIVITE2	281 002	234 300	
		ACTIVITE3	266 433	252 800	
		ACTIVITE4	222 118	212 800	
		ACTIVITE5	116 150	223 300	
		ACTIVITE6	192 548	147 810	
		Total général	1 325 977	1 338 210	

Il en ressort un niveau de dépenses global au 31 décembre 2012 de 1.271.963 USD, à comparer au budget prévu de 1.367.557 USD (GMT inclus, soit un taux de consommation de 93%) correspondant à 1.338.210 hors GMT.

Le Comité a validé l'utilisation du reliquat 2013 à hauteur de 71.893 USD :

- organisation d'un séminaire PME / Emissions : 33.000
- achat matériel/support de formation : 3.000
- audit évaluation et frais divers de projet : 35.893

Au moment de l'évaluation (au 06 septembre 2013), les états détaillés fournis par le Responsable PNUD du projet faisaient apparaître un total de dépenses - coûts directs - de 1.325.977 USD, soit un reliquat créditeur de 12.233 USD.

d) Appréciation du degré d'appropriation du projet par les diverses parties prenantes, bénéficiaires ou participants :

Ce degré d'appropriation a été mesuré au regard des critères suivants :

- Implication effective des parties prenantes ou bénéficiaires dans le projet au travers du fonctionnement de la gouvernance, de l'analyse des documents (PV, restitutions,..) relatant les discussions, échanges et décisions prises dans le cadre des instances, et des indications fournies lors des entretiens menés au moment de la mission;
- Appréciation de l'adéquation des propositions au regard des intérêts en jeu (analyse des éléments détaillés de dossier et appréciation de la portée des mesures au regard des objectifs attendus par les diverses parties prenantes) ; quels liens entre implication et plan d'actions (incidences éventuelles sur l'efficacité des recommandations du plan d'actions) ?
- Degré de prise en compte et de soutien des résultats du projet (plan d'actions), appréhendé à partir des sensibilités exprimées ou suites données au plan d'actions depuis le début de mise en œuvre au second trimestre 2013 (source : articles, interviews, mesures prises) ;
- Degré d'appropriation de la démarche participative du projet au niveau national.

Il en ressort un niveau d'appropriation très satisfaisant des parties prenantes concernées grâce notamment à une bonne implication dans l'organisation de projet, qu'il s'agisse des autorités gouvernementales, des institutions ou entreprises de marché, des investisseurs et représentants de l'intermédiation. Seulement deux à trois interlocuteurs (émetteurs ou intermédiaires) ont été amenés à formuler, lors des entretiens d'évaluation, une remarque sur ce point : il s'agissait toutefois d'exprimer un besoin de plus large information sur les travaux réalisés (travaux juridiques notamment ou travaux plus

récents) sans que cela ne remette en cause le jugement très favorable d'ensemble.

La Coordination fait état d'une implication très large, avec jusque 150 intervenants recensés dans les groupes de travail et autres Comités techniques (5 rassemblements intermédiaires ou finaux). De même la fréquentation et la nature des échanges du Comité de Coordination, qui a servi de plate-forme de concertation à partir de 2012, atteste de la qualité de la démarche participative.

Cette concertation a permis d'établir ainsi un vrai processus d'appropriation nationale du projet et un bon niveau de consensus sur le besoin et les principales orientations de la modernisation de marché. Les discussions amont ont contribué à limiter les débats de fond au niveau des instances décisionnelles. Deux réunions seulement du Comité de Pilotage ont été nécessaires pour valider les propositions et entériner à la fois les recommandations et le calendrier. De même, il n'a pas jugé utile de réunir la « Réunion Tripartite » présentée dans le Document de Référence comme l'instance supérieure de décision ou d'arbitrage.

Dans ce contexte, il apparaît aujourd'hui hautement souhaitable de profiter du lancement de la nouvelle phase de mise en œuvre pour marquer l'appropriation de l'ensemble du dispositif par la communauté nationale au travers d'une communication émanant des plus hautes autorités et officialisant l'ensemble des décisions prises après l'élaboration des recommandations.

Cette (courte) phase d'ajustement ou de clarification en ouverture de la phase de mise en œuvre permettrait de préciser la stratégie de gestion du changement (entre situation actuelle et situation cible), enjeu fondamental du projet au stade actuel, et les tâches attendues de la part de chaque partie ou composante du projet. Il s'agit en effet de préciser les modalités de la transition et de passer d'un catalogue de mesures ou de recommandations résultant des études conduites avec l'aide de l'expertise externe, à un stade plus opérationnel et local d'application, fondée sur des hypothèses (activité, organisation) définitivement partagées et actualisées.

Ce travail complémentaire doit permettre de répondre à plusieurs objectifs :

- trancher entre les différentes options restées ouvertes au niveau des travaux, dans les domaines juridique, fonctionnel et technique ; à cette occasion, certains approfondissements sont à prévoir (cf remarques de l'évaluation sur le statut des textes sur appel public à l'épargne, la solution

de garantie de marché, la proposition de back office de Place, les différents niveaux de règles prudentielles pour les entreprises d'investissements et définitions de la tenue de compte,..) ;

- faire partager les priorités opérationnelles et modalités de coordination, en prenant soin de responsabiliser très clairement chacun des acteurs sous forme de feuilles de route individualisées par entité concernée et d'inclure toutes les composantes utiles, notamment celles ayant déjà une expertise financière et/ou internationale ;
- lever le défaut de crédibilité générale exprimé par la plupart des parties interrogées en matière de privatisations et de mise sur le marché (annonce à plusieurs reprises de listes de privatisation restée non officielle et sans suite jusqu'ici) en explicitant certaines hypothèses de montée en charge; en déduire des évaluations financières d'investissements et de rentabilité plus précises au niveau des acteurs concernés (business plan) et les modalités de financement de la modernisation des infrastructures (cf infra). Sur ce plan, certains défauts d'approfondissement ou de décision ont pu conduire à sous-estimer les coûts d'adaptation, même en recherchant le plus grand pragmatisme.

Par construction, la phase de mise en œuvre devrait mobiliser différemment les différents acteurs, bénéficiaires ou parties prenantes, par exemple :

- les travaux juridiques ou de définition statutaire des métiers impliquent un partage de responsabilités évitant des chevauchements possibles, et s'appuyant sur une concertation très étroite entre les différentes autorités : Gouvernement, Banque d'Algérie, et la COSOB, responsable principal du contrôle et de la surveillance des activités de marché et services en investissements (cf délégation proposée); la définition des textes doit également associer plus nettement les personnes possédant une expertise financière localement.
- les entreprises de marché doivent être plus autonomes dans le même temps pour mener à bien la modernisation des infrastructures et le développement commercial des activités en lien direct avec les banques et autres acteurs de marché, ce qui implique une clarification de leurs moyens et objectifs de management.

e) Appréciation de la « durabilité » du plan d'actions ; degré de mise en œuvre

La durabilité a été appréciée au travers de plusieurs critères:

- Caractère plus ou moins opérationnel des recommandations ;

- Mesure à date du degré de mise en oeuvre par rapport aux recommandations ;
- Capacité opérationnelle et financière des opérateurs concernés à prendre en charge la réalisation des mesures;
- Degré de soutien des autorités nationales et prise en compte dans les plans nationaux.

La qualification opérationnelle des recommandations paraît globalement normale à ce stade ; elle varie cependant d'une mesure à l'autre selon leur degré de réflexion préalable et conditions de prise en charge réelle, certaines mesures ayant plus eu jusqu'ici un caractère d'annonce et/ou n'ayant pas fait l'objet d'une attribution de responsabilité claire; leur application nécessitera en tout état de cause dans beaucoup de cas une étape complémentaire d'approfondissement, ce qui s'explique par l'importance du 'gap fonctionnel' de départ et le besoin de marquer des étapes de progrès. La difficulté du plan d'adaptation sera, en outre, de définir avec précision les liens de dépendance entre les actions et la synchronisation du calendrier entre intervenants.

Force est de constater que depuis la finalisation de la synthèse, des avancées significatives ont pu être réalisées, principalement sous l'égide de la COSOB, mais sans suivre l'approche globale qui avait prévalu durant la phase précédente:

- Organisation d'un séminaire de formation et de communication sur le compartiment PME ;
- Mise en place d'un dispositif de certification professionnelle (15 modules), avec choix de l'IEDF comme support ;
- Accord de partenariat pour mettre en place d'une formation d'analystes financiers après adhésion de l'ABEF à l'organisme suisse délivrant le CIIA ('Certified International Investment analyst') ;
- Propositions de modèles de programmes pour les formations de métiers de marché et mise au point de cartes professionnelles de négociateurs entre le COSOB et la Bourse (examen)
- Séminaire sur les avantages de l'introduction (25 avril 2013), en présence du Ministre des Finances, M. Karim Djoudi, et du Gouverneur de la Banque d'Algérie, M. Mohammed Laksaci ;
- Finalisation en cours de trois guides d'information (investissement en bourse, introductions, acteurs du marché) ;
- Début de refonte du site internet COSOB ; projet distinct du côté SGBV ;
- Constitution en cours de l'Association de Place (réunissant notamment entreprises, intermédiaires et entreprises de marché) ;

- Actions ponctuelles de préparation des IOB à la modernisation du marché et à son élargissement.

Les travaux du prochain plan national à mettre en œuvre à l'issue du programme en cours et dont la préparation a fait l'objet d'une communication gouvernementale fin 2012, confirme la priorité accordée à la création d'un marché financier et à l'action à mener en direction plus spécialement des PME. Le Ministre des Finances s'est lui-même exprimé récemment, à l'occasion notamment du séminaire COSOB sur les introductions, en faveur du marché et « exhorté les entreprises à y recourir ». A cette occasion il a annoncé que, « suite aux instructions du Premier Ministre, une opération d'identification de plusieurs entreprises publiques éligibles à une introduction en bourse a été lancée, et devait être présentée en Conseil de Participation de l'Etat (CPE) ». Aucune communication ni précision officielle n'a toutefois encore été fournie à ce stade.

De plus, les travaux juridiques (élaboration du projet de loi, aspects institutionnels, ...) et de modernisation de systèmes en particulier semblent ne pas avoir progressé récemment de même que d'autres tâches prioritaires d'accompagnement (animation de marché, plan de communication faute de moyens financiers) ; sur le plan 'systèmes', le financement des investissements (au moins 10 millions USD) n'a pas été clarifié et les choix de partenaires en suspens. Des contacts ont été initiés par le Ministère des Finances avec un prestataire de marché espagnol (rajouté à la liste des prestataires consultés au titre du processus RFI) afin d'acquérir une plate-forme pour les valeurs ou obligations du Trésor, avec extension possible au système de négociation actions. D'autres contacts à l'étranger ont été établis par ailleurs à l'occasion de missions d'études effectués dans le cadre du projet (Istanbul fin 2011, Casablanca en novembre 2012 et Europlace/Paris en juin 2013, avec qui un partenariat a été annoncé.

Par ailleurs, la réalisation d'un Back Office de Place n'est plus considérée comme d'actualité du côté des responsables d'Algérie clearing, alors que la coordination avait diagnostiqué un besoin.

f) Leçons apprises & conclusions

Malgré ce contexte où le plan d'actions tarde à se concrétiser globalement, les parties prenantes affichent toujours leur mobilisation, preuve que la « phase I » a largement réussi à crédibiliser la démarche.

L'approche normative consistant à créer une structure participative de Place, menée avec tact et professionnalisme, a incontestablement eu des résultats positifs sur la mobilisation et l'appropriation de projet. A peu près complète et surtout bien coordonnée, elle a atteint un bon niveau de sensibilisation des acteurs et confirmé que la réforme était nécessaire et utile pour l'avenir du pays face aux difficultés actuelles et surtout prévisibles. Elle a créé en contrepartie une situation d'attente vis-à-vis de la suite du projet.

La Place partage l'idée que le potentiel de développement à l'échelle de l'économie du pays est important (il aurait pu en effet être encore mieux valorisé au cours des travaux) et que les difficultés du marché ne sont pas dues potentiellement ni à problème d'offre ni à un problème de demande. De plus, sur le plan technique, toutes les thématiques principales ont été identifiées au sein du projet ; les quelques besoins complémentaires d'expertise identifiés dans le cadre de l'évaluation pour finaliser les travaux ou études ne remettent pas en cause ce jugement global. L'ampleur des adaptations du dispositif de place ne paraît pas sous-estimée, sauf peut-être du côté Back office.

La crédibilisation définitive de la réforme est ainsi plus que jamais suspendue à la concrétisation de l'ensemble des actions. Malgré une Gouvernance formelle, les engagements en termes de mise en oeuvre proprement dite n'ont pas encore à ce stade été complètement formalisés et surtout endossés ou pris en charge par les principales parties concernées.

Force est certes de souligner toute la complexité, dans le contexte algérien, d'un projet aux multiples interactions, expression et symbole d'un changement majeur d'orientation de l'économie nationale, où toutes les conditions de gestion du changement doivent être réunies à la fois : diffusion d'une culture financière à tous niveaux, alimentation du marché, clarification des règles du jeu et financement des investissements systèmes.

Un des principaux enjeux reste néanmoins celui de la Gouvernance et de la planification. Dans ce contexte, la préconisation pour la phase suivante est de poursuivre l'approche normative sous forme d'un chantier de Place animé par un responsable très haut niveau, bénéficiant d'un appui interministériel, et pouvant s'appuyer sur une équipe opérationnelle projet dédiée. Cette préconisation s'applique tout particulièrement à la première étape de la phase de mise en oeuvre qui devra s'attacher dans un délai très restreint à finaliser les cahiers des charges détaillés (levée des options laissées ouvertes,...), les 'business plan' (compléter l'analyse économique, les règles financières d'investissement et de fonctionnement) et l'établissement des 'feuilles de route' (liste d'actions et calendrier par domaine de responsabilité). Le projet

gagnerait sans doute aussi en efficacité à rechercher, plus qu'il ne l'a fait encore, des synergies avec des solutions existantes ou expériences étrangères.

IV- En synthèse : propositions de liste d'actions prioritaires ressortant de l'évaluation (analyse dossier et entretiens)

- 1) Clarifier les méthodes et le programme de mise sur le marché, en respectant toutes les normes d'ingénierie financière et permettant d'atteindre rapidement la taille critique:
 - o Clarification du programme et des procédures de mise sur le marché, prévoyant en amont du processus une préparation financière complète (recours à ingénierie experte) au niveau micro et macro-économique: structuration de la courbe des taux, conditions et prix d'émissions (analyse financière).
 - o Accompagnement du management avec formation à la communication financière et au respect des règles d'information. Formaliser et diffuser les règles de bonne gouvernance financière (plan spécial s'appuyant sur relais d'instances représentatives des entreprises)
 - o Préparation à l'avance d'un programme d'investissements avec les investisseurs institutionnels et libéralisation des règles d'investissement pour favoriser la diversité d'intervenants, garants de la liquidité dans la durée du marché.
 - o Organisation d'une vraie tenue de marché post-introduction en lien avec intermédiaires spécialisés ; adaptation des règles de marges de fluctuation de marché à de nouveaux émetteurs.
 - o Associer et responsabiliser l'entreprise de marché SGCV dans la consolidation d'une démarche commerciale vis-à-vis de nouveaux émetteurs (notamment privés) en lien avec l' « écosystème » (conseils spécialisés, banques, fonds d'investissement, ..).
 - o Révision des plans de développement (business plan) à prévoir au niveau des acteurs, en fonction des hypothèses actualisées de montée en charge.

- 2) Créer un environnement légal/réglementaire ouvert et sécurisant à partir du canevas juridique et la constitution d'un bloc dédié de dispositions relatives aux opérations d'appel public à l'épargne, avec délégation spéciale donnée à la COSOB :
 - o Préparation dans les meilleurs délais d'un projet de loi basé sur les recommandations du canevas juridique, rendant prioritairement opposable les dispositions relatives à l'appel public à l'épargne, tout en identifiant les impacts sur les textes fondamentaux connexes au

marché de capitaux (droit de propriété, Code de commerce, investissement étranger, instruments dérivés...)

- Conférer en priorité également une délégation à la COSOB, dont le Règlement pourrait reprendre sans trop de difficultés ou d'ajustements les dispositions du canevas, avec l'aide d'un expert juridique national.
 - Clarifier à cette occasion les dispositions prudentielles relatives aux entreprises d'investissements et IOB dans le respect du rôle respectif de chaque autorité.
 - Préciser les règles du jeu de l'investissement (investisseurs institutionnels, étrangers, ..) au travers de textes et procédures opposables aux intermédiaires et investisseurs, en y incorporant en contrepartie les engagements des 'autorités à respecter notamment des délais normaux d'agrément (validation d'opérations ou autorisations d'activité).
 - Revoir le dimensionnement de la COSOB et des entreprises de marché en fonction des nouveaux besoins d'expertise, volumétrie de marché et renforcement des prérogatives.
- 3) Prolonger la mobilisation de Place en officialisant le programme et le maintien d'une coordination de projet avec une planification pluriannuelle complète, et des feuilles de route individualisées par entité responsable
- Proposition d'une Charte actualisée décrivant l'organisation de projet par domaine et intervenant, et formalisant les engagements des différentes parties ; prévoir à cette occasion la Gouvernance du projet (à rattacher en principe à une structure et un responsable doté de pouvoirs suffisants pour agir au niveau interministériel, directement ou via délégation claire).
 - Réunion de relance du projet avec présence interministérielle au plus haut niveau, et mise au point d'un plan de communication adapté.
 - Officialiser les plans d'actions retenues et établir une planification générale de la mise en place des principales mesures (avec feuilles de route individualisées) tout en respectant l'autonomie et la responsabilité des intermédiaires et entreprises concernés.
 - Principaux domaines à couvrir soumis à concertation: cadre juridique, gouvernance financière, modernisation des infrastructures communes (négociation, compensation et garantie de marché, règlement et livraison, collecte et diffusion d'informations financières) ; nouveaux produits financiers et épargne grand public (OPCVM, OPCR) ; règles d'investissements (investisseurs

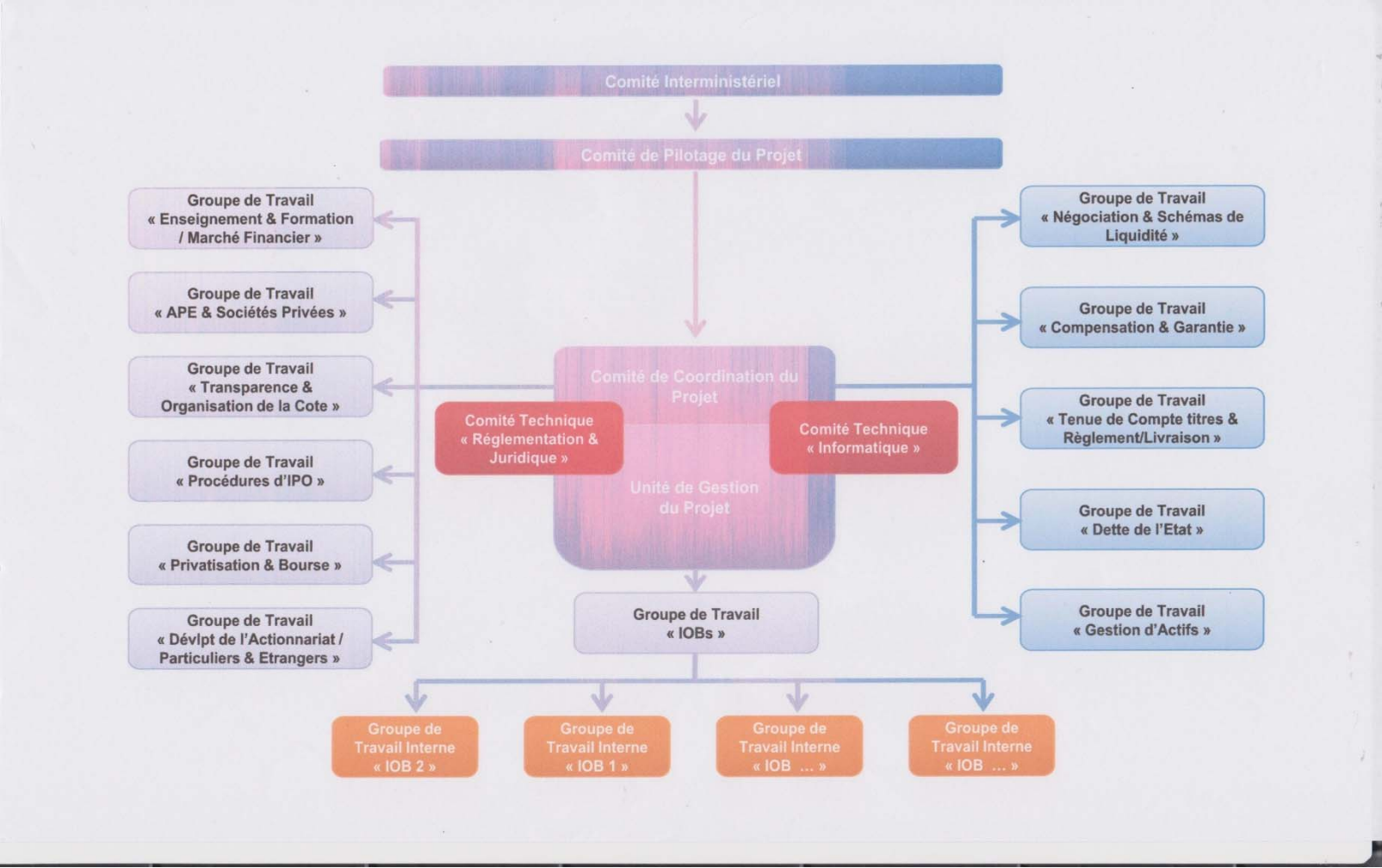
internationaux, investisseurs institutionnels algériens) ; poursuite des actions de communication et formation.

- Utilisation de la nouvelle Association de Bourse comme interlocuteur privilégié (notamment sur Plan de communication) sans négliger d'autres structures associatives spécialisées selon thématiques abordées.

- 4) Finaliser l'architecture-cible de la modernisation des infrastructures en faisant trancher les options restées ouvertes, en incluant toutes les étapes et en finalisant/fixant les cahiers des charges détaillés; prendre les décisions relatives au financement des investissements et période transitoire;

- Définition d'une architecture - cible et pas simplement transitoire incluant donc toutes les étapes permettant de moderniser complètement le fonctionnement et l'organisation actuelle. Focus plus détaillé à prévoir sur période court terme après levée des options non tranchées.
- Définir le financement des moyens financiers nécessaires (première période en priorité) en cohérence avec la structure d'actionnariat des entreprises de marché. Définition de solutions pour soutenir transitoirement les besoins de la période de démarrage avant atteinte des seuils critiques (ou points morts) et bénéfice des économies d'échelle.
- Rechercher toutes les synergies possibles avec des expériences étrangères et tirer profit de la démarche RFI pour finaliser le choix de systèmes. Ne pas sous-estimer les adaptations et privilégier la recherche de standards en s'inscrivant dans le moyen/long terme (schéma- cible à compléter avec étapes de transition) tout en simplifiant les règles et procédures dans un premier temps.
- Promouvoir une nouvelle gouvernance des entreprises de marché avec business plans adaptés.

Annexe I : Organisation du Projet



Annexe II : Plan de visites et entretiens

	Organismes	Responsables	Fonction
01/09/2013	COSOB	Samir Degaichia	SG et DNP
		Abdelhakim Berrah	Président
		Zahia Zerfa	Directrice Développement et Surveillance du Marché
	PNUD	Chrstina Amiral	Représentante Résidente
		Randa Aboulhossn	Représentante Résidente Adjointe
02/09/2013	SGBV	Yazid Benmouhoub	Directeur Général
		Nizam Boulahdour	Conseiller Technique
		Radia Remaki	Directrice des Opérations
		Omar Berzane	Directeur IT et SI
	Algérie Clearing	Mohand Arezki Laradi	Directeur Général
		Zakia Ziane	Directrice Technique
	Société Général Algérie	Abdelkader Talbi	Directeur Trésorerie
		Fouaz Sid	Directeur banque d'Investissement
		Nabila Hebib	Responsable IOB
	BNP-Paribas El Djazair	Nadjat Lina Benaissa	Responsable IOB
03/09/2013	NCA Rouiba	Slim Othmani	CEO
	CPA	Hocine Chihab	Sous Directeur DGVM
	CAAR	Hamoud Benaissa	Directeur Central SVT
		Mohammed Henni	Directeur des Placements
		Djamal Akretche	Directeur des Participations
DGT	Mustapha Tamalghaghet	Directeur des Banques Publiques et Marché Financier	
	Nassima Bourzama	Cadre d'Etude	
	Mourad Belkacemi	Chef de Bureau des Institutions non bancaires	
04/09/2013	MAE, DGRECI	Toufik Djouamma	Sous-directeur de la Programmation de la Coopération avec les Fonds, Programmes et Institutions Spécialisées du Système des Nations Unies
	Humils Finance	Lies Kerrar	Président
	BNA	Abdelhamid Benazzouz	Directeur des Finances et Trésorerie
		Fatiha Lamini	Chef de département Marché Financier
	Alliance Assurances	Raif Mokretar Kharroubi	Directeur Général Adjoint
05/09/2013	COSOB	Brahim Mihoubi	Directeur des Opérations et Information Financière