

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Economiques

Mémoire

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

Thème

Le financement des investissements par l'emprunt obligataire : Cas d'AIR ALGERIE

Présenté par :

M^{elle} AKSIL Kayssa

Devant le jury composé

Président: M^r TESSA Ahmed, Professeur, UMMTO.

Rapporteur: M^r AMOKRANE Abdelaziz, Maître de Conférences « A », UMMTO.

Examineurs: M^r BELAIDI Abdelaziz, Maître de Conférences « A », ESC, Alger.

M^{me} MATMAR Dalila, Maître de Conférences « A », UMMTO.

Date de soutenance :

REMERCIEMENTS

Tous travail de recherche n'est jamais totalement l'œuvre d'une personne, a cet effet, je tiens à exprimer mes sincères reconnaissances et mes vifs remerciements a tous ce qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Mes remerciements vont tout d'abord à mon promoteur M^f AMOKRANE Abdelaziz, qui a cru en moi et a su m'orienter par ses directives indéfectibles, ses précieux conseils tout au long de ce travail de recherche.

Je remercie également les membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer ce travail et de participer à ma soutenance.

J'exprime ma gratitude au personnel de la compagnie Air Algérie et spécialement à Mr HADJAR Saïd qui ont accepté de répondre à mes questions.

Enfin, j'adresse mes plus sincères remerciements à mes parents pour leur contribution, et leur patience, tous mes proches, amis et collègues qui m'ont toujours soutenu et encouragé au cours de la réalisation de ce mémoire.

Merci à dieu de m'avoir donné la force et le courage de mener jusqu'à la fin ce travail.

Sommaire

Introduction générale	01
Partie I: Les produits obligataires	06
Chapitre I : Aspects théoriques de l'emprunt obligataire.....	08
Section 1 : Histoire et définition de l'obligation.....	10
Section 2 : Diversité des produits obligataires	28
Section 3 : Caractéristiques des obligations.....	40
Chapitre II : Aspects techniques des emprunts obligataires.....	54
Section 1 : Le traitement comptable d'un emprunt obligataire.....	55
Section 2 : Techniques d'évaluation et mode de cotation des obligations.....	65
Section 3 : Les risques liés au placement obligataire.....	84
Partie II : L'emprunt obligataire en Algérie	100
Chapitre I : Le marché obligataire algérien.....	103
Section 1 : Présentation et organisation de marché obligataire.....	104
Section 2 : L'activité obligataire en Algérie.....	121
Section 3 : Le processus d'émission et présentation des émetteurs présents sur le marché obligataire algérien.....	149
Chapitre II : L'emprunt obligataire de la compagnie Air Algérie.....	171
Section 1 : Présentation générale de la compagnie Air Algérie.....	171
Section 2 : Procédure d'émission d'un emprunt obligataire chez Air Algérie.....	191
Section 3 : Les critères d'aide à la décision de souscription à l'obligation Air Algérie et les résultats de l'opération	204
Conclusion générale	218
Bibliographie.....	224
Listes des tableaux, graphes et figures	229
Liste des abréviations.....	232
Annexes.....	233
Table des matières.....	272

Introduction générale

La vie économique est organisée autour des entreprises, qui donnent à toute civilisation plusieurs de ses caractères essentiels : urbanisation, rythme de vie, cadre immédiat de l'activité professionnelle des salariés sont autant de conséquences directes de la montée en puissance de cette catégorie de la vie économique et sociale.

Lors de sa création et au cours de son développement l'entreprise au moment opportun doit détenir les ressources financières nécessaires pour faire face à ses échéances et utiliser au mieux les moyens dont elle dispose. Pour exercer son activité, l'entreprise doit engager des dépenses avant de percevoir des recettes: réalisation des investissements matériels (terrains, installations, construction), achats des matières et fournitures et prévoir la rémunération de la main d'œuvre.

Ainsi, partant du fait que l'entreprise est une entité économique combinant les facteurs de production (capital, travail, matières premières) dans le but de produire des biens et services destinés à être vendus sur un marché solvable, le financement peut être défini comme le moyen permettant de disposer des ressources qui lui sont nécessaires pour son activité. Ce financement conditionne la survie de l'entreprise.

A cet effet, une entreprise peut financer ses investissements par autofinancement, sans faire appel à des capitaux extérieurs. Cette solution présente pour l'entreprise l'avantage de la rendre indépendante des tiers, mais elle a pour inconvénient majeur de limiter l'entreprise dans ses possibilités d'investissement.

Pour cela, le recours aux concours bancaires représente la source de financement la plus couramment utilisée car elle est souvent le moyen de financement pour la quasi-totalité des entreprises.

En Algérie, l'essentiel du financement externe est fait en grande partie par les banques. Celles-ci constituent un instrument fondamental du développement des structures productives et assurent l'octroi de la majeure partie des crédits à l'investissement.

Cependant, il faut reconnaître que ce mode de financement par crédit bancaire présente des inconvénients pour l'entreprise qui la rend tributaire des aléas de la distribution du crédit (montant, coût, délais, etc.) et de la politique arrêtée par son banquier (choix des risques, garanties, etc.).

Pour cela, l'entreprise a besoin de diversifier les sources de financement afin d'atteindre les objectifs suivants :

- Développer leurs activités ;
- Investir dans la recherche et conquérir de nouveaux marchés.

C'est ainsi que les entreprises ont eu recours à d'autres formes de financement tels que : le leasing ou crédit-bail, l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs et l'emprunt obligataire. En d'autres termes, la transition d'une culture bancaire vers une culture de marché afin de faire du financement direct un moyen privilégié de financement de l'économie.

Le choix de mode de financement est déterminé par plusieurs critères dont l'entreprise doit tenir compte comme :

- Le coût de chaque mode de financement ;
- La limitation de l'indépendance de l'entreprise face aux banques et établissements financiers;
- La solvabilité de l'entreprise: un endettement trop lourd peut mettre l'entreprise en danger ;
- L'efficacité en faisant jouer l'effet de levier puisque la rentabilité financière (résultat/capitaux propres) augmente avec l'endettement.

Problématique de la recherche

L'entreprise poursuit un objectif clé à savoir de la maximisation de sa valeur à partir d'une croissance mesurée. Cet objectif oblige les dirigeants à mettre en place un meilleur pool d'investissement à travers des financements adéquats qui leur permettront d'asseoir une bonne structure. Cette gestion permet aux dirigeants d'une entreprise de maîtriser l'évolution du coût du capital généré par le pool de ressources financières.

Parmi ces ressources financières, le recours à l'emprunt obligataire répond à plusieurs préoccupations. La première est la recherche de l'équilibre de la structure du bilan et la stabilisation du pouvoir de l'entreprise. La deuxième est liée à la recherche des avantages fiscaux de la dette, sa rémunération étant déductible du résultat imposable et des avantages de propriété liés à la faillite.

En outre, l'émission d'un emprunt obligataire doit être assurée par une société de gestion et d'intermédiation qui sera chargée de l'exécution de l'opération c'est-à-dire de réaliser le montage financier de l'opération d'emprunt, d'assurer le service financier de l'émission, de rechercher une garantie ou un pool de garantie devant couvrir le capital et les intérêts et de constituer un syndicat de placement avec d'autres sociétés de gestion et d'intermédiation.

D'abord, ce financement par emprunt obligataire offre une opportunité qui permet à l'entreprise d'être en face d'un grand nombre d'investisseurs moins homogènes tant dans leurs aspirations que dans leurs comportements.

L'emprunt obligataire constitue ainsi une alternative de financement à laquelle plusieurs entreprises algériennes ont fait recours, ces dernières années. Aujourd'hui, dans un contexte de mondialisation, l'entreprise, à différents degrés selon son domaine d'activité et le niveau de libéralisation de l'économie, se trouve confrontée à une dynamique concurrentielle grandissante dont elle ne peut contenir les pressions et y faire face que par l'amélioration continue de sa compétitivité et par la diversification de leurs sources de financement par un autre, le recours à l'emprunt obligataire.

C'est dans ce cadre que se situe notre problématique de recherche relative à l'emprunt obligataire. Une question principale est à cet effet soulevée à savoir: *Quelles sont les opportunités qu'offre le financement par emprunt obligataire pour les entreprises algériennes?*

Au centre de cette question principale se trouve quatre questions secondaires qui nous permettront de cerner les caractéristiques d'un emprunt obligataire à savoir :

1. Comment les entreprises peuvent avoir accès à ce mode de financement ?
2. Quelles sont les entreprises qui peuvent accéder à l'emprunt obligataire en Algérie?
3. Quelles sont les conséquences en termes de structure de bilan ?
4. Quels sont les obstacles au développement de l'emprunt obligataire en Algérie?

Hypothèses du travail de recherche

Pour répondre à ces questions, trois hypothèses principales guideront notre travail de recherche:

Hypothèse 1: Dans la réalité, l'emprunt obligataire reste un moyen de financement des grandes entreprises en Algérie ;

Hypothèse 2: Cette politique d'investissement (recours à l'emprunt obligataire) a des conséquences sur la structure du "haut de bilan», ce qui peut avoir des conséquences sur son équilibre financier global;

Hypothèse 3: Le manque d'information et d'une culture boursière mais surtout la méfiance des investisseurs (les souscripteurs) vis-à-vis de cette nouvelle forme de financement, empêche le développement de ce mode de financement.

Objet de recherche

L'objectif de ce travail est de contribuer à la réflexion sur un moyen de financement qui reste en Algérie, limité aux grandes entreprises à savoir l'emprunt obligataire et les obstacles qui empêchent les autres entreprises à faire appel pour répondre à leur besoin de financement.

Méthodologie de recherche

Pour nous permettre de présenter ce travail de recherche, nous avons réuni la documentation nécessaire et suffisante sur la question d'emprunt obligataire que nous avons traité, analysé et synthétisé. Ce travail de recherche bibliographique nous a permis de définir quelques notions, concepts ainsi que le modèle de fonctionnement des emprunts obligataires. Cette première étape nous a aussi permis d'élaborer le questionnaire pour l'étude de cas pratique.

Pour cela, notre étude de cas concerne une des entreprises publiques qui a eu recours à l'emprunt obligataire pour financer ces investissements à savoir la compagnie Air Algérie. Cette étude de cas est donc faite sur la base d'une enquête par un questionnaire au sein de cette dernière, suivie, si nécessaire, d'entretiens et d'interviews avec les responsables de l'entreprise.

La structure du travail de recherche

Le présent travail est divisé en deux parties de manière à aborder les questions auxquelles nous cherchons des réponses à savoir le recours des entreprises à l'emprunt obligataire pour financer leurs investissements.

Dans la première partie intitulée : « Les produits obligataires », nous allons d'abord présenter les concepts et notions théoriques dans un premier chapitre ; ensuite nous allons nous intéresser aux aspects techniques de l'emprunt obligataire dans le deuxième chapitre.

En effet, en l'espace de trois ans (de 2003 à 2006), neuf (9) entreprises ont eu recours au marché obligataire pour le financement de leurs projets. Pour cela, dans la deuxième partie de ce mémoire intitulée « L'emprunt obligataire en Algérie » nous allons aborder la place du marché obligataire en Algérie, son évolution ainsi que les obstacles qui empêchent les entreprises à accéder à ce mode de financement.

A la fin, nous allons présenter un cas pratique illustrant la réalité de l'exercice de l'emprunt obligataire en Algérie et comme exemple l'emprunt de la compagnie Air Algérie en 2005, c'est ce qui constitue le deuxième chapitre de cette deuxième partie.

PARTIE I

Les produits obligataires

Le commun des entités économiques est d'avoir, à un moment ou à un autre de leur évolution des besoins de capitaux pour couvrir leur expansion. Ceci dit, les besoins de financement des investissements des entreprises peuvent être satisfaits par plusieurs modes dont :

- Le financement par réinvestissement des bénéfices ;
- L'endettement auprès des institutions financières (Emprunt Bancaire, Crédit-bail par exemple) ;
- L'appel public à l'épargne disponible pour un placement en valeurs mobilières et autres actifs négociables; dans ce cas, les entreprises comme les autres agents économiques émettent des titres financiers, des actions ou des obligations qui sont souscrits par les épargnants.

De manière générale, les deux premières possibilités sont très privilégiées au détriment de l'appel public à l'épargne.

Cependant, il semble que la société en faisant appel public à l'épargne dispose d'un atout particulier : une autonomie financière vis-à-vis d'éventuels créditeurs puisqu'elle se procure des fonds sur le marché financier par l'émission des titres appelés obligations.

Une obligation se définit de ce fait sur le plan juridique comme la fraction d'un prêt à long terme rémunéré par un intérêt. Ce type de financement « Emprunt Obligataire » est devenu aujourd'hui la forme dominante de couverture des besoins importants de financement des investissements des entreprises tant dans les économies des pays développés que dans celles des pays en voie de développement.

Techniquement, les obligations sont des titres de créance négociables (TCN) à moyen et long termes, négociés sur des marchés organisés ou non.

L'objet de la première partie de ce travail est l'étude des aspects théoriques et techniques des titres obligataires.

Chapitre I

Aspects théoriques de l'emprunt obligataire

L'étude des canaux de financement d'une économie a été à la base de plusieurs travaux de recherche. Ces études visaient tant la description des voies de financement disponibles que leur catégorisation. Ainsi, les travaux de Gurley et Shaw (1960)¹ ont permis de créer la distinction entre finance directe et finance indirecte.

En finance directe, la rencontre entre agents non-financiers excédentaires et agents non-financiers déficitaires est directe et sans intermédiaire.

En finance indirecte, les intermédiaires financiers participent de façon plus poussée au processus. Ils interposent entre offreurs et demandeurs de capitaux.

Une entreprise, si elle est mal gérée, risque à tout moment de se retrouver en situation d'insolvabilité ce qui se traduirait par une cessation de son activité et une mise en liquidation. Cette situation peut arriver à toute entreprise qui ne prend pas suffisamment conscience de l'importance d'une gestion saine de ses finances et ce, même dans le cas où l'entreprise connaît une bonne activité économique.

Pour éviter de se trouver dans l'incapacité à honorer une dette, l'entreprise doit être consciente de ses besoins financiers et doit y apporter une réponse appropriée.

L'emprunt obligataire est considéré comme une source de financement direct d'origine externe.

Dans ce premier chapitre nous traiterons le cadre théorique de l'emprunt obligataire ; la première section est consacrée à l'origine et la définition de l'emprunt obligataire, la seconde traitera de la diversité des produits obligataires et la troisième exposera ce qui caractérise une obligation.

¹ X. BRADLEY et C. DESCAMPS, «*Monnaie, banque, financement* », Ed. Dalloz, Paris, 2005, p. 5.

Section 1 : Historique et définition de l'obligation

En quelques années à peine, le mode de financement des investissements est devenu une préoccupation majeure des entreprises au niveau mondial.

Le recours à l'emprunt obligataire est une forme parmi d'autres sur le marché de capitaux qui permet de répondre de mieux en mieux aux attentes et aux besoins des entreprises.

Dans cette section on développera l'historique de l'emprunt obligataire dans le monde ainsi que sa définition ensuite on examinera la définition de l'obligation et la notion de valeur mobilière.

I. Historique et définition de l'emprunt obligataire

Un emprunt est une dette financière à long terme, alors que les dettes à moyen et court termes sont habituellement appelées « crédits »¹.

Les emprunts obligataires sont des emprunts qui naissent de l'émission d'obligations qui sont réparties entre de nombreux prêteurs.

Les obligations sont généralement considérées comme un instrument de placement prudent. Mais les investisseurs achètent des obligations pour diverses raisons dont l'obtention d'un revenu régulier, la réduction de la volatilité du portefeuille et la possibilité de gains en capital.

Ce premier point sera consacré à l'étude de l'histoire et les définitions des titres obligataires.

1. Genèse de l'emprunt obligataire

L'histoire des obligations, c'est d'abord l'histoire d'un rapport de force entre le débiteur (généralement la puissance publique) et ses créanciers (généralement des personnes privées). Compte tenu de la puissance respective des cocontractants, le rapport de force n'a jamais été équilibré.

Les obligations sont des titres de créances représentatifs d'un emprunt collectif et négociable sur un marché.

L'obligation constitue un engagement dans le temps, à un terme où se situera son exécution. L'expression a été utilisée de façon spécifique dès le moyen âge dans les transactions commerciales ; il s'est appliqué, plus tard, aux titres d'emprunts émis par l'Etat et les collectivités publiques, puis par les compagnies industrielles et financières.

¹ X. BRADLEY et C. DESCAMPS, *Op.Cit.*, p. 23.

La première émission obligataire a été réalisée en Italie par la ville de Gênes au XI^{ème} siècle République de Venise¹, en gageant les obligations sur les ressources de l'impôt sur le sel (la plus sûre des rentrées fiscales à l'époque).

Les obligations sont tout simplement nées d'une réflexion de bon sens pour financer de lourdes infrastructures comme des installations portuaires nécessitant des travaux pluri annuels et qui ne pouvaient produire des recettes qu'à long terme, l'impôt annuel ne suffisait pas. Les magistrats de la ville, tous issus de l'aristocratie et de la bourgeoisie, ont donc cherché des ressources à long terme, et ce d'autant plus facilement que les détenteurs de capitaux étaient les mêmes familles qui dirigeaient la cité.

Venise pour sa part avait, dès le XIII^{ème}, opté pour l'emprunt forcé, en contraignant les riches bourgeois à lui prêter. Pour dégager un groupe de revenu sur quoi asseoir les intérêts et le remboursement des prêts ainsi consentis, la ville créa une institution spécialisée chargée à la fois du contrôle et de gestion des fonds. Cette institution payait des intérêts bisannuels qui représentaient deux fois 5%².

Loin de la polémique sur la paternité des obligations la ville de Gène a longtemps détenu le record de taux d'intérêt le plus bas jamais mentionné dans les annales des obligations. En 1619, elle avait apparemment retrouvé la confiance de ces créanciers et pouvait alors emprunter à un taux annuel de seulement 1,2%. Il faudra attendre l'effondrement des taux à long terme au Japon en 1998 pour que ce singulier record soit enfin battu³.

En France, le premier emprunt royal fut lancé par François 1^{er} en 1522 pour financer les guerres d'Italie ; un marché obligataire est né sous la restauration, lorsque le royaume de France eut à emprunter pour liquider les dettes de l'empire⁴. Mais les véritables emprunts obligataires tels que nous les connaissons aujourd'hui destinés au financement de l'économie sont nés avec la révolution industrielle⁵. Ils ont été émis par les sociétés qui sont créées dont les nouvelles compagnies de chemins de fer et les institutions financières.

La hausse brutale des taux d'intérêt dans le monde, à la suite du second choc pétrolier en 1979, a créé une opportunité exceptionnelle et dynamisé le marché obligataire jusque-là peu actif. Les émissions obligataires ont alors connu une progression particulièrement forte.

Pendant longtemps, les transactions sur des obligations se limitaient à des négociations par téléphone auprès des teneurs de marché. C'était encore le cas en Europe à la fin de 1998, à l'exception de l'Italie où un système de négociation électronique jouait déjà un rôle important dans la centralisation du marché.

¹ D.VITRAC, « *Droit de l'introduction en bourse* », Ed. Revue banque, Paris, 2003, p.12.

² L.FLECHIR et J.M. VASELIN, « *La naissance du marché obligataire* », Le monde économie de 03/07/1998, p.4.

³ E.PICHET, « *Guide pratique des obligations* », Ed. Sefi, Paris, 2007, p.8.

⁴ E.PICHET, *Op.cit.*, p.9.

Comme c'est le cas sur tout marché du téléphone, un teneur de marché peut conclure une transaction à l'insu de tous ses concurrents, ce qui procure un avantage d'information. Sur un marché fonctionnant hors bourse, comme les teneurs de marché n'ont pas l'obligation de respecter des normes de continuité des prix, de fortes variations peuvent survenir d'une transaction à l'autre et les différentiels de prix peuvent s'élargir brusquement. Le manque d'homogénéité des titres et leur diversité rendaient le marché assez opaque.

C'était tout particulièrement le cas pour les titres émis par des sociétés privées en raison des faibles volumes émis par comparaison avec les émissions des Trésors publics. En outre, les obligations des entreprises privées s'avèrent souvent d'une tarification plus complexe en raison des options et autres particularités qui y sont incorporées. La liquidité du marché secondaire était restreinte vu la rareté des transactions, la plupart des investisseurs institutionnels en ayant fait l'acquisition se contentant de les conserver jusqu'à échéance.

Aussi, les obligations deviennent de moins en moins liquides au fur et à mesure qu'elles vieillissent, puisqu'elles donnent lieu ainsi à moins de transactions. Seuls les titres qui viennent d'être émis suscitent des transactions nourries.

Avec l'instauration de la règle de trois « D » (Déréglementation, Désintermédiation, Décloisonnement) le marché obligataire se modernise. Avant cette vague de réforme, le marché obligataire était à la fois fortement réglementé par les pouvoirs publics, strictement cloisonné (l'origine de ce cloisonnement provenait de la crise de 1929) et peu développé dans la mesure où l'économie mondiale était fortement intermédiée. Les trois « D » vont balayer cette organisation et renforcer le rôle du marché obligataire dans le financement de l'économie.

Depuis les années 2000, le monde obligataire est devenu un monde d'innovation où proposer des produits complexes signifie pour les établissements financiers des marges plus élevées.

Parmi ces innovations on peut citer l'ouverture du marché secondaire aux particuliers et leur possibilité d'acheter et de vendre des obligations d'Etat (OAT) à tout moment et aussi la possibilité d'émission des emprunts d'une échéance de 50 ans.

2. Définitions

L'emprunt est généralement assimilé à un prêt, l'emprunt est «une opération juridique et financière par laquelle un ou plusieurs prêteurs mettent à la disposition de l'emprunteur des capitaux en contrepartie du versement d'un intérêt périodique calculé sur le capital restant dû ainsi que le remboursement du capital prêté par fractions successives ou en totalité à la fin de l'emprunt»¹.

¹ J.P. BOUERE, « *Titres et emprunts obligataires* », Banque édition, Paris, 1998, p.10.

Un emprunt est une dette financière à long terme, alors que les dettes à moyen et court terme sont habituellement appelées « crédits ». Un emprunt est une dette résultant de l'octroi de prêts remboursables à terme (fonds versés en vertu de dispositions contractuelles à l'exception des concours bancaires courants) qui participent, concurremment avec les capitaux propres, à la couverture des besoins de financement durable de l'entreprise.

L'entreprise, si elle ne souhaite pas augmenter son capital, peut chercher à obtenir des capitaux en s'adressant à des institutions financières. Elle peut, à ce titre, procéder de deux manières, soit par :

- Un emprunt indivis qui est effectué auprès d'un unique prêteur (généralement un établissement financier) ;
- Un emprunt obligataire qui naît de l'émission d'obligations auprès de nombreux prêteurs. C'est donc un emprunt réservé aux entreprises importantes qui peuvent rassurer les investisseurs.

2.1. Les emprunts indivis

Dans ce cas, l'entreprise s'adresse à un établissement de crédit unique ou à un pool de banques pour obtenir les financements dont elle a besoin. L'emprunt indivis, entraîne au profit du prêteur le versement d'annuités comportant à la fois l'intérêt du capital restant dû et le remboursement d'une partie de la dette. Les remboursements annuels portent le nom d'amortissement du capital.

Les modalités de ce type d'emprunt sont les mêmes que pour les emprunts obligataires, mais le taux d'intérêt versé par l'entreprise est généralement plus élevé que dans le cadre du marché financier car l'entreprise "paye" l'intermédiaire financier qui prend le risque de lui accorder un crédit¹.

Ces emprunts peuvent être accordés pour une période allant de moins de 7 ans (emprunts à moyen terme) à plus de 15 ans (emprunts à long terme), et le prêteur unique demande généralement des garanties afin de pouvoir se prémunir du risque d'insolvabilité de l'entreprise, qu'il s'agisse d'une hypothèque ou d'un cautionnement par exemple.

Le développement des marchés financiers est lié entre autre au phénomène de déréglementation engagé dans les années 80 fait qu'un nombre croissant d'entreprises peut accéder aux financements directs via l'émission d'emprunts obligataires au détriment d'un mode de financement indirect fondé sur le recours à un organisme financier.

¹ H. HUTIN, « *Toute la finance d'entreprise en pratique* », Ed. Organisation, Paris, 2002, p.20.

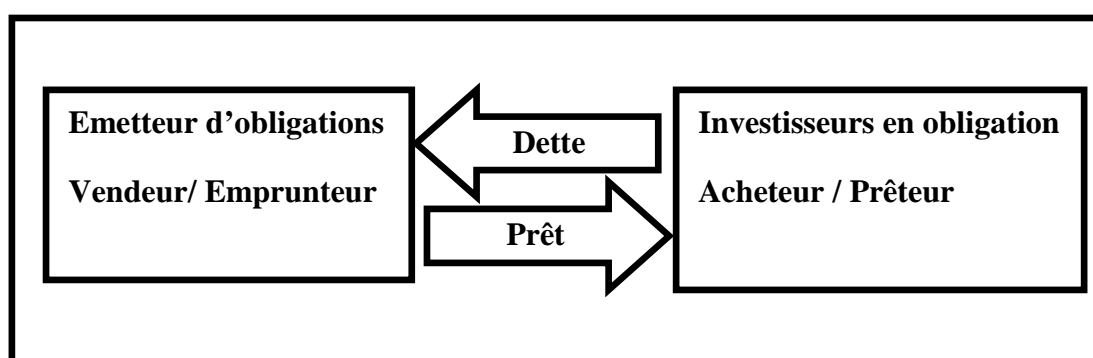
2.2. Le recours à l'emprunt obligataire

L'emprunt obligataire n'est autre chose qu'un emprunt à long terme dont la durée est le plus souvent comprise entre cinq ans et quinze ans et dont les échéances ou fractions à rembourser sont égales.

Rappelons que ces fractions de capital à rembourser chaque année sont appelées «amortissements». Les annuités de l'emprunt obligataire sont établies sur la base d'un tableau d'amortissement sur lequel sont déterminés les montants correspondant à chaque paramètre pris en compte dans le calcul des fractions de capital à rembourser. Ces paramètres concernent le montant du capital emprunté, le taux de l'emprunt, l'annuité et bien évidemment la durée de l'emprunt. Comme tout emprunt, l'emprunt obligataire présente aussi bien des avantages que des inconvénients.

L'emprunt obligataire offre la possibilité à l'emprunteur d'effectuer des remboursements étalés et progressifs, il lui donne également la possibilité de déduire fiscalement les intérêts payés, et bien évidemment lui permet d'avoir à sa disposition des fonds sur une longue période. Par contre, le principal inconvénient de l'emprunt obligataire concerne les frais d'émission qui sont parfois très élevés. Le système d'emprunt obligataire permet à l'emprunteur de rembourser progressivement sa dette tout en lui évitant un décaissement important en une seule fois au cours de la dernière échéance, date à laquelle le capital doit être intégralement remboursé. Ainsi le processus d'émission de l'emprunt obligataire est comme il apparaît dans la figure N°01 ci-après :

Figure N°01 : processus d'émission d'un emprunt obligataire

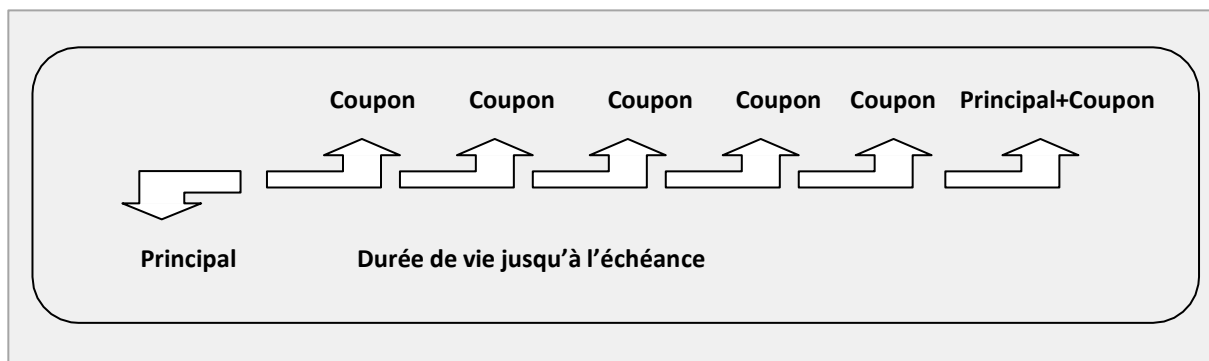


Source : S BRAUDO, « Dictionnaire de droit », Ed Dolloz, Paris, 1996, P.28.

Lorsque l'entreprise décide d'aller se procurer des ressources financières sur le marché financier, elle va émettre un emprunt obligataire à long terme divisé en un certain nombre de parts qui vont être souscrites par un nombre important de prêteurs. Ceux-ci se portent acquéreurs des titres négociables émis par l'entreprise dans le cadre de son émission d'emprunt.

Ils deviennent par la même émission détenteurs d'obligations qui sont assorties d'un coupon représentant le taux d'intérêt de l'emprunt émis par l'entreprise. A l'échéance de l'emprunt, les prêteurs se voient rembourser le capital égal à la valeur de l'obligation acquise, comme il apparait dans la figure suivante :

Figure N°02 : Etapes du remboursement de l'emprunt obligataire



Source : S.BRAUDO, Op.Cit., p.9.

L'accès au marché financier est néanmoins réglementé et n'est accessible qu'aux grandes entreprises qui souhaitent mettre en place des emprunts obligataires d'un montant important. Ces entreprises sont alors notées par des organismes selon le degré de crédibilité qu'elles ont, c'est à dire en fonction du risque qu'elles présentent de ne pas pouvoir assurer le paiement des intérêts et le remboursement du capital emprunté à l'échéance du prêt ; cela sera développé en détail dans les prochaines sections.

❖ Conséquence en termes de structure de bilan

Nous pouvons schématiquement illustrer l'impact de ce type de financement sur la structure du bilan d'une entreprise de la manière suivante :

Tableau N°01 : Structure de bilan avant recours à l'emprunt

<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actif immobilisé (valeurs brutes)	Capital social
	Dettes à long terme (DLMT) (Emprunts bancaires)
Actif circulant	Passif circulant
Trésorerie active	Trésorerie passive

Source : Elaboré par nos soins.

Ce tableau nous enseigne sur la situation patrimoniale de l'entreprise avant le recours à l'emprunt obligataire ainsi que la part des DLMT dans l'actif du bilan.

Les emprunts obligataires sont des dettes financières qui figurent au bilan comptable à la rubrique «Dettes à Long et Moyen Termes (DLMT)». Ils constituent une ressource lorsque l'entreprise reçoit l'argent des obligataires, c'est-à-dire lors de l'émission de l'emprunt obligataire.

Le tableau N°02 représente la structure du bilan d'une entreprise après augmentation de capital par recours à l'emprunt obligataire.

Tableau N°02 : Structure de bilan après augmentation de capital (recours à l'emprunt)

<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actif immobilisé (valeurs brutes)	Capital social
	Dettes à Long Terme (DLMT) Emprunts bancaires + Emprunts obligataires
Actif circulant	Passif circulant
Trésorerie active	Trésorerie passive

Source: Elaboré par nos soins

Le montant des dettes à long terme de l'entreprise augmente au même titre que l'augmentation de l'actif immobilisé.

Comme nous pouvons le voir, la manière dont l'entreprise décide de financer sa politique d'investissement (Avant et après le recours à l'emprunt) a des conséquences sur la structure de son "haut de bilan" ce qui in fine, peut avoir des conséquences sur son équilibre financier global.

Après avoir défini l'emprunt nous s'intéressons dans ce qui suit à l'élément constitutif de l'emprunt obligataire à savoir l'obligation.

II. Les obligations et les autres valeurs mobilières

Une valeur mobilière est un titre financier négociable émis par une entité Juridique (société, collectivité, organisme public ou privé, etc.) qui souhaite se procurer des financements destinés à réaliser des projets d'investissements.

En règle générale, les valeurs mobilières se répartissent fondamentalement entre les titres de créances (comme les obligations) et les titres de capital (comme les actions).

1. Définition de l'obligation

Plusieurs définitions ont été attribuées à l'obligation :

N. Desbarrieres définit « l'obligation comme des titres représentatifs d'une créance sur l'émetteur assortis d'une rémunération comme au moment de l'émission (taux fixe, variable, indexé) pendant une durée connue (durée de l'emprunt)¹.

Selon TEULIE et TOPSACALIAN, « L'obligation est un titre négociable émis par une société privée ou publique, un groupement ou des associations qui entraîne l'obligation pour l'émetteur de payer un intérêt et de rembourser le capital selon des modalités prévues par contrat »².

Selon G.KOLIFRATH et T. JOURNE, « Le mot obligation a un sens générique. Il désigne d'abord le *negotium* : un droit personnel, par opposition au droit réel, qui oblige à une prestation en nature ou monétaire. Il s'agit d'un élément de passif du patrimoine d'un débiteur dont la contrepartie est la créance qui se situe à l'actif du patrimoine de la personne qui en est bénéficiaire.

L'expression en matière financière à un autre sens, proche de *l'instrumentum*, même si les titres sont aujourd'hui tous dématérialisés. Ainsi, les obligations sont des instruments financiers qui se définissent comme des titres de créance sur la personne morale qui les émet.

Comme ils constatent une créance sur la société qui s'engage à les rembourser dans des délais et à des conditions précisées dans le contrat d'émission, ils confèrent à leurs titulaires, dans une même émission, les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. Ces titres de créance sont négociables selon les modes simplifiés du droit commercial. En tant que titres interchangeable et fongibles, les obligations sont aussi des valeurs mobilières »³.

¹ N. DESBARRIERES, « *La bourse et ses back-offices* », Ed. Economica, Paris, 1998, p.18.

² J. TEULIE et P. TOPSACALIAN, « *Finance* », Éd. Vuibert, Paris, 1997, p.10.

³ G. KOLIFRATH et T. JOURNE, « *Marchés monétaire et obligataire* », tome 1, Éd. Revue Banque, 2003, p.23.

D'après l'article 715 bis 81 du Code de Commerce Algérien, « Les Obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créances pour une même valeur ».

Une obligation est donc un titre de créance négociable correspondant à une fraction d'un emprunt à moyen et long termes émis par une entreprise, par l'Etat, par une collectivité publique ou encore par une institution financière.

Le titre obligataire met en relation un émetteur et un acquéreur (l'investisseur). Ce dernier accepte de détenir le titre contre l'engagement de l'émetteur (emprunteur) matérialisé par un contrat d'émission qui définit les caractéristiques et modalités de remboursement de l'emprunt.

Sur le volet juridique, le titre obligataire se définit comme étant une créance qui donne droit à un intérêt convenu d'avance. Sauf cas exceptionnels, le porteur est certain de toucher une rémunération régulière.

L'origine des émissions obligataires, n'est pas toujours la mise à la disposition du débiteur de moyens monétaires. Elle peut avoir d'autres objets, la création d'obligations peut ainsi permettre de payer à terme un prix d'acquisition.

2. L'obligation et la notion de valeur mobilière

Les valeurs mobilières sont des titres négociables interchangeables et fongibles, elles peuvent être cotées en bourse. Les deux grandes catégories de valeurs mobilières sont les actions et les obligations. Mais il y en existe d'autres telles que les certificats d'investissement et les bons de souscription.

"Pour l'application du règlement général, le terme de valeurs mobilières s'entend d'un ensemble de titres de même nature, cotés ou susceptibles de l'être, issus du même émetteur et conférant par eux-mêmes, des droits identiques à leurs détenteurs ; tous droits détachés d'une valeur mobilière, négociables ou susceptible de l'être, sont assimilés à une valeur mobilière"¹.

Titres de créances collectifs, les obligations sont classées parmi les valeurs mobilières susceptibles d'être traitées sur un marché. Il est nécessaire de revenir sur ce classement, pour en apprécier la portée et les conséquences.

Il n'est pas suffisant de dire que l'obligation est une valeur mobilière. L'expression paraît significative et porte en elle le caractère négociable de ce bien, mais la notion n'est-elle pas trop large pour rendre compte de la spécificité du titre obligataire ?

¹ D. MORISSETTE, "Valeurs mobilières et gestion de portefeuille", Ed. SMG, Québec, 1993, p.17.

La distinction de droit civil entre biens immeubles et meubles a beaucoup perdu son intérêt, elle est toujours à la base de nos concepts et de notre terminologie juridique, ainsi les droits de créances éléments de patrimoine, pourvus d'une valeur peuvent-ils être considérés, comme des biens incorporels, nécessairement mobiliers ?

L'expression, si elle nous est familière est relativement récente, puisqu'elle n'était pas connue du code de commerce, nous parlions aussi bien dans le passé de valeurs de bourse pour désigner l'ensemble des titres (actions, obligations, parts bénéficiaires) créés par les sociétés commerciales, en raison de leur aptitude à être négociées sur un marché financier¹.

Le concept de valeur mobilière est né d'un mouvement d'abstraction du droit des biens dont l'étape ultime a été la dématérialisation.

En droit commercial, on a pu être tenté d'identifier les obligations aux titres négociables, les deux notions se recouvrent en partie, et il est bien certain que la première caractéristique d'une valeur mobilière est d'être transmissible par les forces simplifiées de la négociation, mais bien d'autres titres, effets ou contrats le sont également et on ne saurait s'en tenir à cette première approche en raison de la prolifération de produits nouveaux d'« instruments financiers » de toutes nature utilisés à l'occasion des mouvements de capitaux. Le caractère mobilier est commun aux uns et aux autres².

3. Les obligations comparaison avec d'autres titres

Les valeurs mobilières ont longtemps formé trois catégories bien distinctes : les obligations, les actions et les parts de fondateurs. Elles sont aujourd'hui plus diversifiées, à tel point que les deux premières catégories sont souvent mélangées, donnant des instruments hybrides qui incorporent des éléments propres aux obligations et aux actions.

Il est indispensable de faire un parallèle entre les obligations et les actions avant de les comparer à d'autres titres.

3.1. Obligations et actions

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

La plupart des autres sociétés émettent des parts sociales (SARL., etc.). Une action dite classique ou ordinaire se décompose en plusieurs droits, qui en font sa valeur. Les actions sont donc des titres de propriété représentant une fraction du capital d'une société.

¹ X. Marin, « *Encyclopédie valeurs mobilières* », Ed. Dalloz, Paris, 2003, p.40.

² Idem.

Leur détenteur (l'actionnaire) devient copropriétaire de la société. Il reçoit une partie du bénéfice de cette société sous forme de dividendes, payés généralement en espèces, une fois par an¹.

Une société qui entre en Bourse engage une partie de son capital sous forme d'actions. Le nombre d'actions émis représente le capital engagé. Une personne physique ou morale achetant des actions sur la place boursière devient alors un actionnaire associé de l'entreprise. L'action peut être au porteur ou nominative. Dans le premier cas, le détenteur n'est pas connu de l'émetteur mais seulement du teneur de compte. Dans le second cas, le détenteur est connu de l'émetteur.

L'avantage pour la société est de disposer d'argent frais ; de plus, le nombre d'actions représentant le capital peut être augmenté sans limitation.

L'avantage pour l'actionnaire est de recevoir une partie (dépendant du nombre d'actions) des bénéfices de la société, de profiter des plus-values sur l'augmentation du cours de l'action à la bourse, de bénéficier des droits attachés à l'action, de n'être engagé qu'à hauteur de la somme investie en actions à tout moment, de vendre ou céder ses actions avec tous les droits qui lui sont attachés.

Les conditions d'exercice du droit attaché à l'action sont précisées dans les statuts de la société : un droit de gestion, qui se matérialise par le vote en assemblée générale tel que chaque action représente une voix. Le nombre de voix de l'actionnaire est donc équivalent au nombre d'actions détenues. Un droit au bénéfice (le solde bénéficiaire après impôt, plus éventuellement tout ou partie des réserves de la société, est réparti entre les actionnaires), un droit à l'information, les sociétés s'engagent à fournir les documents indispensables sur leur activité et leurs résultats. Un droit sur l'actif social, se matérialisant par un droit préférentiel en cas d'augmentation du capital.

Dans la distribution des dividendes, l'intérêt de ce placement réside dans la plus-value réalisée lors de la revente de l'action. C'est pourquoi il convient plus à ceux qui désirent augmenter le capital investi à plus ou moins long terme qu'à ceux qui veulent recevoir des revenus sur l'argent qu'ils ont placé.

Ce placement est plus risqué que les obligations. Le cours de l'action dépend des bénéfices faits par la société mais aussi des prévisions de profit pour l'avenir, de sa situation, du secteur économique à laquelle elle se rattache, de la confiance et enfin de la conjoncture générale de l'économie du pays. Si la société fait faillite, l'actionnaire perd la totalité de la somme qu'il a investie.

¹ K. CUTHBERTSON, « *Economie quantitative : actions, obligations et taux de change* », Ed. De Boeck, Paris, 2000, p.23.

L'actionnaire apporte une valeur à l'entreprise (numéraire, nature ou industrie). Il reçoit en échange des actions, titres de capital émis par l'entreprise, représentatifs de l'apport réalisé. Ces actions lui donnent droit au versement d'un dividende (part des bénéfices de la société qui lui revient, proportionnellement à son nombre d'actions) ainsi qu'à des droits politiques qui l'autorisent à voter lors des assemblées des organes délibérants de la société. Il participe donc aux risques et aux décisions de l'entreprise.

L'obligataire, lui, prête de l'argent à l'entreprise. Celle-ci émet en contrepartie des titres de créances, ou obligations, représentatifs de la somme prêtée. L'investisseur ne participe pas aux décisions de l'entreprise. Il se contente en retour de son prêt, du versement d'un intérêt prédéterminé, indépendant en principe des résultats de celle-ci.

Les différences entre obligations et actions sont profondes et proviennent essentiellement de ce que l'actionnaire est un associé, alors que l'obligataire est un prêteur. L'action résulte d'un contrat de société alors que l'obligation naît d'un contrat de prêt.

A titre exemple, citons quelques différences existantes entre les deux catégories de titres:

- La rémunération des deux titres est différente. L'action produit des revenus variables appelés dividendes, qui sont déterminés en fonction des bénéfices réalisés par la société et du taux de distribution décidé par les actionnaires. Au contraire, l'obligation donne droit à un coupon ou un montant d'intérêt produit périodiquement par le titre ;
- Les actionnaires n'ont de droit à exercer sur l'actif social que lorsque les créanciers de la société, et notamment les obligataires, ont été complètement désintéressés ;
- L'amortissement ou remboursement des obligations est en principe obligatoire à l'échéance de celles-ci. Celui des actions est facultatif pendant la vie de la société, et subordonné à l'existence d'un actif net suffisant lors de sa liquidation ;
- Les actionnaires participent à l'administration des affaires sociales de la société, pas les obligataires ;
- Les actionnaires ont un droit préférentiel de souscription des actions nouvelles, émises en cas d'augmentation de capital. Les obligataires n'ont pas de droit de préférence à la souscription des actions, ni des obligations déjà émises ;
- La souscription d'actions d'une société commerciale est considérée par la jurisprudence comme un acte de commerce, alors que la souscription d'obligations constitue un acte civil pour les souscripteurs ;
- Les actions ne peuvent être émises au-dessous du pair ce qui n'est pas le cas des obligations.

3.2. Comparaison des obligations avec les titres de créances négociables

Les titres de créance négociables peuvent être défini comme : « des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé, représentant chacun un droit de créance pour une durée déterminée »¹. Ils correspondent à un dépôt à terme représenté par la remise de fonds par le souscripteur ouvrant droit à remboursement à l'échéance convenue.

Les titres de créance négociables doivent être stipulés au porteur et dématérialisés; depuis 1993, ils font l'objet d'une inscription en compte chez un intermédiaire financier. Il en existe trois (3) grandes catégories:

- Certificats de dépôt, billets de trésorerie, billets des institutions financières spécialisées ;
- Bons du Trésor négociables ;
- Bons à Moyen Terme Négociables (BMTN).

Les caractéristiques communes des Titres de Créances Négociables sont le montant unitaire élevé, une échéance fixe et la qualité des émetteurs (l'Etat, les établissements de crédit, les sociétés financières agréées, les entreprises financières publiques ou privées susceptibles de faire publiquement appel à l'épargne). Ces émetteurs sont représentés dans le tableau ci-après:

Tableau N°03 : Présentation des émetteurs par catégorie des TCN

Catégorie de TCN	Emetteurs
Certificats de dépôt	Établissements de crédit, résidents ou non résidents ; Caisse des Dépôts et Consignation.
Billets de trésorerie	Entreprises résidentes et non résidentes autres que les établissements de crédit ; Entreprise d'investissement.
Bons à moyen terme négociables	Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôt ou des billets de trésorerie.

Source : J.P. BOUERE, Op.Cit., p.20.

¹ G. DEFOSSE et P. BALLEY, « Les valeurs mobilières », Ed. PUF, 1987, p.27.

3.2.1. Ressemblances entre les obligations et les TCN

Il ressort des caractéristiques de l'obligation que son champ d'application recouvre entièrement celui des TCN : Durée, monnaie d'émission, rémunération, nature des émetteurs, etc., ne constituent pas véritablement une différence.

❖ Durée

Traditionnellement, les obligations ont une fonction de financement des besoins d'investissement à moyen et long terme par opposition aux besoins de trésorerie, pour le financement desquels se justifie plutôt l'émission des TCN, d'une durée inférieure à un an (non compris les BMTN).

Cependant, cette distinction des titres, selon l'emploi effectif des fonds (court, moyen ou long terme), n'est plus pertinente. Rappelons en effet, que la loi elle-même ne fixe aucune durée minimale aux obligations. Il est donc possible d'émettre des obligations à moins d'un an même si cela est peu courant.

Il en est a fortiori de même de la distinction avec les BMTN, d'une durée supérieure à un an, puisque l'emploi des fonds se situe généralement à une même échéance que les obligations.

❖ Montant

Les TCN ont un montant unitaire minimal. Les obligations n'ont aucune valeur nominale minimale ni maximale.

Aux TCN correspond donc un nombre réduit d'investisseurs potentiel. Il s'agit essentiellement d'investisseurs institutionnels. Aux obligations correspond un nombre d'investisseurs plus important, voire illimité lorsqu'il y a appel public à l'épargne.

❖ Négociabilité

Les TCN et les obligations sont des instruments négociables. Ils sont susceptibles d'être négociés sur un marché réglementé ou de gré à gré. Ces titres sont tous dématérialisés et transmissibles par inscription en compte.

3.2.2. Différences entre les obligations et les TCN

Même si quelques différences juridiques existent entre les obligations et les TCN, la pratique emploie ces titres pour satisfaire des besoins différents. Néanmoins, nous pouvons citer certains différences comme:

❖ Autorisation d'émission

Les TCN sont des titres émis au gré de l'émetteur. Une simple décision d'un mandataire social suffit. L'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires n'est pas nécessaire pour émettre.

Les obligations se distinguent sur ce point par leur caractère collectif et une réglementation spécifique, à savoir le vote de l'assemblée générale des actionnaires pour autoriser l'émission des titres.

❖ Détention des titres

Il est possible pour l'émetteur de racheter et de détenir ces TCN. Il peut ensuite les revendre ou les annuler.

❖ Emission en série

Les TCN représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée. L'émission peut donc avoir lieu à l'unité, mais aussi par série. Les obligations quant à elle, sont émises en série.

❖ Cotation

Les obligations peuvent être cotées alors que les TCN ne peuvent faire l'objet que d'un « listage » ou d'une cotation¹.

En définitive, c'est sans doute en grande partie l'offre des capitaux et le désir des institutionnels pour de tels titres qui déterminent le choix de la technique juridique. A l'émetteur donc d'adapter son titre de créance pour parvenir à réunir le montant qu'il souhaite, notamment en fonction de sa qualité de crédit. Ce choix influe directement sur la base d'investisseurs, le nombre de titres émis et l'information à fournir²;

4. Les différentes formes d'obligations

Un titre obligataire peut être sous forme matérialisée ou dématérialisée :

- ❖ **Dématérialisé:** dans ce cas, l'obligation est représentée par une écriture sur compte. Cette forme permet au détenteur de se prémunir contre les risques de perte ou de vol;
- ❖ **Matérialisé:** dans ce cas, l'obligation est matérialisée par un titre (support-papier), qui peut être nominatif ou au porteur.

En Algérie est selon le code de commerce, l'émission doit être matérialisée par la remise d'un titre, soit inscrite en comptes tenus par la société émettrice ou intermédiaires habilités.

5. Droits attachés aux obligations

Une obligation ne donne aucun droit sur la gestion de l'entreprise. Contrairement à un actionnaire, le détenteur d'obligation est totalement passif.

¹ G. Kolifra et T. Journe, *Op.Cit.*, p. 43.

² Idem.

L'obligation confère à l'investisseur un ensemble de droit qui sont :

- Droit patrimonial et montant nominal;
- Droit financier.

5.1. Droit patrimonial et montant nominal

Les obligations sont des éléments de patrimoine de détenteur. Il peut être donc céder ou négocier librement sur un marché réglementé ou de gré à gré.

Chaque obligation d'une même émission représente une quote-part de l'emprunt réalisé, correspondant à sa valeur nominale. Celle-ci n'est plus fixée de sorte qu'il est possible de trouver des obligations de tout montant.

Par ailleurs, aucune disposition légale ne fixe un minimum ou un maximum au montant de l'emprunt, notamment par rapport au montant de capital social de l'émetteur.

5.2. Droit financier

Le titulaire des obligations dispose du droit au remboursement du capital et du droit au versement d'un intérêt, mais selon des modalités distinctes. Il convient aussi d'envisager l'octroi d'une prime et le bénéfice d'une garantie¹.

5.2.1. Le capital

L'obligataire est en principe remboursé du nominal de la valeur d'émission. Plusieurs types de remboursement du capital sont envisageables :

- Les obligations sont remboursées à l'échéance en totalité et en une seule fois, au jour fixé dans le contrat d'émission. C'est la modalité de remboursement la plus répondue, bien qu'elle exige de la société un décaissement égal au montant de l'emprunt à une date déterminée ;
- Le remboursement des obligations peut aussi être échelonné sur la durée de l'emprunt en désignant par tirage au sort les titres à rembourser. La modalité de remboursement par amortissement la plus répondue est l'amortissement par annuité constante, qui permet d'affecter chaque année au remboursement une même somme comprenant le remboursement du capital et le paiement des intérêts dans des proportions variables ;

¹ G. Kolifraht et T. Journe, *Op.Cit.*, p.45.

- Le remboursement peut avoir lieu par anticipation à l'initiative des porteurs et sur proposition de la société émettrice, de l'émetteur, selon les prévisions du contrat d'émission ou suite à des modifications dans la société (changement d'objet ou de forme, fusion, dissolution anticipée, etc.). En l'absence de dispositions spéciales du contrat d'emprunt, la société ne peut jamais imposer aux obligataires le remboursement anticipé ;
- Le remboursement peut être reporté au-delà de la date d'échéance dans le cas des obligations prorogables. La prorogation n'a d'intérêt pour le porteur que si à l'échéance normale, le taux de rendement offert par d'autres titres sur le marché est inférieur à celui offert par les obligations prorogables ;
- Le rachat en bourse est aussi une modalité d'amortissement. La société a intérêt à racheter ses obligations dès que leur cours est inférieur au prix de remboursement.

5.2.2. Les intérêts

La plupart des obligations portent intérêt. Le taux d'intérêt indique, en pourcentage de la valeur nominale du titre, le coupon ou montant d'intérêt produit périodiquement par le titre au bénéfice de son porteur.

5.2.3. La prime

L'obligation éventuellement ouvre droit à une prime. C'est la différence entre le prix de remboursement d'une obligation et le montant du nominal de cette même obligation. Ainsi une obligation peut être remboursée à un niveau supérieur à son prix d'achat. L'objectif est ici de convaincre les investisseurs de participer à la souscription. Une forte prime de remboursement accroît le taux actuariel de l'obligation et donc son intérêt pour les investisseurs.

5.2.4. La garantie

Différentes sortes de sûretés peuvent être constituées telles que :

❖ Les sûretés réelles

La société peut proposer aux obligataires les garanties suivantes nantissement de son fonds de commerce ou hypothèque sur un immeuble. La garantie est constituée sur décision de l'assemblée générale des actionnaires, pour le compte de la masse des obligataires.

Ces sûretés sont relativement peu fréquentes dans les émissions obligataires. Par contre, toutes les émissions font bénéficier les obligataires d'une clause "pari passu", c'est à dire de traitement égal.

Cette clause engage l'émetteur à ne pas conférer aux porteurs d'autres obligations une garantie supérieure sans en faire bénéficier également les souscripteurs de l'émission contenant la clause. Il y a promesse d'hypothèque ou de nantissement dans la mesure où les obligataires chirographaires à l'origine, peuvent se transformer en créanciers privilégiés dès lors qu'une telle garantie est accordée à d'autres créanciers.

Cette clause n'empêche pas l'émetteur de conférer une sûreté à un créancier non obligataire à condition toutefois qu'elle ne nuise pas aux obligataires.

❖ Les sûretés personnelles

Certains émetteurs pour accéder au marché financier, ont besoin de la garantie d'une tierce personne, qui peut être soit l'Etat soit une société, souvent société mère de l'émetteur. La garantie concerne le paiement des intérêts, frais et impôts accessoires, et le remboursement du capital.

Le garant s'engage à se substituer à la société émettrice à la première demande des banques chargées du service financier de l'emprunt.

Les émetteurs utilisent aussi les promesses de sûretés ou sûretés « négatives », comme la clause de *negative pledge*, par laquelle l'émetteur s'engage à ne pas procéder à une émission ultérieure d'obligations, sans conférer aux nouveaux obligataires les mêmes garanties que celles octroyées aux anciens. Elle utilise aussi la clause maintien de l'emprunt à son rang ou clause *paripassu*, qui confère aux obligataires un rang identique à celui des autres créanciers présents ou futurs, en cas de faillite de l'émetteur.

La garantie est constituée sur décision de l'assemblée générale des actionnaires, pour le compte de la masse des obligataires.

En principe, les obligataires sont des créanciers chirographaires de la société, sans privilèges particuliers. Ils sont cependant susceptibles en cas de difficultés, de se voir servis après les créanciers munis de sûretés, et d'être réduits au même rang que d'autres obligataires ou d'autres créanciers chirographaires de l'entreprise. Afin de faciliter la souscription de leur emprunt, les sociétés ont la faculté de proposer aux investisseurs des garanties réelles ou personnelles.

Section 2 : Les différentes catégories des obligations

La volatilité des taux d'intérêt des marchés et l'importante demande des entreprises en matière d'emprunts à moyen et long terme ont été suivies d'une énorme prolifération des titres émis par ces entreprises.

Par ailleurs, nous remarquons que le marché obligataire est largement dominé par les titres d'Etat (valeurs de Trésor); néanmoins, la multiplicité des émissions obligataires, ces dernières années, a conduit à la création d'une diversité de produits obligataires, désormais les portefeuilles obligataires sont constitués de titres privés et publics. Nous nous limitons à en exposer les plus importants produits à gamme largement diversifiée.

On peut compter différents types d'obligations selon le critère retenu :

- La nature fixe ou variable du taux de coupon: Les obligations à taux fixe/Les obligations à taux variable;
- La nature publique ou privée de l'émetteur: Les obligations d'Etat/Les obligations corporative;
- L'existence ou non de coupon intermédiaires dans l'échéancier de remboursement: Les obligations à coupon/Les obligations zéro-coupon;
- L'existence ou non d'options associées au produit purement obligataire: Les obligations sans clause optionnelle/les obligations à clause optionnelle;
- La nature du rating de l'émetteur: Les obligations AAA (dites investment grade)/les obligations BBB (dites junk bonds).

Nous nous limitons dans cette section à exposer les critères les plus importants susceptibles d'être utilisés sur le marché national.

I. Classement des obligations par taux d'intérêt

Outre les caractéristiques classiques, les obligations peuvent présenter un éventail de particularités qui influenceront la détermination de leur prix.

Les titres obligataires peuvent être classés selon le taux d'intérêt en :

- Obligations à taux fixe ;
- Obligations à taux variable.

1. Les obligations à taux fixe

Ce sont des obligations donnant droit au versement d'un revenu fixe (intérêt fixe) pendant toute la durée de l'emprunt et au remboursement du capital à l'échéance.

L'obligation à taux fixe s'avère la plus utilisée, ceci revient aux avantages qu'elle procure à la fois à l'investisseur assuré d'être remboursé (capital et intérêts connus à l'avance), et à l'émetteur connaissant à l'émission le montant exact qu'il s'engage à rembourser à son prêteur, d'où la possibilité d'évaluer ses besoins financiers avec précision.

Toutefois, Elles sont sensibles aux variations de taux sur le marché, lorsque ces derniers augmentent, le cours de l'obligation à taux fixe baisse, car la demande de cette obligation va baisser du fait que les investisseurs vont préférer les obligations qui sont sur le marché car elles offrent un meilleur rendement. Et inversement si les taux baissent, le cours de l'obligation à taux fixe augmente.

2. Les obligations à taux variable

Le nominal de ces obligations reste inchangé pendant toute la durée de l'emprunt. Par contre, le taux varie en fonction du taux en vigueur sur le marché. Dans la pratique, une partie du coupon est généralement fixe, l'autre varie selon le taux prévalant sur le marché. Le taux du coupon est généralement calculé ainsi ¹:

$$t_i = \text{Référence}(t) + \text{Marge}$$

- t_i : Taux du coupon à l'instant « i » ;
- La marge est fixée à l'émission et dépend du rating² de l'émetteur et de la référence ;
- La référence représente le taux sur le marché.

Parmi les taux de référence, on trouve le taux de rendement des emprunts d'État et le taux prévalant sur le marché monétaire. Dès lors le coupon est ajusté en fonction des conditions de marché, donc le cours d'une obligation à taux variable est moins volatile que celui d'une obligation à taux fixe. Ainsi un investisseur qui anticipe une hausse des taux sur le marché optera pour les obligations à taux variable, par contre s'il anticipe une baisse des taux, il choisira les obligations à taux fixe.

Il existe deux catégories d'obligations à taux variable :

2.1. Les obligations à taux flottant

Il s'agit d'un coupon poste déterminé, calculé peu de temps (quelques semaines) avant la date de son paiement ;

2.2. Les obligations à taux révisable

Il s'agit d'un coupon prédéterminé, fixé au début de la période à partir de laquelle il commence à courir en référence à une valeur calculée à cette date. Généralement, les *taux de référence* fixés pour le calcul des coupons d'une obligation sont de deux types :

- ❖ **La référence aux taux monétaires:** Les coupons sont déterminés suivant les taux d'intérêt journaliers sur le marché monétaire (le Taux Moyen Mensuel «TMM») ³ à une année (le Taux Annuel Moyen « TAM ») ⁴;

¹ L. GITMAN et al, « Investissement et marché financier », 9ème éd, Ed. Pearson, Paris, 2005, p. 60.

² Le rating est une note attribuée par les agences de notation afin de donner des avis sur la qualité du crédit, ceci sera ultérieurement développé.

³ TMM : Taux Mensuel du Marché Monétaire, est égal à la moyenne arithmétique des 12 derniers taux moyens pondérés mensuels du marché interbancaire au jour le jour.

⁴ TAM : Taux Annuel Monétaire, égal au taux d'un placement mensuel renouvelé chaque mois pendant les douze derniers qui précèdent. Il est calculé par capitalisation.

- ❖ **Les taux fixés en référence obligataire** : Le TME (Taux Moyen des Emprunts d'Etat) est le taux de rendement sur le marché secondaire des emprunts d'Etat à taux fixe supérieurs à 7ans. Il est déterminé par la moyenne arithmétique des douze dernières moyennes mensuelles des taux de rendement des emprunts d'Etat à long terme et le TMO (Taux de rendement Moyen des emprunts Obligataires) qui est la moyenne arithmétique mensuelle des taux hebdomadaires du marché primaire des émissions obligataires à plus de 7 ans. Ces taux sont des taux de référence les plus usités pour les émissions obligataires à taux variable.

II. Classement des obligations par nature

Les titres obligataires peuvent être classés selon leur nature :

- Privé ;
- Public.

1. Les obligations émises par le secteur privé

Les entreprises du secteur privé émettent des obligations ayant des formes très variées. Un critère de classification de ces titres est difficile à déterminer en raison des spécificités des obligations, qui de fait peuvent appartenir à plus d'une catégorie à la fois. A ce titre, nous pouvons citer :

- Les obligations optionnelles ;
- Les obligations à coupon zéro ;
- Les obligations à fenêtre ;
- L'obligation subordonnée à durée indéterminée.

1.1. Les obligations optionnelles

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

1.1.1. Les obligations échangeables

L'émission d'obligations échangeables offre à l'émetteur la possibilité d'assouplir sa politique en matière d'endettement en transformant son titre de créance en actions ou en obligations.

1.1.1.1. Les obligations échangeables en actions

Les obligations échangeables en actions sont des obligations qui, au gré de leurs propriétaires, peuvent être échangées à tout moment contre des actions. L'émission des obligations en actions est autorisée par l'assemblée générale des actionnaires.

Pour l'émetteur, l'émission d'obligations échangeables prend son intérêt lorsque l'émetteur représente un groupe. Les filiales peuvent ainsi émettre des obligations échangeables contre des titres détenus par la société mère sur la filiale. Cette dernière offre de les échanger aux titulaires d'obligations qui le décident.

Pour le souscripteur, l'investisseur a la possibilité de transformer sa situation de créancier en celle de propriétaire. Cette solution peut être attractive lorsque l'obligation échangeable détenue a été émise à taux fixe ou révisable et que les taux ont chuté.

L'émission d'obligations échangeables est une technique tombée en désuétude, car elle entraînait un processus particulièrement lourd en raison, d'une part, en termes d'obligations légales de l'entreprise, l'assemblée générale des actionnaires vote l'émission des obligations échangeables et l'augmentation de capital réservée à un souscripteur simultanément. D'autre part, la société peut avoir des difficultés à trouver un tiers souscripteur qui accepte de s'engager temporairement pour le montant total de l'émission d'action.

1.1.1.2. Les obligations échangeables en obligations

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

Pour l'émetteur, l'entreprise crée un nouvel emprunt à partir du premier.

L'avantage est double :

- Eviter une opération d'émission qui est coûteuse, longue et parfois interprétée négativement par le marché si elle est trop rapprochée de la première ;
- Eviter la multiplication des lignes d'emprunt avec la complexité qu'elle entraîne pour la gestion du remboursement des annuités.

Pour le porteur, l'investisseur a la possibilité d'échanger son titre de créance contre un autre plus attractif éventuellement s'il y a un mouvement de hausse de prix. A l'inverse, il refusera la conversion si le taux a chuté.

1.1.2. Les obligations convertibles en actions

L'obligation convertible en action est un titre qui donne le droit par simple conversion d'obtenir des actions de la société émettrice, ou des actions d'une autre société. Les obligations convertibles remplacent avantageusement les obligations échangeables car le tiers souscripteur, n'est plus nécessaire dans ce cas.

Pour l'émetteur, les sont avantages d'une part, le taux d'intérêt servi est moins élevé que celui d'une obligation classique, portant sur une société de même risque.

A terme, si les obligataires demandent la conversion de leurs titres, il y a allègement du bas du bilan et renforcement des ressources stables. Par la suite les possibilités d'emprunt de l'entreprise sont élevées, du fait de l'extinction de sa dette.

Pour le souscripteur, lors de l'évolution défavorable des taux d'intérêt servis sur les titres de créance, l'obligataire transforme sa qualité en propriétaire. En fait, il réalise un arbitrage entre le cours de l'action et le cours de conversion.

Si le cours de l'action est inférieur au cours de conversion, l'obligataire conserve sa qualité de créancier. Inversement, si le cours de l'action est supérieur au cours de conversion et que le rendement de l'action est supérieur au taux d'intérêt servi sur l'obligation, le créancier demande la conversion de son titre de créance en titre de propriété.

L'émission d'obligations convertibles en actions peut être considérée comme une augmentation de capital différée.

La possibilité de conversion est précisée dans le prospectus d'émission et une période de non conversion peut être spécifiée ; par exemple, elle peut ne débuter que cinq ans après l'émission obligataire. En tout état de cause, la possibilité de conversion doit pouvoir être exercée avant le remboursement des obligations, si l'émetteur rembourse par tirage au sort par exemple.

L'émission d'obligations convertibles en actions procure divers avantages pour l'entreprise :

- Le taux facial de l'obligation est inférieur au taux de marché au moment de l'émission en raison de l'avantage procuré par ce type d'obligation si son détenteur lève l'option;
- S'il y a conversion en action, l'emprunt se transforme en capital et il n'est plus soumis à des charges de remboursement d'annuités (intérêt sur emprunt) ;
- Quant à l'obligation, le porteur a intérêt à attendre l'échéance de son obligation pour prendre sa décision. Il compare le montant qu'il devrait recevoir en contrepartie du remboursement de son obligation à la valeur de l'action. Cette possibilité a un coût : le taux actuariel servi sur les obligations convertibles est plus faible que celui du marché.

L'émission des obligations convertibles est autorisée en Algérie. Elle a été explicitement stipulée par l'article 715 bis 114 du code de commerce¹. L'autorisation ne peut être donnée que par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires (art 715 bis 116) car toute décision en la matière entraîne à terme une augmentation du capital en cas de conversion contre de nouveaux titres de propriété.

¹ Art 715 bis 114 (décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993) relatif aux obligations convertibles en actions de la sous section autres valeurs mobilières du code de commerce algérien.

La clause de remboursement anticipé représente la possibilité pour l'émetteur de rembourser par anticipation les obligations. Le souscripteur ne peut alors s'opposer à la conversion, l'avantage que s'octroie l'émetteur est compensé par une prime de remboursement.

L'émetteur exercera son droit dans les deux cas suivants :

- Quand les taux d'intérêt sont élevés et la charge financière est trop lourde ;
- Quand la hausse des taux entraîne une baisse du cours des obligations ; c'est l'occasion pour l'emprunteur de réduire le montant de son endettement.

Ces deux cas montrent que les clauses de remboursement anticipé ne sont pas appréciées par les obligataires.

Ces obligations sont assimilées, dans la mesure où il s'agit d'actions potentielles, par les analystes financiers à des actions pour la totalité ou pour une partie. Le choix retenu est important puisqu'il conduit à une plus ou moins grande dilution du bénéfice par action.

Chaque conversion modifie le capital de l'entreprise, or une variation des fonds propres doit traditionnellement être approuvée par une assemblée générale extraordinaire. C'est ainsi que pour assurer la permanence de la convertibilité, la société émettrice fait voter l'autorisation de l'émission des obligations et la conversion potentielle de ces obligations en actions.

Les entreprises qui émettent ces titres sont le plus souvent des sociétés de croissance qui aujourd'hui possèdent des actions à faible rendement, mais dont les titres seront ultérieurement attractifs car ils devraient offrir des rendements élevés.

1.1.3. Les obligations avec possibilité d'échange

Ces emprunts offrent à l'émetteur la possibilité d'assouplir sa politique en matière d'endettement en transformant les obligations en actions ou en allongeant la durée de vie de l'emprunt. Ces possibilités sont toujours spécifiées dans le contrat¹.

L'obligation dispose du droit d'échanger à certaines dates son titre de créance contre un autre titre. Il faut distinguer :

- Les obligations échangeables;
- Les obligations à bon d'échange.

¹ R.FERRANDIER et V. KOEN, « *Marché de capitaux et techniques financières* », Ed. Economica, Paris, 1997, p.19.

1.1.3.1. Les obligations échangeables

A certaines dates, le souscripteur dispose de la possibilité d'échanger ses obligations contre d'autres titres. L'échange consiste à transformer des obligations à taux fixe en obligation à taux variable et vice-versa. Ce titre est largement favorable à l'obligataire qui dispose à une ou plusieurs dates du choix du mode de placement. En cas d'anticipation de baisse des taux d'intérêt, il choisira des obligations à taux fixe, inversement, il souhaitera bénéficier d'une élévation de taux. Ces avantages ont bien entendu un prix qui est représenté par un rendement à l'émission inférieur au rendement du marché.

1.1.3.2. Les obligations à bon d'échange

Il s'agit du même produit financier à la différence que le bon d'échange est négociable sur un marché boursier. Cette cotation sur le marché secondaire démarre en même temps que celle de l'obligation.

1.1.4. Les obligations à bon de souscription

Les obligations à bon de souscription ou warrants sont des obligations classiques à taux fixe émises à un taux moins avantageux que celui du marché ; en contre partie, l'émetteur offre un bon ou warrant au souscripteur. Ce bon permet de souscrire ultérieurement à un prix convenu à l'avance, le prix d'exercice, à un autre qui peut être une obligation ou une action¹.

On distingue les obligations à bon de souscription d'action et les obligations à bon de souscription d'obligation.

1.1.4.1. Les Obligations à Bon de Souscription d'Action

La décision d'émettre des Obligations à Bon de Souscription d'Action(OBSA) est prise en assemblée générale extraordinaire. Les actionnaires renoncent alors au droit préférentiel de souscription sur les actions qui seront émises au titre de la conversion des obligations. Pour compenser ce renoncement, l'entreprise émet parfois des OBSA avec un droit préférentiel de souscription aux obligations convertibles.

L'entreprise dispose de deux solutions :

- L'exercice du bon conduit un tiers à céder ses propres actions au profit de l'obligataire;
- Les actions n'existent pas et elles sont créées au moment de l'exercice des bons. Comparé à la possession d'une obligation convertible en action, le détenteur de l'OBSA n'est pas tenu d'opter entre la qualité d'obligataire ou celle d'actionnaire, puisqu'il dispose effectivement des deux.

¹ J. ANTOINE et M.C. CAPIAUHUART, « Titres et bourse », Ed. De Boeck, Paris, 1999, p. 33.

Pour l'émetteur, dans la mesure où l'obligation à bon de souscription d'action est un titre optionnel, l'intérêt offert au souscripteur trouve sa contrepartie dans le taux de rendement inférieur à celui des obligations classiques. Les avantages pour l'entreprise sont multiples :

- Elle n'engage qu'une fois des frais d'émission à l'occasion de l'opération portant sur les obligations; elle a l'avantage de recourir au marché financier une seconde fois lorsque les obligataires décident d'utiliser la possibilité que leur confère la détention de warrants;
- L'emprunt initial émis porte sur un taux d'intérêt inférieur aux conditions du marché puisqu'il confère un avantage avec les bons de souscription qui lui sont attachés;
- La société peut faire souscrire les OBSA à des sociétés « amies ». en cas de menace d'OPA, ces sociétés convertiront immédiatement leurs bons afin d'accroître le capital et limiter les possibilités d'accéder au pouvoir dans la société.

Pour le souscripteur, l'obligation à bon de souscription d'action lui permet s'il exerce son warrant de devenir actionnaire tout en restant obligataire.

Le souscripteur dispose de deux solutions :

- Il décide de souscrire à la solution qui lui est offerte. Cette solution est généralement retenue lorsque les taux du marché sont inférieurs à ceux de l'emprunt ;
- Il ne veut pas souscrire à la proposition qui lui est faite; il revend le bon qui est cédé sur le marché secondaire. Ce bon et la détention d'une obligation permettront à un tiers de souscrire à la proposition de l'emprunteur.

1.1.4.2. Les Obligations à Bons de Souscription d'Obligations (OBSO)

Les Obligations à Bon de Souscription d'Obligation (OBSO) sont des titres classiques auxquels sont associés un warrant, qui, après l'émission est « détaché » de son support et considéré comme une valeur mobilière c'est-à-dire que le bon est coté sur le marché secondaire, sur une ligne distincte de sous-jacent.

A des dates déterminées au moment de l'émission des obligations, les titulaires (obligations et warrants) pourront acquérir à un prix déterminé à l'émission des OBSO.

Pour l'émetteur, l'émission d'OBSO lui ouvre la possibilité mais non la certitude de lever des fonds ultérieurement lors de l'exercice des bons par leurs détenteurs. Dans la mesure où les conditions de réalisation de l'opération sont connues au départ, le risque de non souscription existe, et il est lié aux conditions du marché au moment de l'exercice du bon.

Pour le souscripteur, les possibilités sont identiques à celles décrites dans le cadre OBSA.

1.2. Les obligations à fenêtre

Lorsque la durée de vie de l'emprunt est longue (18 à 20 ans), le souscripteur peut souhaiter à un moment donné récupérer le montant de sa créance. De même l'émetteur peut souhaiter rembourser par anticipation sa dette. Les emprunts à fenêtre offrent la possibilité (mais pas l'obligation) d'être remboursés par anticipation à des dates fixées à l'avance. Ces fenêtres sont situées à des périodes prédéterminées.

Il y a cinq (5) options de remboursement se répartissant entre l'émetteur et l'obligataire :

- Vers la septième année;
- Vers la dixième année;
- Vers la quatorzième année.

Toute sortie est payante qu'elle soit le fait de l'émetteur ou de l'obligataire.

- Le souscripteur s'il anticipe une hausse des taux plutôt que de constater la perte en capital de son obligation sur le marché secondaire, va demander son remboursement;
- L'émetteur peut également vouloir rembourser par anticipation un emprunt à taux fixe qui lui coûte cher en frais financiers lorsqu'il le compare au taux du marché qui a baissé. Dans ce cas, il paie une prime de remboursement. Par la suite, l'entreprise peut lancer une nouvelle émission à des conditions plus avantageuses.

La sortie d'un emprunt à fenêtre est réalisée lorsque les taux d'intérêt varient sensiblement et dégagent un coût élevé pour l'émetteur ou un certain manque à gagner pour le souscripteur.

1.3. Les obligations à coupon zéro

Les obligations à coupon zéro se décomposent en trois catégories¹ :

- Les véritables obligations à coupon zéro;
- Les obligations à coupon différé;
- Les obligations démembrées.

1.3.1. Les véritables obligations à coupon zéro

L'émetteur d'obligation à coupon zéro ne verse pas d'intérêt pendant la durée de vie du titre.

¹ H. DE LA BRUSLERIE, « *Gestion obligataire, Marchés, taux d'intérêt et actifs financiers* », Ed. Economica, Paris, 2002, p. 26.

L'obligation est émise à un prix inférieur au prix nominal ; l'écart entre prix sera d'autant plus élevé que l'échéance est longue.

Le calcul du rendement est réalisé par la différence entre le capital versé à l'émission et le capital remboursé à l'échéance, le rendement actuariel demeure identique sur la durée de vie de l'emprunt.

Pour l'émetteur, ce type d'émission peut représenter pour une catégorie d'émetteur l'intérêt d'un remboursement à l'échéance ; par conséquent, il bénéficie des fonds pendant toute la durée de son emprunt. Inversement, le risque provient d'une mauvaise anticipation de la charge financière qu'il pourra supporter à l'échéance. L'absence de versements réguliers des coupons conduit à émettre les obligations à coupon zéro à un taux d'intérêt plus élevé qu'un emprunt ordinaire ayant les mêmes caractéristiques.

1.3.2. Les obligations à coupon différé

Le paiement du coupon est différé et versé en une seule fois lors du remboursement du capital. Les coupons sont alors capitalisés.

1.3.3. Les obligations démembrées

Ce procédé consiste à transformer une obligation en certificats aussi nombreux qu'il y a d'annuités d'intérêt restant à courir. L'obligation est démembrée entre le nominal et les coupons détachés chaque année. Les deux droits sont cotés séparément¹.

1.4. L'obligation subordonnée à durée indéterminée

Elle n'est remboursée qu'après désintéressement des autres créanciers, lors de la liquidation de la société. L'obligataire est toutefois remboursé avant les créanciers titulaires de prêts participatifs, mais après tous les autres créanciers. En contrepartie, la prime de remboursement est très importante. En pratique, ils sont appelés Titre Subordonné à Durée Indéterminée (TSDI). En réalité l'obligation a plutôt la même durée que la société émettrice et n'est de ce fait remboursable qu'en cas de liquidation de celle-ci. Le paiement de l'intérêt annuel est susceptible d'être reporté par décision du conseil d'administration si le dividende attaché aux actions n'est pas payé. Cette subordination des intérêts n'existe pourtant pas dans toutes les émissions.

L'intérêt de ce type d'émission réside dans le fait que les TSDI sont considérés comme des quasi-fonds propres et aussi comme des capitaux propres pour la détermination des comptes consolidés.

¹ C. JAFFEUX, « *La bourse et le financement des entreprises* », Ed. Dalloz, Paris, 1994, p. 38.

2. Les obligations d'Etat

Les produits obligataires présentés jusque là sont des titres émis par des entreprises des secteurs privé ou public. Néanmoins, il existe des titres qui sont émis exclusivement par l'Etat destinés au financement de déficits de Trésorerie ou de dettes à long terme.

A la différence des titres privés, ces obligations sont soumises à des émissions par adjudication, donc les SVT (Spécialiste en Valeurs du Trésor) soumissionnent en proposant des prix et seront servis au prix qu'ils demandent en commençant par les prix les plus élevés (donc le taux le plus bas), jusqu'à atteindre le montant demandé par le Trésor.

Il existe deux types d'instruments de créance sur l'Etat. Ils correspondent à deux degrés de maturité¹:

- Le court terme avec les bons du Trésor ;
- Le long terme pour les Obligations Assimilables du Trésor (OAT).

2.1. Les bons du Trésor

Ce sont des titres dématérialisés² émis par l'Etat pour une maturité généralement inférieure à une année et sont destinés au financement de décalages de trésorerie momentanés. Ils servent des intérêts précomptés (calculés à l'émission).

2.2. Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)

Ce sont des titres destinés au financement des déficits budgétaires de l'Etat. Ils s'étalent sur une maturité à long terme qui peut aller jusqu'à trente ans. Le plus souvent, les OAT sont définies à taux fixe (prédéterminé) mais aussi à taux variable (indexé sur un taux de référence).

L'Etat s'appuie sur la technique de l'assimilation consistant à rattacher les différentes tranches aux emprunts émis auparavant. Dans ce contexte et selon ses besoins, le Trésor peut émettre des tranches complémentaires, aux mêmes conditions d'émission (sauf le prix d'émission qui est ajusté en fonction du marché), qui sont assimilées aux tranches précédentes pour les périodes restant à courir.

La législation algérienne autorise les sociétés par action à émettre leurs titres sous diverses formes en vertu de l'article 715 bis 36 du code de commerce :

- ❖ **L'obligation au porteur** n'indique pas le nom de son titulaire. dans ce cas, celui qui la détient est réputé en être le propriétaire. L'article 715 bis 38 du code de commerce stipule que le titre au porteur est transmis par simple inscription en compte;

¹ J.ANTOINE, *Op.Cit.*, p.40.

² Les bons du Trésor sont enregistrés en compte courant et gérés au niveau de la Banque Centrale.

- ❖ **L'obligation nominative** indique le nom de son titulaire. Dans ce cas le remboursement est effectué au profit de ce dernier qui peut, selon l'article cité ci-dessus, transmettre le titre à l'égard de tiers et la personne morale émettrice par un transfert sur les registres que la société tient à cet effet.

Section 3 : Caractéristiques des obligations

Les caractéristiques des obligations sont d'autant plus importantes qu'elles permettent de bien comprendre le mécanisme des émissions sur les marchés obligataires.

Ainsi, on peut dire que les obligations sont caractérisées par leurs valeurs, leur rémunération, les méthodes de leur émission et le mode de leur remboursement. Toutes ces caractéristiques seront développées dans cette section.

I. Valeurs et concepts relatifs à la vie d'une obligation

Les obligations comptent parmi les produits d'investissement les plus anciens et les plus importants. L'investisseur en obligation doit maîtriser certains concepts relatifs à la vie de l'obligation.

1. Les valeurs des obligations

Traditionnellement, il est attribué à chaque titre obligataire une valeur nominale et le total des valeurs nominales, représente le montant nominal de l'émission ; toutefois, le prix de souscription et la valeur de remboursement peuvent être différents¹.

1.1. Le nominal ou valeur d'émission

C'est le montant correspondant à la fraction de l'emprunt qui a été souscrite. Cette valeur correspond à celle qui était inscrite sur les obligations lorsque celles-ci existaient réellement avant d'être dématérialisées sous forme d'inscription en compte et elle permet de déterminer le montant du coupon (l'intérêt annuel). Le nominal des obligations est souvent fonction du type d'obligation.

1.2. Le prix de l'obligation

C'est le montant calculé à une date précise durant l'emprunt, il est exprimé en pourcentage du nominal au pied de coupon.

¹ D. MORISSETTE, *Op.Cit.*, p.63.

1.3. Le prix d'émission

Afin d'attirer de nombreux investisseurs, il n'est pas rare que le prix d'émission de l'obligation soit inférieur à la valeur nominale. Il en est de même pour le marché actions lors de l'introduction en bourse. Il est possible également, dans des cas plus rares, que le prix d'émission soit supérieur au montant du nominal. Dans la pratique, l'entreprise remboursera à l'échéance de l'obligation un montant supérieur à celui emprunté représente le montant payé par l'investisseur pour pouvoir disposer du titre. Il peut être supérieur, égal ou inférieur à la valeur d'émission :

- Lorsqu'il est supérieur au nominal, l'émission est dite « au dessus du pair » ou « à prime »;
- Si ce prix est égal à la valeur nominale, l'émission est dite « au pair »;
- L'émission est dite « au dessous du pair » ou « à escompte » si la valeur nominale est supérieure au prix d'émission.

$$\text{Montant de l'emprunt} = \text{Nombre d'obligations} \times \text{Prix d'émission} \dots\dots\dots^1$$

1.4. La prime d'émission

La prime d'émission est donnée par la différence éventuelle entre le prix d'émission et la valeur nominale.

Elle permet d'attirer les éventuels obligataires. Une prime de remboursement peut aussi être associée à la prime d'émission afin de gonfler le rendement de l'obligation. La prime d'émission influence le taux actuariel de l'obligation en l'augmentant par rapport au taux nominal. Cette prime relative aux obligations est synthétisée dans le tableau ci après :

Exemple :

VR : valeur de remboursement ;

VE : valeur d'émission ;

VN : valeur nominale.

Tableau N°04 : Prime relative aux obligations

(En DA)

Différence arithmétique	Dans la littérature financière
VN-VE : 1000 - 990 = 10	Prime de remboursement en dedans
VR-VN : 1005 - 1000 = 5	Prime de remboursement en dehors
VR-VE : 1005 - 990 = 15	Double Prime de remboursement
VE-VN : 1003 - 1000 = 3	Prime d'émission

Source : Elaboré par nos soins

¹ D. MORISSETTE, *Op.Cit.*, p.64.

1.5. Le prix de remboursement

A l'échéance de l'obligation, le montant de cette dernière sera totalement remboursé (amorti) par l'émetteur. Ce remboursement peut être inférieur, égal ou même supérieur à la valeur nominale et ce dans le but d'accroître l'intérêt pour les investisseurs. Ainsi, la différence entre ce prix de remboursement et la valeur nominale est appelée « *prime de remboursement* »

2. Concepts relatifs à la vie d'une obligation

Les concepts généralement utilisés durant la vie d'une obligation sont :

2.1. La durée de vie de l'emprunt

Représente l'horizon de temps compris entre la date de règlement du montant de l'émission et celle du dernier remboursement. La durée de l'emprunt est généralement comprise entre 5 à 15 années.

$$\text{Vie moyenne} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{i \times (\text{le nombre de titres remboursés pendant l'année } i)}{\text{le nombre total de titres à rembourser}}}{1}$$

Où :

« *i* » est l'année

« *n* » la durée de vie du titre

2.2. La date de souscription ou de règlement

Est le moment auquel le montant de l'émission a été payé.

2.3. La date de jouissance

C'est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir. La date de jouissance est utilisée pour calculer le coupon d'une obligation.

2.4. La maturité

Représente la période intervenant entre un moment présent et la date du dernier remboursement de l'obligation. Cette notion diffère de la durée de vie de l'obligation du fait que cette dernière est fixée à la date du règlement du montant de l'émission.

¹ G.CAUDAMINE et J. MONTIER, « Banque et marché financiers », Ed. Economica, Paris, 1998, p.98.

II. Rémunération et modalités de remboursement des obligations

Les obligations sont assorties d'un intérêt payé chaque année « le coupon ». L'intérêt d'une obligation sera proposé en fonction de la durée de l'emprunt et des conditions du marché au moment de l'émission. Le revenu perçu par l'obligataire est calculé en fonction de différents taux et des modalités de remboursement de l'obligation.

1. La rémunération des obligations

La rémunération des obligations se mesure par un intérêt versé obligatoirement à la tombée de la date de paiement des coupons. Cet intérêt est calculé sur la base d'un taux qui peut être :

1.1. Le taux d'intérêt nominal ou facial

Appelé aussi *coupon*, il représente un pourcentage de la valeur nominale. Le taux d'intérêt nominal offert aux investisseurs peut se révéler comme étant un indicateur plus ou moins significatif du niveau de rendement d'un investissement dans un titre obligataire. Ceci est dû aux décalages pouvant exister entre les dates de règlement et de jouissance, à l'existence de primes d'émission ou de remboursement, aux modalités d'amortissement et à la périodicité.

De cette constatation, il a été mis en place un instrument de mesure du niveau de rendement de l'investissement obligataire à savoir le taux de rendement actuariel¹.

Le montant obtenu représente l'intérêt que doit payer l'emprunteur à l'investisseur et peut être :

- **Fixe:** Si le même taux est appliqué pendant toute la période de l'emprunt: **Exemple :** Une obligation à valeur nominale de **10 000 DA** à un taux nominal convenu de **5%**, ce qui nous donnera un intérêt annuel de :
 $10\ 000 * 0.05 = 500\ DA$. Ce taux est convenu à l'avance dans le contrat d'émission en fonction de la qualité de sa signature et du niveau des taux sur le marché financier.
- **Variable** ou révisable, si le taux évolue constamment dans le temps. Il est indiqué dans le contrat d'émission ainsi que la période d'application de ce taux.

1.2. Le taux réel

Il est égal au taux d'intérêt nominal moins le taux de variation des prix. L'exemple suivant permet de comprendre cette notion : soit un titre obligataire émis à un taux nominal de 7%, alors que la hausse des prix est de 2% nous donne un taux d'intérêt de : $(7\% - 2\%) = 5\%$.

¹ G.CAUDAMINE et J. MONTIER, *Op.Cit.*, p. 99.

1.3. Le Taux de Rendement Réel (TRR)

Est égal à l'intérêt perçu rapporté au prix réel payé par l'obligataire. Le TRR indique le taux de croissance du montant investi dans l'obligation pendant une période donnée. Il mesure ainsi la rentabilité générée par l'investissement consacré à l'obligation. Il est calculé en appliquant la formule suivante :

$$\dots\dots\dots TRR = \sqrt[n]{\frac{\text{valeur finale}}{\text{mise initiale}}} - 1 \dots\dots\dots^1$$

Où :

La Valeur finale correspond à la somme des coupons périodiques reçus majorée des intérêts générés par le réinvestissement de ces coupons et la valeur acquise lors de la revente de cette obligation.

La Mise initiale représente le prix d'achat (d'acquisition) de l'obligation

N : Période de placement exprimée généralement en années.

Exemple : une obligation à valeur nominale de 10.000 DA, émise à un taux facial de 7%, est vendue sur le marché à 9500DA. Le taux de rendement réel est alors :

$$(0,07 \times 10.000) / 9500 = 7,37\%.$$

1.4. Le taux de rendement courant (current yield)

Donne à l'obligataire le rendement généré par le paiement des coupons annuellement. Le rendement courant est donné par le rapport du coupon annuel au prix de l'obligation à un moment donné.

$$\text{Rendement courant} = \frac{\text{Coupon annuel}}{\text{Prix actuel}} \dots\dots\dots^2$$

Ou bien c'est le rapport du taux nominal au cours de l'obligation.

Exemple: Taux nominal : 10%

Cours actuel : 94%

$$\text{Current yield} = (10/94) \times 100 = 10,64\%.$$

Le calcul du rendement courant d'une obligation ne prend en considération que la partie du rendement total provenant des coupons. Le gain en capital que réalisera l'investisseur au moment de l'échéance de l'obligation ainsi que les revenus d'intérêt découlant du réinvestissement des coupons périodiques ne sont pas pris en compte dans le calcul.

¹ .M. DALBARADE, « *Mathématiques des marchés financiers* », 3^{ème} édition, Ed. Eska, Paris, 2005, p.19.

² J.M. DALBARADE, *Op.Cit.*, p. 21.

1.5. Le taux de rendement à l'échéance (yield at maturity) ou le taux actuariel

Il s'agit du taux d'intérêt réellement perçu par l'investisseur. Ce taux permet de déterminer le taux de rendement réalisé par l'investisseur au cas où il conserve son titre jusqu'à échéance et que les coupons sont réinvestis au même taux. Il peut être également défini comme le taux qui égalise le prix de l'obligation et la valeur actualisée de ses paiements futurs (coupons + valeur nominale ou prix de cession) à recevoir par le détenteur.

C'est le taux de rendement actuariel qui rend la valeur actualisée (au jour de calcul) des coupons et du montant de remboursement égale au cours de l'obligation.

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

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} \dots\dots\dots 1$$

Où :

n: Durée de vie de l'instrument ;

F_i: Flux à l'année i ;

r: Taux actuariel.

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

Exemple :

Supposons que vous investissiez à l'émission dans une obligation de nominal 500 DA à un prix d'émission de 495 DA avec un taux nominal de 5% pendant 3 ans. Vous percevrez donc des coupons de 25 DA pendant 3 ans. Le taux actuariel se calcule ainsi :

$$495 = 500 \times (1 + r)^{-3} + \frac{25 \times [1 - (1 + r)^{-3}]}{r}$$

Soit, **r** = taux actuariel = 5,37%.

La différence entre le taux d'intérêt actuariel de 5,37% et le taux d'intérêt nominal de 5% s'explique par le montant de la prime d'émission qui est positive (5 DA).

2. Les modalités de remboursement des obligations

Les entreprises sont tenues de gérer les emprunts qu'elles ont contractés. Elles se doivent de faire face non seulement au remboursement des intérêts générés par cet emprunt, mais aussi à l'amortissement de la dette.

¹ J.M. DALBARADE, *Op.Cit.*, p.23.

Le remboursement peut se faire à l'échéance, par amortissement ou par anticipation selon les modalités édictées dans le contrat d'émission. Par ailleurs, d'autres méthodes de remboursement sont possibles, mais ne sont pas assez utilisées par les entreprises.

On appelle remboursement d'un emprunt son amortissement qui correspond à la restitution par l'emprunteur au créancier de la somme empruntée¹.

Selon les spécificités du contrat d'émission obligataire, les principales modalités de remboursement d'une obligation sont :

- ❖ **Le remboursement in fine:** Tout le capital est remboursé en bloc à l'échéance;
- ❖ **Le remboursement par séries:**
 - De tranches égales, appelé aussi amortissement constant ;
 - D'annuités constantes (en intérêts et capital).

On prendra un exemple chiffré pour chaque mode de remboursement pour une meilleure compréhension.

2.1. Le remboursement in fine

C'est la forme de remboursement la plus simple. La totalité de l'emprunt est remboursée le dernier jour de la durée de vie à tous les porteurs.

Le remboursement du principal de l'obligation se réalise en une seule fois à la date d'échéance du titre, ce qui permet à l'entreprise de bénéficier de la totalité du montant de l'emprunt pendant toute la durée de vie de ce dernier. Bien que cette modalité induit une lourde charge financière pour l'entreprise émettrice en fin de contrat et représente un risque de non remboursement reporté à l'échéance pour le prêteur, elle reste la formule la plus simple et la plus fréquente².

En général, l'entreprise choisit ce mode d'amortissement quand elle anticipe une amélioration de ses cash-flows à l'échéance de l'emprunt.

Exemple

Soit un emprunt de 10.000 obligations de valeur nominale de 1000 DA chacune, émis au taux 5% sur 5ans. En appliquant la méthode du remboursement *in fine*, le tableau d'amortissement se présente comme suit :

¹ R. BREALEY, S.MYERS et F. ALLEN, « *Principe de gestion financière* », 8^{ème} édition, Ed. Pearson Éducation, Paris, 2006, p. 29.

² J. BARREAU et F.DELAHAYE, « *Manuels et applications, gestion financière* », 4^{ème} Edition, Ed. Dunod, Paris, 2005, p. 115.

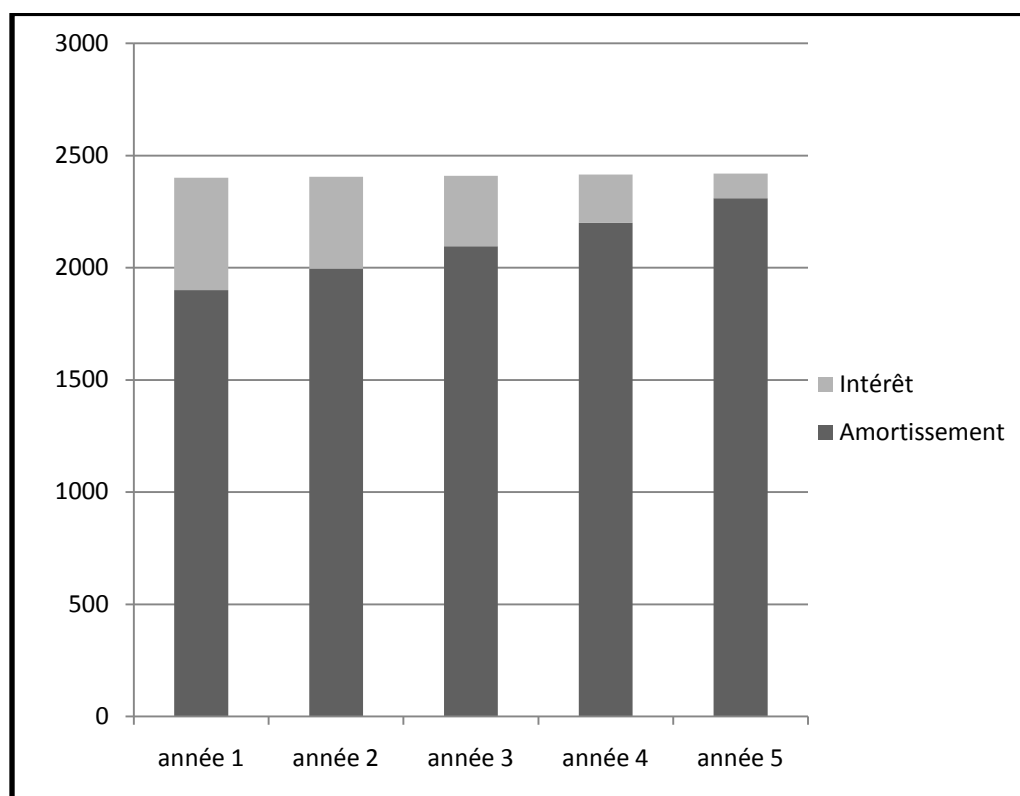
Tableau N°05 : Le remboursement in fine

Année	Capital début de période	Amortissement	Intérêt	Annuité	Capital fin de période	Taux nominal
1	10000	0	500	500	10000	0,05
2	10000	0	500	500	10000	
3	10000	0	500	500	10000	
4	10000	0	500	500	10000	
5	10000	10 000	500	10500	0	

Source : fait par nos soins.

L'annuité est la somme de l'intérêt et de l'amortissement calculés pour chaque périodicité.

Graphe N°01 : Le remboursement in fine



Source : Elaboré par nos soins à partir des données de tableau N° 05.

2.2. Le remboursement par amortissements constants

Le principal est remboursé toutes les périodes d'un montant identique, ce qui amène automatiquement à la réduction du montant des intérêts au fur et à mesure des amortissements, l'annuité sera donc dégressive.

Chapitre I : Aspects théoriques de l'emprunt obligataire

Cette méthode n'est pas beaucoup pratiquée en raison du montant que doit payer l'emprunteur au début du remboursement (les premières annuités sont les plus importantes)

Exemple

Supposons l'emprunt précédent, mais dont le remboursement annuel est constant à raison de **2.000.000 DA**. Le tableau d'amortissement devient alors comme suit :

Tableau N°06 : Le remboursement constant

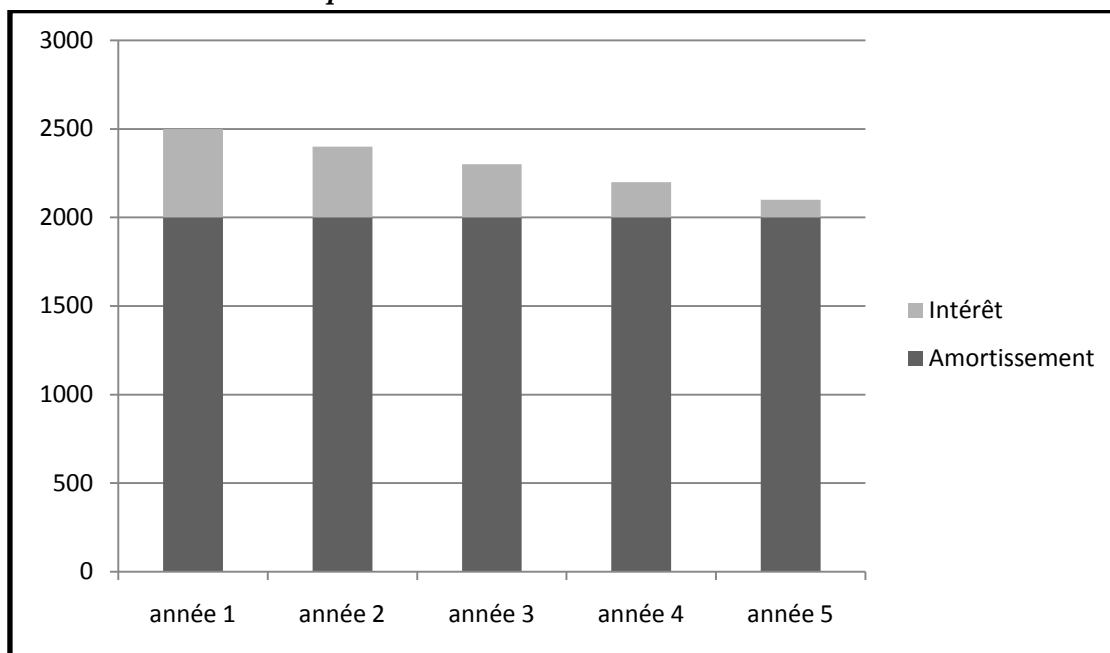
Années	Capital début de période	Amortissement	Capital restant du	Intérêt	Annuité	Taux nominal
1	10000	2000	8000	500	2500	0,05
2	8000	2000	6000	400	2400	-
3	6000	2000	4000	300	2300	-
4	4000	2000	2000	200	2200	-
5	2000	2000	0	100	2100	-
Total	-	10000	-	1400	-	-

Source : fait par nos soins

Il est d'usage de diviser le montant du principal par le nombre d'années de remboursement pour connaître le montant des amortissements. Ce qui induit une décroissance du montant du capital restant dû et ainsi un montant d'intérêt annuel de moins en moins important.

Puisque l'amortissement est constant, les annuités croissent et les intérêts diminuent comme le montre le graphe ci-après :

Graphe N°02: Le remboursement constant



Source : Elaboré par nos soins d'après le tableau N° 06.

2.3. Le remboursement par annuités constantes

Dans ce cas l'annuité versée (remboursement de capital+intérêt) est fixe durant toute la durée de vie de l'obligation. Ainsi au fur et à mesure des remboursements, le montant des intérêts versés diminuera au profit du remboursement du principal et l'annuité peut être exprimée directement par la formule :

$$A = C \times \left(\frac{i}{1-(1+i)^{-n}} \right) \dots\dots\dots^1$$

Où :

- C** : Capital emprunté.
- i**: Taux d'intérêt facial.
- n**: Durée de vie de l'emprunt.

Exemple

Soit l'exemple précédent, mais cette fois l'emprunteur doit rembourser son emprunt en cinq annuités constantes. L'annuité est calculée par simple application numérique dans la formule (1) :

$$A = 10.000 \times \left(\frac{0,05}{1-(1+0,05)^{-5}} \right) = 2,310$$

Cette annuité est identique sur toute la période de l'emprunt comme nous le montre le tableau suivant :

Tableau N°07: Le remboursement par annuités constantes

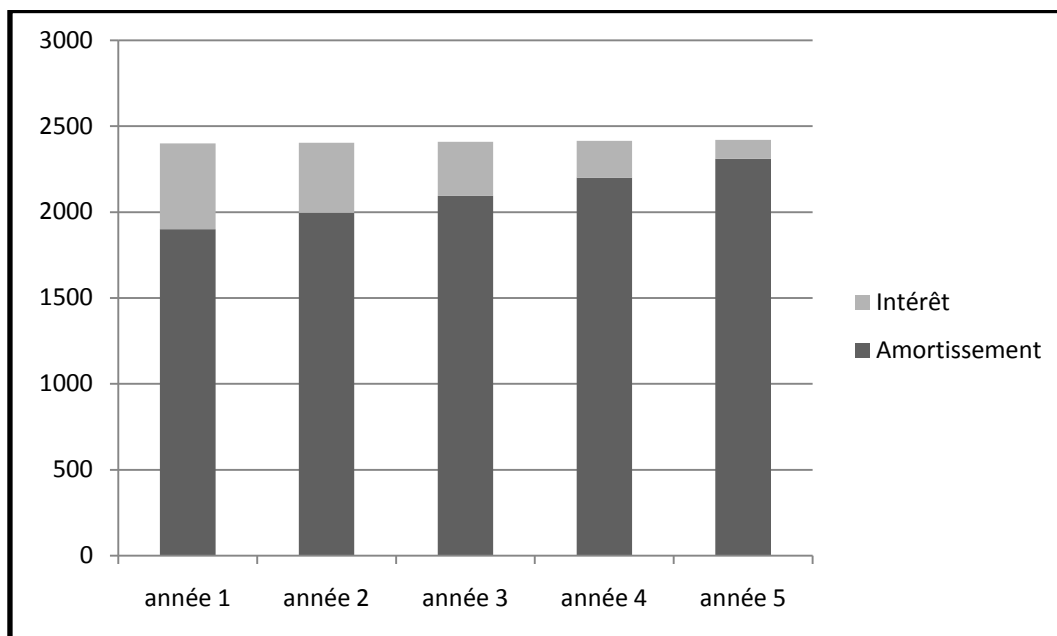
Année	Capital début de période	Intérêt	Amortissement	Annuité	Capital restant du	Taux nominal
1	10000	500	1900,247981	2309,747981	8 190	0,05
2	8190,252019	409,5	1995,26038	2309,747981	6 290	
3	6290, 016681	314,4876009	2095,023399	2309,747981	4 294	
4	4294,769532	214,72458	2199,774569	2309,747981	2 199	
5	2199,759982	109,973412	2309,763298	2309,747981	0	
Total		1048,670278	10500,06963			

Source : Elaboré par nos soins.

¹E. MAINA, « La gestion obligataire », Ed. Revue Banque, Paris, 2006, p. 44.

Puisque l'annuité est constante, les amortissements croissent et les intérêts diminuent comme le montre le graphique ci-après :

Graphie N° 03 : Le remboursement par annuités constantes



Source : Elaboré par nos soins d'après les données du tableau N°07.

3. Autres formes d'amortissement de la dette

Les trois (3) types d'amortissements que nous venions d'expliquer sont les plus courants. Néanmoins, la société peut opter pour d'autres formes que sont :

3.1. Le remboursement anticipé

Une entreprise émettrice d'obligations peut recourir au remboursement anticipé à condition qu'il soit prévu dans le contrat de l'émission dans lequel les modalités du remboursement anticipé sont prévues.

La clause de remboursement anticipé joue en faveur de l'émetteur de l'obligation. En effet, survenant une baisse des taux d'intérêts, l'entreprise pourra racheter ses obligations à un prix inférieur à leur valeur marchande et en émettre de nouvelles à un taux d'intérêt moindre. En revanche elle pénalise le porteur qui sera remboursé à un prix spécifié par le contrat qui ignore l'accroissement de la valeur de l'obligation ; quelques fois, le prix de remboursement est cependant amélioré d'une prime de remboursement.

L'article 715 bis 103 du code de commerce algérien stipule qu'en aucun cas la société émettrice ne peut imposer le remboursement des obligations, sauf clause expresse du contrat d'émission. Cette disposition est éminemment protectrice pour les épargnants, souscripteurs d'obligations.

3.2. Le rachat des obligations en bourse

Si la modalité de rachat a été prévue dans le contrat d'émission, les sociétés ont la possibilité d'effectuer des rachats en bourse. Il s'agit d'une procédure d'amortissement par anticipation qui réduit le coût de l'emprunt par annulation des annuités futures. Cette procédure intervient vers la fin de durée de vie des emprunts et lorsque le cours de l'obligation est inférieur au prix de remboursement. La procédure est réglementée afin de protéger les épargnants¹.

La littérature économique, après avoir opposé le financement des entreprises par le crédit bancaire (économie d'endettement) et le financement par l'émission de titres (économie de marché), tend désormais à attribuer un rôle complémentaire aux deux. Les études tendent à prouver que pour se développer une économie a besoin d'un marché financier actif et organisé et d'un système bancaire fiable.

Le financement de l'entreprise peut être réalisé essentiellement de deux manières : soit en augmentant les capitaux propres, soit en augmentant les dettes. Une entreprise ayant des besoins de fonds ne dispose que de ces deux solutions : faire appel aux actionnaires ou emprunter.

¹ N.DESBARRIERES, *Op. Cit.*, p.109.

A travers ce premier chapitre, nous avons présenté un mode de financement direct à savoir l'emprunt obligataire objet de notre recherche.

Dans la première section nous avons présenté l'histoire des obligations et son évolution à travers le temps, la définition de l'emprunt obligataire et de l'obligation en tant que valeur mobilière, les ressemblances et les différences avec les titres de créances négociables.

Nous avons également vu qu'il existe une panoplie de produits obligataires. Dans la deuxième section nous avons classé l'essentiel des titres en catégories en prenant en compte deux critères, la nature des titres et le taux d'intérêt.

Dans la troisième section, nous avons donné les caractéristiques des titres obligataires et les différentes modalités de remboursement d'une obligation.

L'objectif de ce chapitre était de mettre au clair les notions et les concepts théoriques nécessaires sur lesquels est axé l'emprunt obligataire, qui nous serviront par la suite et dans une deuxième partie à l'élaboration d'un cas pratique dans le contexte algérien.

Le chapitre suivant est consacré à l'étude des aspects techniques des titres obligataires à savoir son traitement comptable, les méthodes d'évaluation et de cotation et enfin les risques liés au placement obligataire.

Chapitre II

Aspects techniques de l'emprunt obligataire

Les sociétés par action, l'Etat et les collectivités publiques peuvent émettre des emprunts obligataires. A la différence de l'emprunt indivis, l'emprunt obligataire est émis sur le marché financier et divisé en parts égales appelées obligations. Les obligations sont des titres de créance négociables. Ces titres doivent être évalués et comptabilisés chez l'émetteur et l'investisseur de capitaux.

L'emprunt obligataire présente l'avantage de procurer des ressources à long terme, de même qu'une augmentation de capital, mais sans altérer les prérogatives ni les droits politiques des anciens actionnaires.

Les obligations apparaissent pour les investisseurs moins risquées que les actions, leur remboursement est en effet prioritaire par rapport à celui des actions et il intervient à une échéance déterminée et non à la dissolution. Ne participant pas aux aléas de la vie de la société, l'obligataire ne devrait donc pas être soumis aux risques sociaux comme l'est un actionnaire.

L'emprunt obligataire est une dette financière à long terme utilisé généralement pour financer le cycle d'investissement de l'entreprise.

Les conditions d'émission de ces obligations (échéance, rémunération, etc.) dépendent souvent de la qualité de l'émetteur ou de titre émis, déterminée par une note attribuée par les agences de notations qui évalue le risque de défaut de signature ou défaillance de la dette obligataire. Il existe aussi d'autres techniques pour mesurer le risque de taux d'intérêt comme la duration et la sensibilité.

Ce chapitre, scindé en trois sections, mettra au clair tous les aspects techniques des obligations ; la première section est liée à la comptabilisation des emprunts obligataires chez l'émetteur et le prêteur, dans la deuxième section nous exposerons les principes d'évaluation et de cotation des obligations et la troisième section est consacrée à l'analyse des risques auxquels l'investisseur doit faire face ainsi que les différentes méthodes d'évaluation de ces risques

Section 1 : Le traitement comptable d'un emprunt obligataire

Sur le plan comptable, les emprunts obligataires sont toujours portés au bilan de l'émetteur à leur valeur de remboursement ; le montant des primes figure à l'actif tout comme le sont les frais d'établissement (le plan comptable général ne prévoit pas de compte distinct pour la prime d'émission ; cet actif est amorti sur la durée de l'emprunt soit au prorata des intérêts courus (amortissement dégressif) ; ou à défaut par fractions égales, quelle que soit la cadence de remboursement (amortissement financier linéaire) ; financièrement la première méthode fait que le rythme d'amortissement décroît en fonction du solde restant à rembourser.

Les primes correspondant à la fraction remboursée doivent toujours être amorties et ne sauraient en aucun cas être maintenues au bilan¹.

Dans cette section nous traiterons dans un premier point la comptabilisation de l'emprunt obligataire chez l'émetteur et le prêteur et en deuxième point la comptabilisation

I. La comptabilisation de l'emprunt obligataire chez l'émetteur et le prêteur

L'émission obligataire doit être enregistrée dans les comptes des deux parties de l'opération à savoir l'emprunteur (l'émetteur) et le prêteur (l'obligataire).

1. Les comptes utilisés chez la société émettrice d'un Emprunt Obligataire (EO)

Lorsque certaines entreprises (sociétés par action) ont des besoins de financement, elles peuvent entre autres émettre un emprunt auprès du « public » ou des institutionnels, sans remettre en cause le pouvoir des propriétaires de l'entreprise. La comptabilisation de l'emprunt obligataire comporte trois étapes successives et à chaque étape des comptes doivent être utilisés. Ces comptes sont résumés dans le tableau suivant :

¹ J.ANTOINE et M.C. CAPIAUHUAR, *Op.Cit.*, p.88.

Tableau N° 08 : Les comptes utilisés chez la société émettrice d'un emprunt obligataire

Numéro de compte	Intitulé	Nature du compte	Fonctionnement de compte
163	Emprunts obligataires (mais pour les emprunts obligataires convertibles, c'est le compte 161 qui doit être utilisé)	Bilan-passif	Il est crédité de montant de la dette envers les obligataires, lors de l'émission : nombre d'obligations × prix de remboursement de l'obligation Il est débité lors du remboursement des obligations : nombre d'obligations amorties × le prix de remboursement de l'obligation.
16883	Intérêts courus sur EO (pour les emprunts obligataires convertibles, c'est le compte 16881 qui doit être utilisé)	Bilan-passif	Il est crédité à la clôture de chaque exercice pour rattacher les intérêts courus et non échus au résultat de cet exercice (le compte 6611 est donc débité en contre partie). Il est débité pour solde au début de l'exercice suivant (le compte 6611 est crédité en contre partie)
169	Primes de remboursement des obligations	Bilan-actif fictif (charges d'exploitation inscrites à l'actif pour être étalée sur la durée de l'emprunt	Il est débité à l'émission à concurrence du montant de la prime incluse dans la dette enregistrée au compte 163. Il est crédité à la clôture de chaque exercice à concurrence de la charge financière transférée au résultat de l'exercice (le compte 6861 est débité en contre partie)
481	Frais d'émission des obligations	Bilan-actif fictif (charges d'exploitation inscrites à l'actif pour être étalée sur la durée de l'emprunt	Il est débité à la clôture du premier exercice du montant des frais d'émission de l'EO, si l'entreprise décide la répartition de ces charges sur la durée de l'emprunt (en contrepartie le compte 791 est crédité). Il est crédité à la clôture de chaque exercice à concurrence de la charge d'exploitation imputée à cet exercice par le débit du compte 6812.
6611	Intérêts des emprunts	Résultat-charge	Au début de chaque exercice, il est crédité des intérêts courus et non échus à la clôture de l'exercice précédent. A l'échéance, il est débité des intérêts échus. A la clôture de chaque exercice, il est débité des intérêts courus et non échus.
6861	Dotations aux amortissements des primes de remboursement des obligations	Résultat-charge	Il est débité à la clôture de chaque exercice, à concurrence de la charge financière imputée à cet exercice (le compte 169 est désactivé en contrepartie à due concurrence).
6812	Dotations aux amortissements des charges d'exploitations à répartir	Résultat-charge	Il est débité à la clôture de chaque exercice, à concurrence de la charge d'exploitation imputée à cet exercice (le compte 4816 est désactivé en contrepartie à due concurrence).
791	Transfert de charge d'exploitation	Résultat-produit	Il est crédité à la clôture du 1 ^{er} exercice pour inscrire les frais d'émission à l'actif du bilan (le compte 4816 est débité en contrepartie)

Source : P.MYKITA et C.J. ALLATI, « Comptabilité des sociétés », Ed. Foucher, Paris, 2007, p. 10.

2. La comptabilisation chez l'emprunteur

Les emprunts obligataires sont comptabilisés chez l'émetteur comme suit :

2.1. Frais d'émission

Les frais d'émission ne sont imputés sur le capital empruntés, lequel est toujours comptabilisé en totalité ; ils peuvent être pris en charge au titre de l'exercice d'émission ou répartis sur plusieurs exercices et amortis sur la durée de l'emprunt, sans que cette durée puisse excéder cinq ans. Les entreprises ont le choix entre :

2.1.1. Déduction immédiate

La totalité des frais d'émission peut être déduite dès l'exercice de leur engagement :

6272	Commissions et frais sur émissions d'emprunts	D	
44566	TVA sur autres biens et services	D	
512	Banque		
	<i>Frais d'émission d'emprunt obligataire</i>		C

Source : P.MYKITA et C.J. ALLATI, *Op. Cit.*, p. 15.

2.1.2. Etalement

La charge peut être étalée sur une durée équivalente à celle de l'emprunt par fractions égales ou au prorata des intérêts courus. L'étalement des charges à répartir se fait alors par la technique de l'amortissement direct dans le compte 481: "Charges à répartir sur plusieurs exercices", compte de bilan.

• Ecriture de la fin d'exercice

481	Charges à répartir sur plusieurs exercices	D	
791	Transferts de charges d'exploitation		C
	<i>Transfert de la totalité des frais d'émission HT</i>		
6812	Dotations aux amortissements des charges d'exploitations à répartir	D	
481	Charges à répartir sur plusieurs exercices		C
	<i>Amortissement de l'exercice</i>		

Source: *Idem.*

2.2. Primes de remboursement

Comptablement, les primes de remboursement compensent à l'actif la différence entre ce que la société a enregistré au passif et ce qu'elle a reçu comme liquidités.

2.2.1. Calcul

La différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission, la prime de remboursement globale pour l'ensemble des titres est enregistrée au débit du compte 169 Primes de remboursement des obligations. Ce compte figure à l'actif du bilan parmi les comptes de régularisations et fonctionne selon la technique de l'amortissement direct.

2.2.2. Traitements comptables

Ecriture lors de l'émission de l'emprunt obligataire:

512	Banque	D	Montant net encaissé
169	Primes de remboursement des obligations	D	
163	Autres emprunts obligataires	C	
	Emission d'un emprunt obligataire avec prime		Montant à rembourser (dette)

Prix de remboursement – Prix d'émission → D (Banque)
Prix de remboursement – Prix d'émission → D (Primes de remboursement des obligations)

Source: D. ANTRAIGUE, D. ANTRAIGUE, « Comptabilité des sociétés et des groupes : Emprunts obligataires émis par les sociétés », PUF, 2010, p.15.

Les primes de remboursement des obligations doivent être amorties sur la durée de l'emprunt. A la fin de chaque exercice comptable, pendant toute la durée de l'emprunt :

6861	Dotations aux amortissements des primes de remboursement des obligations	D	
169	Primes de remboursement des obligations		C
	<i>Amortissement des primes de remboursement des obligations</i>		

Source : Idem.

2.3. Intérêts courus

Les revenus d'obligations sont des intérêts et s'acquièrent donc au jour le jour. Cependant, pour des raisons évidentes de simplification, ces intérêts sont versés périodiquement (trimestre, année, etc.) à des dates d'échéance fixées à l'avance. Aussi convient-il d'enregistrer les intérêts courus à l'inventaire dans le respect du principe d'indépendance des exercices.

2.3.1. Calcul des intérêts courus

A la clôture de chaque exercice comptable, en raison des principes comptables de rattachement des charges et d'indépendance des exercices, il est nécessaire d'évaluer les Intérêts Courus Non Echus sur les emprunts (I.C.N.E.).

$\text{I.C.N.E. de l'exercice} = \text{Valeur nominale de l'emprunt restant dû} \times \text{Taux d'intérêt} \times \text{Prorata (n/360)}^1$

2.3.2. Traitements comptables des intérêts courus

6611	Intérêts des emprunts	D	
16883	Intérêts courus sur autres emprunts obligataires		C
	<i>Intérêts courus</i>		

Source: D. ANTRAIGUE, Op. Cit., p.21.

Remarque :

Les I.C.N.E. sont rattachés aux emprunts obligataires et donc inclus dans la rubrique « Emprunts obligataires » au passif du bilan¹.

2.4. Bilan de l'emprunteur

Actif		Passif	
		Emprunts obligataires (dont éventuellement ICNE)	Valeur de remboursement
Trésorerie	Valeur globale d'émission		
Prime de remboursement des obligations	Prime à amortir		
Charges à répartir sur plusieurs exercices	Charges à amortir		

Source: P. MYKITA et C.J. ALLATI, Op.Cit., p.16.

¹ D. ANTRAIGUE, Op. Cit., p. 23.

3. La comptabilisation chez le prêteur

Un prêt à moyen ou long terme constitue un emploi stable. C'est une créance immobilisée incluse dans les immobilisations financières.

3.1. Accord du prêt.

Le prêt accordé à un débiteur est ainsi enregistré :

274	Prêts	D		
512	Banque		C	
	<i>Versement du montant du prêt au débiteur</i>			

Source : R.BREALEY, S.MYERS et F.ALLEN, Op. Cit., p.54.

3.2. Perception des intérêts

Les intérêts perçus constituent des produits financiers :

512	Banque	D		
7626	Revenus des prêts		C	
	<i>Intérêts perçus sur les prêts</i>			

Source : idem.

3.3. Remboursement du prêt

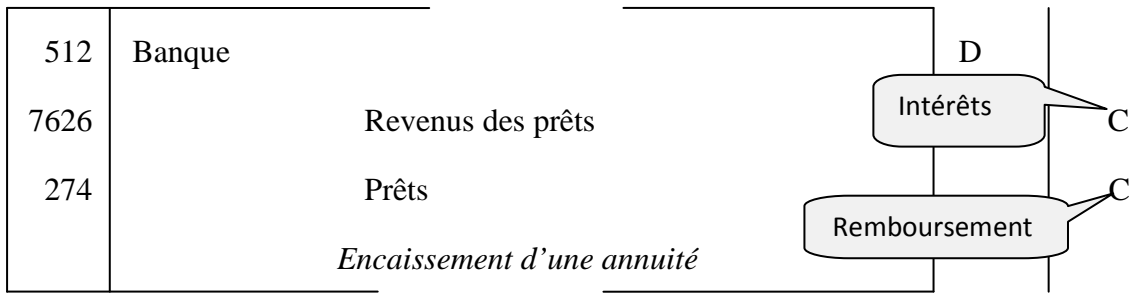
Le remboursement du prêt constitue une diminution de créance immobilisée :

512	Banque	D		
274	Prêts		C	
	<i>Remboursement du prêt par le débiteur</i>			

Source : Idem.

3.4. Encaissement d'une annuité

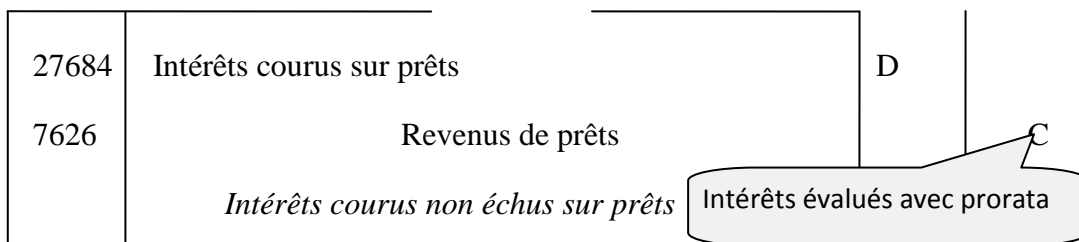
L'encaissement d'une annuité comprend une part d'intérêts et une part de remboursement:



Source : P. MYKITA et C.J. ALLATI, Op.Cit., p. 30.

3.5. Intérêts courus non échus

En fin d'exercice, les Intérêts Courus Non Echus (ICNE) sur les prêts doivent être évalués d'où l'écriture :



Source: idem.

Le compte 2748 sera soldé par contrepassation à l'ouverture de l'exercice suivant¹.

II. La comptabilisation de l'émission de l'emprunt et le rachat des obligations en bourse

Le traitement comptable de l'opération d'émission ainsi que le rachat des obligations s'il y a lieu s'effectue suivant le cas:

- D'émission de l'emprunt ;
- De rachat en bourse des obligations.

1. Emission de l'emprunt

Chez l'emprunteur, la comptabilisation doit faire apparaître les trois (3) phases de l'émission d'un emprunt obligataire :

- Première phase : l'ouverture de la souscription ;
- Deuxième phase : la souscription ;
- Troisième phase : la mise à la disposition des fonds.

A l'ouverture de la souscription, comme il n'est pas possible de savoir si toutes les obligations seront souscrites, il faut utiliser un compte d'attente.

¹ D. ANTRAIGUE, *Op. Cit.*, p.11.

Exemple : le 01 janvier, une Société Anonyme émet 1.000 obligations de valeur nominale 100 DA, émises à 98 DA et remboursables 105 DA¹.

Prime d'émission = prix d'émission de l'obligation – valeur nominale de l'émission

Prime de remboursement = prix de remboursement – valeur nominale

471	Obligations à souscrire	105 000,00	
163	Autres emprunts obligataires		105 000,00
	<i>Emission d'emprunts obligataires</i>		
467	Obligataires, obligations souscrites	98 000,00	
169	Prime de remboursement des obligations	7 000,00	
471	Obligations à souscrire		105 000,00
	<i>Souscription (la prime de remboursement est de (7×1.000 DA)</i>		
512	Banque	98 000,00	
4671	Obligataires, obligations souscrits		98 000,00
	<i>Libération des obligataires</i>		

On peut bien sûr combiner les écritures en n'utilisant pas les comptes d'attente et de tiers (471 et 4671).

Remarque : les emprunts obligataires sont en général émis avec l'aide d'une banque. Le schéma d'écritures correspondant sera alors différent selon que la banque intervient en tant qu'intermédiaire (il faudra dans ce cas tenir compte des commissions versées), qu'elle garantit le placement des titres voire qu'elle prend à sa charge toutes les obligations.

Si le prix de remboursement est indexé, les suppléments de remboursement qui apparaissent ultérieurement sont enregistrés par le crédit du compte 1631: Prime complémentaire à payer à la suite d'indexation (compte 169 à 1631).

1.1. Cas particuliers de souscription

Les obligations à libérations fractionnées doivent être comptabilisées comme le sont les titres de capital dont la libération est échelonnée : le capital émis lorsqu'il est perçu par l'émetteur est porté au passif du bilan, le solde non libéré de l'emprunt constituant une créance sur les porteurs.

¹ P. MYKITA et C.J. ALLATI, *Op.Cit.*, p. 24.

Chapitre II: Aspects techniques de l'emprunt obligataire

En cas d'**insuffisance de souscription**, les obligations non souscrites sont annulées en soldant le compte 471. Il s'agit donc uniquement de contrepasser l'écriture d'émission enregistrée au départ (compte 163 à 471). Si la réduction de l'emprunt n'est pas prévue dans le contrat d'émission, les souscripteurs peuvent demander en justice la restitution de leurs versements.

En cas d'**émission sur couverte**, c'est à dire lorsque les souscriptions sont supérieures au nombre de titres émis, l'entreprise peut choisir d'augmenter l'emprunt ou de régulariser la situation en réduisant les souscriptions de chacun (avec en général une partie à titre irréductible et le reste à titre réductible).

1.2. Ecritures à l'échéance

Selon les modalités de remboursement de l'emprunt obligataire, l'entreprise peut avoir à rembourser périodiquement **une partie de l'emprunt** et/ou **des intérêts** (On a donc **annuité** = amortissement + intérêts). Les écritures seront alors les suivantes :

163	Autres emprunts obligataires	xx		
16871	Obligataires, Coupons à payer		xx	
4424	Obligataires		xx	
	<i>Amortissement de l'emprunt</i>			
66116	Intérêts des emprunts et dette assimilées	xx		
16872	Obligataires, Obligations à rembourser		xx	
4424	Obligataires		xx	
	<i>Intérêts de l'emprunt</i>			
16871	Obligataires, Coupons à payer	98 000,00		
16872	Obligataires, Obligations à rembourser	7 000,00		
512	Banque			105 000,00
	<i>Paiement de l'annuité</i>			

Source: P. MYKITA et C.J. ALLATI, Op.Cit., p. 26.

1.3. Ecritures d'inventaire

Il convient à l'inventaire de tenir compte des **intérêts courus non échus** (les intérêts étant réputés acquis au jour le jour) et de l'**amortissement de la prime de remboursement** (enregistrée lors de la souscription dans le compte 169). Il convient également de ne pas oublier l'**amortissement des frais d'émission** si les dirigeants ont choisi de les transférer à l'actif¹.

66116	Intérêts des emprunts obligataires et dettes assimilées	xx	
1688	Intérêts courus		xx
	<i>Intérêts courus</i>		
6861	Dotations aux amortissements des primes de remboursement des obligations	xx	
169	Primes de remboursement des obligations		xx
	<i>Amortissement de la prime de remboursement</i>		

Source: P. MYKITA et C.J. ALLATI, *Op.Cit.*, p. 29.

- ¹) Intérêts courus = Valeur nominale des obligations vivantes à l'inventaire × taux d'intérêt × prorata temporisé.
- ²) La prime de remboursement est amortie sur la durée de l'emprunt soit par fractions égales soit au prorata des intérêts courus.

Chez les obligataires la comptabilisation se fait comme suit:

- **Acquisition et évaluation à l'inventaire:** les écritures d'acquisition des obligations diffèrent selon le montant et l'objectif poursuivi: on peut les comptabiliser au compte 2721 (Autres titres immobilisés) ou au compte 506 (Valeurs mobilières de placement). Elles sont enregistrées au prix d'émission ou au cours de bourse pour les obligations déjà émises.
- **Produits attachés aux obligations:** les écritures des revenus d'obligations sont identiques quelle que soit leur nature (immobilisations ou Valeurs Mobilières de Placement « VMP »).
- **Cessions d'obligations:** les écritures de cession diffèrent selon leur nature immobilisations ou VMP).

¹ P. MONTEIRO DA ROCHA, « Financer votre projet d'entreprise », Ed. Organisation, Paris, 2000, p.108.

2. Rachat en bourse des obligations

Si le contrat d'émission le prévoit, la société peut racheter un certain nombre d'obligations en vue de les annuler. Si le prix de rachat est différent de la valeur de remboursement, on enregistre les malis et les bonis respectivement dans les comptes 6783 et 7783. Pour que l'opération soit avantageuse, il faut donc que le prix de rachat soit inférieur.

Si on enregistre un *malis* :

	XX/XX		
163	Autres emprunts obligataires	0,00	
6783	Malis provenant du rachat par l'entreprise d'actions et obligations émises par elle-même	0,00	
512	Banque <i>Amortissement de la prime de remboursement</i>		0,00

Si on enregistre un *bonis* :

163	Autres emprunts obligataires	0,00	
7783	Bonis provenant du rachat par l'entreprise d'actions et d'obligations émises par elle-même	0,00	
512	Banque <i>Rachat des obligations</i>		0,00

Source : P. MYKITA et C.J. ALLATI, Op.Cit., p. 35.

Section 2 : Techniques d'évaluation et mode de cotation des obligations

Les obligations présentent des caractéristiques multiples, comme nous l'avons vu précédemment. Toutefois, en dépit de cette diversité, elles possèdent suffisamment de traits communs pour permettre de développer des principes et techniques d'évaluation.

Cette section permettra de mettre au clair en premier lieu le mode de cotation des obligations et en second lieu les principes d'évaluation des obligations et l'impact des variations des taux d'intérêt sur leurs cours.

I. Mode de cotation des obligations

Il existe de nombreux produits négociables en bourse dont les actions et les obligations sont les plus connues.

Comme tout instrument financier, une obligation peut être échangée en toute simplicité. Dans ce qui suit nous allons passer en revue la définition de la cotation en générale et par la suite, le principe de cotation des obligations.

1. Définition de la cotation

« L'admission en bourse ou la cotation est l'inscription d'une valeur sur la liste des titres, négociés sur le marché réglementé (le premier ou le second marché) »¹. L'admission révèle l'appel public à l'épargne.

La cotation rend quelques informations comptables obligatoires comme par exemple le chiffre d'affaire (trimestriel, semestriel et annuel), le tableau d'activité, le tableau de résultat, les projets de comptes et les comptes approuvés.

S'ajoute aussi à cela quelques informations comptables dites intermédiaires comme les états de synthèses identiques à ceux préparés à la clôture de l'exercice.

La contrainte que représentent ces obligations d'information comptables est importante. Il ne fait aucun doute qu'il pèse dans la décision de l'émetteur de faire coter son emprunt.

Les obligations peuvent être cotées ou non sur des marchés organisés :

- Obligations cotées : se caractérisent par le grand nombre de souscripteurs et la négociabilité mais elles présentent la contrainte d'information de l'appel public à l'épargne;
- Obligation non cotées : leur émission est réservée à certains investisseurs, elles peuvent être négociables seulement sur le marché de gré à gré.

2. Types de cotation

Il y a deux modes de cotation possibles, le mode de cotation en continue ou au fixing. L'affectation d'une valeur à l'un de ces modes (continue ou fixing) est faite sur la base de sa liquidité intrinsèque.

2.1. La cotation en continue

La séance de cotation en continue se déroule par étapes :

- **La pré-ouverture:** les ordres s'accumulent sur la feuille de marché sans qu'aucune transaction n'intervienne ;
- **L'ouverture:** le système calcule, en fonction des ordres présents sur le marché, un prix d'équilibre ou fixing, qui permet l'échange du plus grand nombre de titres ;
- **La séance:** le marché fonctionne en continue et l'introduction d'un nouvel ordre provoque immédiatement une (ou plusieurs) transaction(s) dès lors qu'il existe un (ou plusieurs) ordre(s) en sens contraire sur la feuille de marché.
Le cours d'exécution est celui de la limite de l'ordre en contrepartie présent sur la feuille de marché ;
- **La pré-clôture:** comme la pré-ouverture, les ordres s'accumulent sans transaction;
- **La clôture:** un fixing, comme à l'ouverture, permet de déterminer le dernier cours.

¹ G. KOLIFRATH et T. JOURNEL, *Op.Cit.*, tome 2, p. 15.

Les obligations sont cotées tous les jours sur les marchés financiers et l'évolution de leurs valeurs est fonction de celle des taux d'intérêts. La mesure entre la variation du mouvement des taux d'intérêts et du cours de l'obligation s'appelle la sensibilité. Plus la sensibilité est élevée et plus le cours de l'obligation sera affecté par une variation des taux d'intérêts.

2.2. Cotation au fixing

A la différence d'une séance en continue, les ordres d'achat et de vente sont accumulés et sont confrontés tous ensemble deux fois par jour à heures fixes selon le même principe que lors de l'ouverture ou de la clôture en continue¹.

3. La cotation des obligations

Comme tout instrument financier, une obligation peut être négociée, échangée en toute simplicité. De fait, le cours d'une obligation évolue en fonction des taux d'intérêts et d'autres éléments spécifiques à une obligation. Mais il est important de savoir qu'une obligation est **cotée en pourcentage** de son nominal et non en unités monétaires afin de pouvoir comparer rapidement les prix des obligations de nominal différent.

Exemple

Obligation A	Obligation B
Nominal (N) : 250 DA	Nominal (N) : 200 DA
Cours (C): 205 DA	Cours(C) : 190 DA
En pourcentage de nominal : 82%	En pourcentage de nominal : 95%
$C/N \times 100 = 205/250 \times 100$	$C/N \times 100 = 190/200 \times 100$

Source: E. MAINA, « La gestion obligataire », Ed. Revue Banque, Paris, 2006, p. 67.

B est plus chère que A, même si $P_A > P_B$

Il est d'usage de séparer arbitrairement la valeur actuelle d'une obligation en² :

- **Cour**, dit également **cours pied de coupon**, exprimé en % du nominal. Le cours d'une obligation est fonction de deux éléments : l'un de nature mathématique (le calcul de coupon) et l'autre est fonction du marché c'est-à-dire de l'offre et de la demande.
- **Coupon couru** (*accrued interest*), exprimé également en % du nominal, généralement avec trois décimales.

¹ G. RAVAZ, « L'introduction en bourse, l'expérience des chefs d'entreprise », Ed. Galino, Paris, 2003, p. 60.

² H. DE LA BRUSLERIE, *Op.Cit.*, p. 57.

$$\text{Coupon couru}(Cc) = \frac{\text{nombre de jours depuis le dernier coupon} \times \text{Taux}}{360 \text{ j}} \dots\dots\dots 1$$

$$\text{PRIX} = \frac{(\text{cours} + Cc) \times \text{valeur nominale}}{100} \dots\dots\dots 2$$

Cette habitude remonte au XIX^e siècle au moment où il n'existait ni ordinateurs ni calculatrices. Il était donc important de pouvoir afficher un *prix apparent* des obligations (le *cours*) permettant de les comparer entre elles sans avoir à faire des calculs complexes. Le développement des moyens de calcul électroniques a rendu cela moins nécessaire, mais l'usage est resté.

Les obligations à taux fixe sont cotées au pied de coupon ; la part du coupon couru est calculée à part et versée au vendeur en fonction de la date de la transaction rapportée à la date de jouissance³.

$$Cc = I \times n/365 \dots\dots\dots 4$$

Avec:

- *Cc* : Coupon couru;
- *i* : Intérêt nominal;
- *n* : (date de transaction – date de jouissance n-1).

Ainsi, des obligations n'ayant pas la même date d'échéance sont comparables et les cours sont indépendants du coupon couru.

II. Principe d'évaluation d'une obligation

Pour évaluer un actif, il est nécessaire de prévoir les flux monétaires auxquels cet actif, donnera naissance. Une obligation donne droit à des intérêts périodiques et au remboursement du principal à échéance, ce sont ces flux monétaires qui lui donnent sa valeur laquelle des fonds ainsi collectés.

En effet, ce sont ces éléments que l'investisseur peut réinvestir ou utiliser à des fins de consommation et dans ses choix de placement.

1. Evaluation des obligations fixes et variables sur le marché

Deux termes anglais sont régulièrement utilisés pour évaluer une obligation ⁵:

- **Clean Price** : le cours de l'obligation est mentionné sans tenir compte des intérêts courus non échus ;
- **Dirty Price** : le cours comprend les intérêts courus non échus.

¹ G. RAVAZ, *Op. Cit.*, p. 65.

² *Idem*.

³ E. MAINA, *Op. Cit.*, p. 80.

⁴ G. KOLIFRATH et T. JOURNEL, *Op.Cit.*, p. 67.

⁵ J.ANTOINE et M.C. CAPIAUHUART, *Op.Cit.*, p.130.

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

L'appréciation des obligations sur le marché secondaire est liée à l'identification de la valeur de l'obligation, de la rentabilité ainsi que le risque encouru. Ce dernier point sera développé dans la section 3.

1.1. La rentabilité de l'obligation

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

- La rémunération de l'absence de consommation ;
- Le taux annuel d'inflation anticipé sur la durée de l'emprunt ;
- La prime destinée à couvrir le non respect éventuel des engagements financiers pris par l'émetteur.

L'obligation est caractérisée par:

- La suite des flux de fonds auxquels elle donne naissance :
- Le prix payé par le souscripteur ;
- suite des coupons versés par l'entreprise au souscripteur. Ces coupons sont calculés sur la base du taux facial (nominal) de l'obligation. Ce taux peut être fixe au variable ;
- Le remboursement final.
- Ces flux déterminent le taux de rendement actuariel de l'obligation, son coût actuariel, et sa valeur à tout moment.

1.1.1. Le taux de rendement actuariel à l'émission

Le taux de rendement actuariel, caractéristique traditionnelle d'un emprunt obligataire à taux fixe, permet de comparer plusieurs émissions dont les conditions sont différentes : il figure obligatoirement dans la note d'information publiée par toute société précédant à une émission obligataire à taux fixe. Il s'agit du taux qui égalise le versement initial réalisé par le souscripteur et l'ensemble des flux à percevoir.

Le taux actuariel est tel que:

$$P = \sum_{j=1}^n iM(1+t)^{-j} + (1+t)^{-n} \dots \dots .^1$$

Où:

P : prix d'émission de l'obligation ;

i : taux d'intérêt fixe nominal ;

M : valeur nominale de l'obligation ;

¹ K. CUTHBERTSON, *Op.Cit.*, p. 77

R : prix de remboursement de l'obligation ;

n : durée de vie de l'obligation ;

t : taux de remboursement actuariel brut ;

j : nombre de périodes écoulées pour une obligation.

Exemple : une obligation de valeur nominale 5 000,00 DA émise à 4 985,00 DA remboursable au pair, in fine dans 8 ans, dont le taux d'intérêt nominal est de 10%. Le taux actuariel brut (t) est donc :

$$4\,985 = \sum_{j=1}^8 500(1+t)^{-j} + 5\,000(1+t)^{-8}$$

Taux de rendement actuariel est égal à **t= 10.5%**

Le taux actuariel de rendement est égal au taux facial de l'emprunt dès lors que le prix d'émission de l'obligation et son prix de remboursement sont égaux soit :

$$5\,000 = \sum_{j=1}^8 500(1+t)^{-j} + 5\,000(1+t)^{-8}$$

Taux de rendement actuariel est égal à **t=10%**.

1.1.2. Taux de rendement actuariel sur le marché secondaire

L'obligation étant un titre négociable, sa valeur fluctue dans le temps. Plus généralement, le taux actuariel est le taux qui permet d'égaliser le cours de l'obligation et la somme actualisée à ce taux des flux engendrés par l'obligation.

Exemple :

Obligation émise le 1^{er} janvier 1990 :

Taux nominal fixe : 9,75% ;

Valeur nominale : 5000,00 DA ;

Durée de vie : 7 ans.

Le 1^{er} février 1995 cette obligation se négociait à un prix de 4950,00 DA.

Pour calculer le taux actuariel, il faut déterminer le montant du coupon couru.

On aura :

$$C = \text{valeur nominal fixe} \times \text{taux nominal fixe} = 5000 \times 9,75\% = 487,50 \text{ DA.}$$

Donc :

Le coupon est égal à 487,50 DA.

$$\text{Coupon couru}(Cc) = \frac{\text{nombre de jours depuis le dernier coupon} \times \text{Taux}}{365 \text{ j}} \dots\dots\dots 1$$

Le Coupon couru(Cc) sur une période de 334 j.

$$Cc = (5000,00 \times 9,75\%) \times 334 / 365 = 446,10 \text{ DA.}$$

Le rendement actuariel est égal à :

$$\text{Soit : } r = 9,8\%$$

1.2. Le prix de l'obligation

Le prix de l'obligation est théoriquement égal à la valeur actualisée des flux engendrés par ce titre.

A cet effet, le prix de l'obligation peut être présenté comme donné par la formule suivante² :

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{C}{(1+i)^n}$$

Où:

- P** : le prix de l'obligation ;
- F** : représente les coupons à recevoir ;
- C** : représente la valeur de remboursement de l'obligation ;
- i** : c'est le taux nominal de l'emprunt ;
- n** : c'est la durée de vie de l'emprunt.

D'après cette formule, on remarque que le prix de l'obligation varie en fonction du taux d'intérêt, de la taille du coupon versé de la date de versement, et des modalités de remboursement.

En général, pour mieux comprendre la formation des cours, il est important de calculer ou d'étudier les principaux déterminants de la valeur de l'obligation.

¹ D.MORISSETTE, *Op. Cit.*, p. 113.
² G. CAUDAMINE et J. MONTIER, *Op.Cit.*, p. 111.

A cet effet, la valeur d'une obligation est liée aux valeurs de quatre variables : le taux de rendement requis ; le nombre de période restant avant l'échéance ; le coupon et la valeur nominale remboursable à échéance.

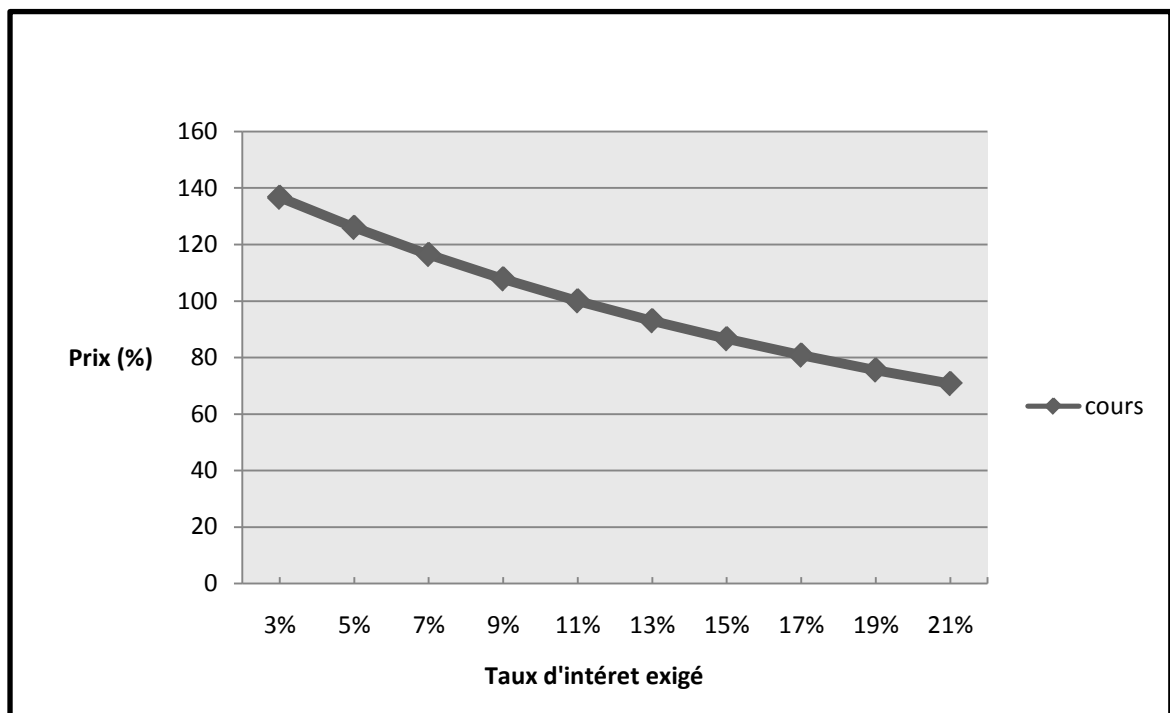
Donc le cours des obligations varie en fonction de ces diverses variables. C'est pourquoi il est important d'évaluer ces facteurs avant de choisir une obligation.

2. Les taux d'intérêt

L'évolution des taux d'intérêt est une variable importante qui influe sur le cours des obligations à taux variable. Le cours des obligations évolue dans le sens inverse des taux d'intérêts. Lorsque les taux d'intérêt du marché augmentent, le cours des obligations baisse et vice-versa.

Il est plus judicieux de présenter cette relation sous forme de graphe en considérant une obligation remboursable *in fine* à taux de coupon de 11% et ayant une maturité de 5 ans¹ comme il apparaît par le graphe ci-après:

Graphe N°04: Relation entre le prix d'une obligation et le taux d'intérêt



Source : D.MORISSETTE, Op. Cit., p.115.

La courbe obtenue prend une forme convexe et non linéaire, cette forme provient de l'influence d'autres paramètres à savoir la maturité de l'obligation et son taux de coupon.

¹ B.G.Malkiel, "Exception, Bonds prices and the term Structure of interest rates" Quarterly Journal of Political Economy, Chicago, may 1962, p.p.1 to 26.

Chapitre II: Aspects techniques de l'emprunt obligataire

L'élément clé à retenir est le rendement d'une obligation qui augmente lorsque sa valeur baisse. Lorsque les rendements (ou les taux d'intérêt) augmentent, la valeur des obligations en général diminue. C'est pourquoi les hausses de taux d'intérêt sont généralement mal accueillies par les porteurs d'obligations.

Ainsi, les caractéristiques des obligations apparaissent dans:

❖ Le rendement

Le rendement d'une obligation est semblable au rendement d'un placement à revenu fixe. Il est établi en fonction du prix d'achat de l'obligation et des versements d'intérêts reçus chaque année.

Le cours d'une obligation et son taux de rendement varient en sens inverse. Cette affirmation peut s'expliquer de deux façons différentes :

- Mathématiquement, lorsque le taux d'intérêt i augmente le dénominateur s'accroît, le cours diminue; par conséquent, une hausse du taux de rendement est accompagnée d'une baisse du cours de l'obligation et inversement;
- Selon la loi de l'offre et de la demande ; si le marché offre un taux de rendement meilleur, les détenteurs d'une obligation de rendement inférieur vendent ce titre (donc baisse de cours) pour acquérir celle qui offre le rendement le plus attractif.

Pour une échéance donnée, le gain en capital résultant d'une baisse du taux de rendement exigé est plus élevé que la perte en capital qui découlerait d'une hausse équivalente du taux de rendement exigé.

Prenons l'exemple d'une obligation à taux de coupon de 9% et de maturité de 5 ans et considérons les résultats présentés dans le tableau N°09 ci-après pour une hausse et une baisse de 1% du taux de rendement :

Tableau N°09 : Asymétrie des variations des prix des obligations

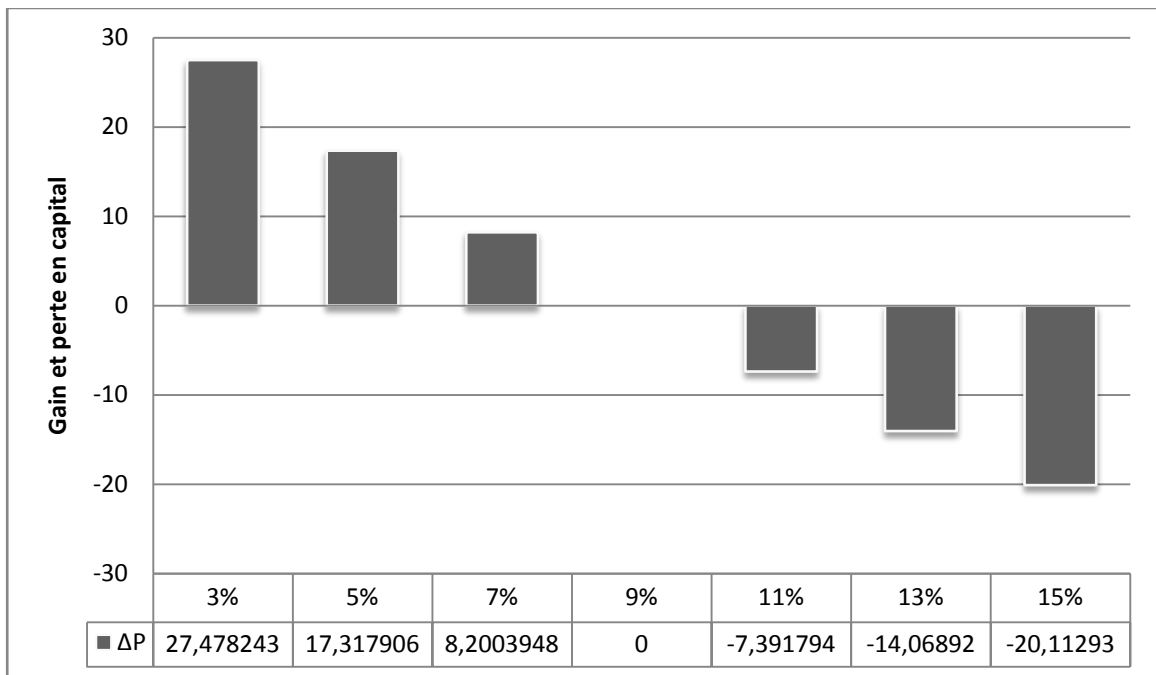
Variation des taux de rendement	$\Delta y=0\%$	$\Delta y=1\%$	$\Delta y=-1\%$
Taux de rendement	9%	10%	8%
Obligation 9% (5ans)	100	96,209213	103,99271
Variation des prix	0	-3,79079	3,99271

Source : E. MAINA, Op., Cit., p. 223.

D'après ces résultats, nous pouvons constater que si le taux de rendement augmente de 1% les prix baissent, et qu'une même variation à la baisse de y engendre la hausse des prix mais avec des proportions plus grandes que dans le premier cas. L'Ecart (E) entre les variations des prix est de seulement **E=0,202%**.

Pour plus de précision, et avec les mêmes données en faisant varier le taux de rendement au dessus et au dessous de 9% pour avoir différents cours et en les comparant par rapport à 100, on obtiendra le graphe ci après :

Graphe N°05 : Asymétrie des pertes et gains



Source : E. MAINA, Op., Cit., p223

Le graphe, précédent, nous montre, que pour une même variation, à la hausse ou à la baisse, du taux de rendement exigé par les investisseurs. Les gains en capital sont plus importants que ceux des pertes.

❖ **L'échéance**

Plus son échéance est lointaine, plus le cours d'une obligation est sensible aux fluctuations du taux, ceci s'explique par l'évolution du taux de rendement pendant la période (effet maturité).

Prenons l'exemple de trois obligations de même caractéristiques, sauf en ce qui concerne leur maturité, remboursables in fine ¹:

- Obligation 01 : nominal 100, coupon 6%, maturité 3 ans.
- Obligation 02 : nominal 100, coupon 6%, maturité 6 ans.
- Obligation 03 : nominal 100, coupon 6%, maturité 9 ans.

Les résultats de la variation des prix en tenant compte d'une situation d'évolution du taux de rendement de *I%* à une certaine période *T*, sont présentés dans le tableau N°10 ci-après avec comme illustration le graphe n°05 montrant l'effet de cette hausse sur les prix de chacun des titres :

¹ P. DE POSSON, « Cours d'économie financière et gestion de portefeuille », ICHEC, Paris, 2006, p. 34.

Tableau N° 10: Variation des prix des obligations selon la maturité

	Obligation1	Obligation2	Obligation3
Prix avec tra=6%	100	100	100
Prix avec tra=7%	97,37	95,23	93,48
Δ Prix	2,63	4,77	6,52
Variation en (%)	-2,63	- 4,77	-6,52

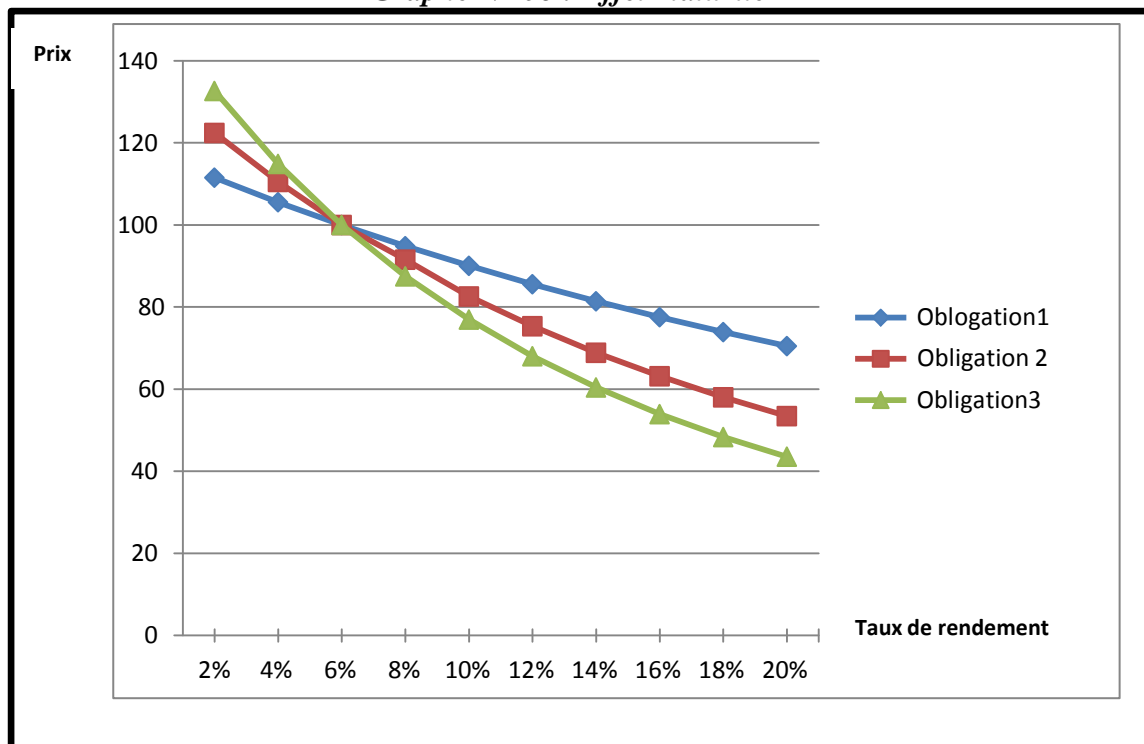
tra : taux de rendement actuariel

Source : R.FERRANDIER et V. KOEN, « Marché de capitaux et techniques financières », Ed. Economica, Paris, 1997, p260.

La hausse du taux de 1% a eu pour effet la diminution des prix des trois obligations néanmoins, cette baisse est d'autant plus grande pour l'obligation à longue maturité (**9 ans**) dont le prix a chuté de près de **6,52%** alors que celui-ci n'a baissé que de **2,63%** pour l'obligation (**3 ans**).

Enfin, ces résultats peuvent être résumés dans le graphique suivant

Graphe N° 06 : Effet maturité



Source : R.FERRANDIER et V. KOEN, Op. Cit., p.261.

On constate que la variabilité du cours de l'obligation, en réponse à une même variation du taux d'intérêt augmente lorsque l'échéance augmente. C'est-à-dire que la valeur de l'obligation s'écarte d'autant plus de sa valeur nominale que son échéance est éloignée. En outre, les fluctuations des prix sont d'autant plus fortes que la maturité est longue.

Si l'investisseur anticipe une baisse des taux, il se positionnerait sur le long terme pour réaliser des plus values importantes. Mais s'il anticipe une hausse des taux, le court terme serait le meilleur refuge pour limiter les pertes.

❖ Le montant de coupon

Plus le taux de coupon d'une obligation est faible, plus son cours sera affecté par les variations du taux de rendement exigé¹.

Prenons l'exemple de trois obligations de mêmes caractéristiques mais dont les taux de coupon diffèrent et remboursables au pair :

Obligation 01 : nominal 100, coupon 2% de maturité 6 ans.

Obligation 02 : nominal 100, coupon 6%, de maturité 6 ans.

Obligation 03 : nominal 100, coupon 10% de maturité 6 ans.

Ainsi, pour une variation à la hausse de 1% du taux de rendement actuariel (de 10% à 11%), on obtiendra les résultats qui sont représentés dans le tableau et le schéma suivants :

Tableau N°11 : Le montant de coupon

	Ancien prix (%)	Nouveau prix (%)	Variation relative
<i>Taux de rendement</i>	$Y=10\%$	$Y=11\%$	$y = +1\%$
Obligation 1 (2%)	65,1579144	61,92515932	(4,96)
Obligation 2 (6%)	82,5789572	78,8473107	(4,51)
Obligation 3 (10%)	100	95,7694621	(4,23)

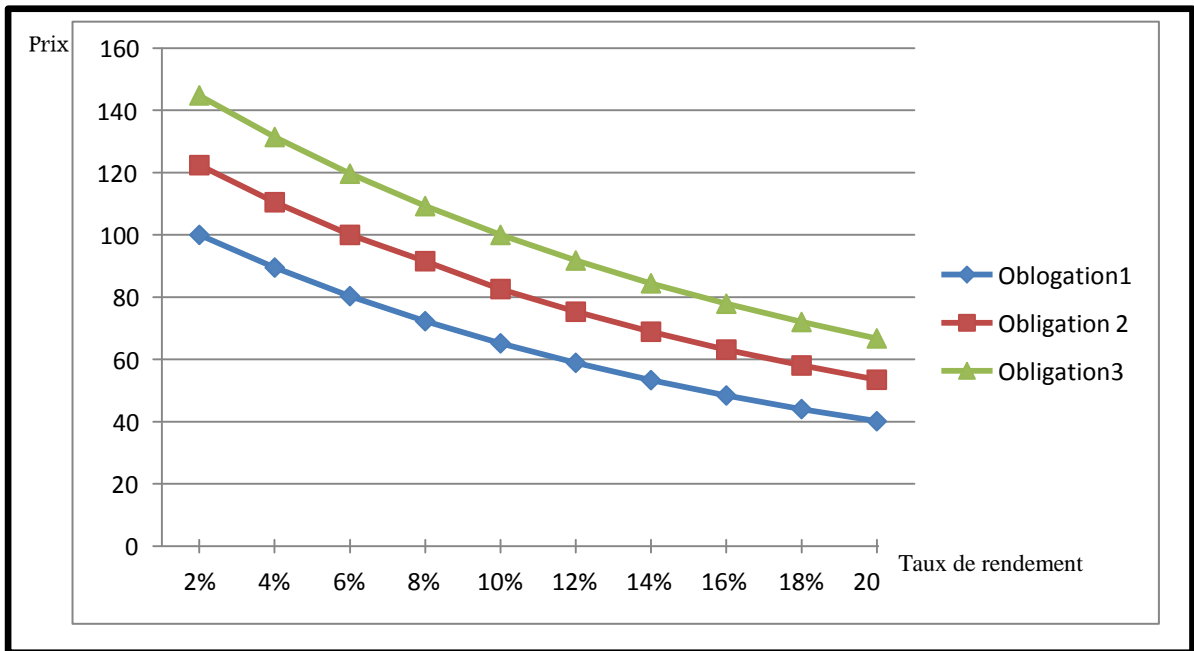
Source : R.FERRANDIER et V. KOEN, Op. Cit., p.265.

La hausse du taux de rendement de 1% a provoqué une baisse considérable des prix pour toutes les obligations. Néanmoins, l'obligation ayant un fort taux de coupon voit son prix baisser mais à des proportions moindres. Ces résultats nous montrent effectivement que plus le taux de coupon est élevé le prix baisse moins.

Il s'en suit que le prix du titre assorti du coupon le plus élevé est supérieur pour un taux actuariel donné.

¹ Ce théorème ne s'applique pas aux obligations dont l'échéance est d'un an et aux obligations perpétuelles.

Graphe N°07 : Effet coupon



Source : R. FERRANDIER et V. KOEN, Op. Cit., p.270.

Concernant les obligations à taux variable, elles se transigent généralement autour du pair, les variations du taux d'intérêt entraînent des variations du revenu (les coupons servis).

Tableau N°12 : Effet du coupon sur la variation du prix des obligations

	Emprunt à taux fixe	Emprunt à taux variable
Valeur de l'obligation	Variable	Stable
Intérêt	Stable	Variable

Le risque est sur le capital	Le risque est sur le revenu
------------------------------	-----------------------------

Source : R.FERRANDIER et V. KOEN, Op. Cit., p.271.

Un investisseur souhaitant percevoir un revenu périodique préférera les obligations à coupon élevé.

L'investisseur intéressé par la réalisation de gain en capital prendra position sur les obligations à faible coupon s'il anticipe une baisse des taux du marché.

❖ La convergence vers le pair

Un autre effet déterminant du prix d'une obligation est la convergence de son prix de marché vers le pair (plus précisément, vers sa valeur de remboursement) avec le rapprochement de la date de remboursement. L'explication de cela vient du fait que le prix d'une obligation est la somme des flux dont chacun d'entre eux est pondéré par un facteur d'actualisation.

Chapitre II: Aspects techniques de l'emprunt obligataire

Avec le passage du temps, les termes correspondant au coupon versé disparaissent et la part du remboursement dans le prix devient plus importante, c'est l'effet de convergence vers le pair¹.

Prenons une obligation qui verse un coupon de **8 %**, maturité **5 ans** et de nominal **100 DA** remboursable au pair :

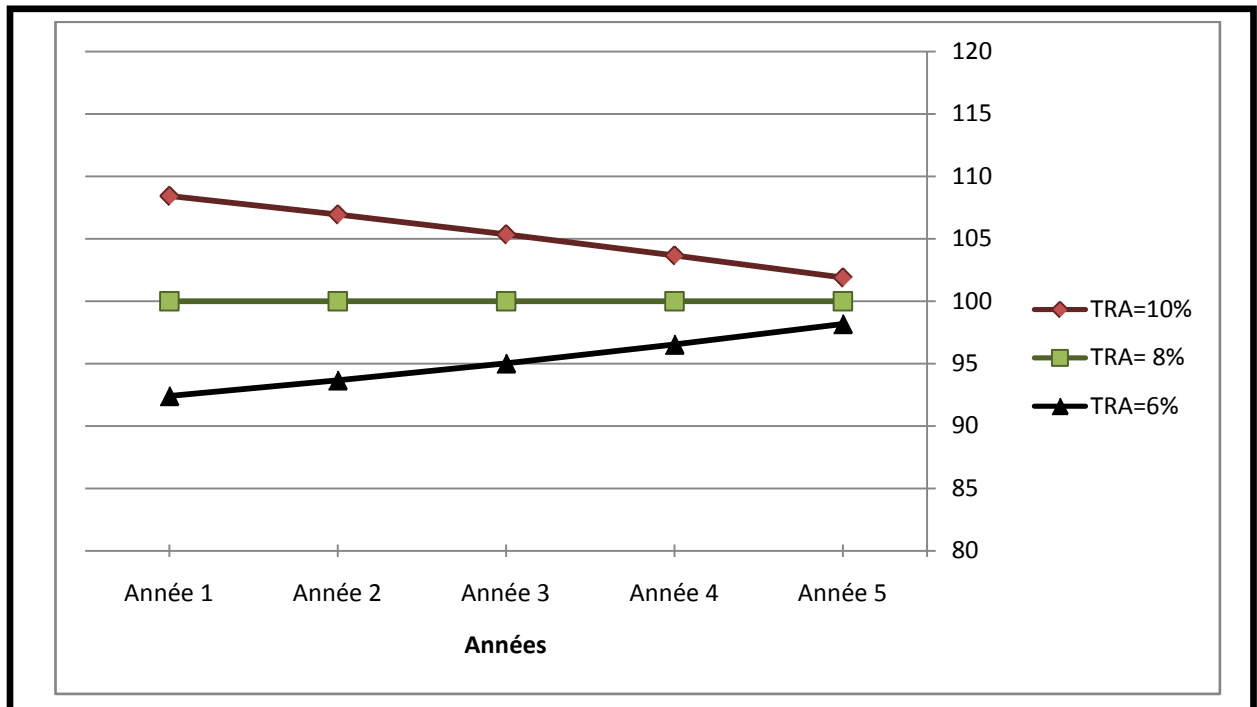
Tableau N°13 : La convergence vers le pair des prix obligataires

	5ans	4ans	3ans	2ans	1an
Prix avec TRA=10%	92,41	93,66	95,02	96,52	98,18
Prix avec TRA=8%	100	100	100	100	100
Prix avec TRA=6%	108,42	106,93	105,34	103,66	101,88

Source : R.FERRANDIER et V. KOEN, *Op. Cit.*, p.280.

A partir des données de ce tableau, nous obtiendrons le graphe ci-après :

Graphe N°08 : Convergence vers le pair



Source : Elaboré par nos soins à partir des données de tableau N°13.

¹ B.G.MALKIEL, *Op. Cit.*, p. 29.

Comme le montre le graphe N°08, les prix évoluent dans le temps et finissent par converger vers la valeur du pair. Cependant, le graphe montre bien que cette évolution est différente selon qu'on prenne en compte une obligation surcotée, au pair ou décotée. L'obligation surcotée aura un prix qui diminue jusqu'à atteindre la valeur du remboursement, de son côté, l'obligation décotée verra son prix augmenter jusqu'à un certain seuil et enfin, l'obligation cotée au pair aura un prix constant jusqu'à l'échéance du titre.

3. Evaluation des obligations avec option de remboursement anticipé

Les obligations avec options incorporées sont courantes. L'émetteur a besoin de pouvoir évaluer de telles options pour décider de leur adoption ou de leur exercice optimal éventuel. Dans ce point nous traiterons :

- L'option de remboursement au gré de l'émetteur (call);
- Les obligations rétractables (put).

3.1. Option de remboursement au gré de l'émetteur (call)

Il arrive souvent que les contrats d'émission donnent droit au débiteur à un remboursement de sa dette avant échéance. L'exercice de ce droit signifie le remboursement total de la dette avant l'échéance prévue. Pour dédommager les investisseurs, il est souvent prévu une valeur d'exercice au dessus du pair.

Le droit d'exercer cette option n'est ouvert qu'après une période de grâce qui peut s'étaler sur plusieurs années. A compter de la première date d'ouverture du droit au call, l'option peut être exécutée à chaque échéance (chaque année) à condition de prévenir les détenteurs quelque jours avant le déclenchement de la procédure. La prime de remboursement anticipé décroît dans le temps.

L'exercice de l'option devient intéressant pour l'émetteur si les obligations sont cotées au dessus du prix de remboursement : Cela signifie que le taux servi sur le marché est inférieur au taux de coupon payé par l'émetteur, un nouvel emprunt serait alors moins coûteux que l'emprunt en cours¹.

L'exécution de l'option call permet d'annuler l'ancienne dette pour profiter de la baisse des taux sur le marché. Cependant l'opération n'est pas si simple ; avant de lancer le remboursement anticipé, l'émetteur doit prendre en compte le coût de dénonciation à l'emprunt et les frais liés à la nouvelle émission.

Le risque qu'encourt l'émetteur en exécutant l'option est que les taux continuent à baisser après la nouvelle émission, alors que cette dernière ne peut être remboursée qu'après le délai de grâce.

¹ H. DE LA BRUSLERIE, *Op. Cit.*, p. 88.

3.1.1. Analyse de l'investisseur

En acquérant une obligation avec call, l'investisseur vend à l'emprunteur une option de remboursement anticipé. La prime apparaît sous forme de réduction du prix de l'obligation :

$$\text{Prix obligation avec option call} = \text{Prix obligation ordinaire} - \text{Prix option de rachat} \dots\dots^1$$

Cette relation nous rappelle que le prix d'une obligation à call est inférieur au prix d'une obligation ordinaire de même maturité. Son taux de rendement est alors plus élevé. L'investisseur doit suivre le marché de taux correspondant à l'échéance finale normale de l'emprunt et celui correspondant à la date du premier exercice du call.

3.1.2. Analyse du comportement de l'obligation à option call

Dans le cas où les taux montent, l'obligation à call se comporte comme une obligation ordinaire de maturité correspondant à l'échéance finale et de ce fait sa sensibilité au taux est élevée. Si les taux commencent à baisser, la probabilité d'un remboursement anticipé commence à être valorisée, ce qui conduit l'obligation à call à se comporter comme un titre d'échéance correspondant à la première date d'ouverture du call, la sensibilité aux variations de taux devient alors moins importante.

Une telle analyse peut conduire à de graves erreurs du fait qu'elle néglige la valeur de l'option. Celle-ci doit être conduite avec prudence car elle suppose la mise en place d'hypothèses sur l'évolution des taux d'intérêts à chaque date d'ouverture du droit au call.

Intuitivement, les facteurs qui influencent la valeur du call sont multiples : Le premier est la valeur de l'obligation. Si celle-ci est élevée par rapport à la valeur de remboursement, le risque de perte en capital qu'encourt l'investisseur est trop élevé, le call serait aussi élevé.

On exprime la même chose en disant que si le coupon s'écarte du taux servi sur le marché, l'option de remboursement s'apprécie. L'autre facteur, important aussi, est la durée restante à courir avant la date du premier call. Un autre effet, inverse à celui-ci, est que la valeur de l'option se trouve limitée par le fait que si la durée est importante et le coupon élevé, l'investisseur profitera du coupon élevé avant la date du premier call, ce qui tirera la valeur de l'option vers le bas.

3.2. Obligations rétractables (put)

Ces obligations ont aussi un aspect optionnel. Cependant, c'est l'investisseur qui détient le droit d'exécution de l'option de remboursement anticipé². L'exercice de ce droit par le prêteur raccourcit la durée de vie de l'obligation qui est normalement remboursée *in fine*.

¹ P. J. LEHMANN, *Op. Cit.*, p. 209.

² Les obligations CEVITAL échéance 2009 et 2011, sont des obligations rétractables.

Les obligations de ce type sont souvent de maturité longue. Toutefois, le contrat prévoit une date rapprochée à laquelle le prêteur peut demander le remboursement au pair de sa créance.

L'intérêt pour l'émetteur est de pouvoir bénéficier de taux plus bas (donc prix plus haut) que ceux du marché en vendant un put aux acquéreurs de l'obligation. La valorisation de l'option fait appel, comme pour les calls, à un modèle d'évaluation basé sur l'anticipation d'évolution des taux :

$$\text{Prix obligation à put} = \text{Prix obligation ordinaire} + \text{Prix option de revente} \dots\dots\dots^1$$

Il est clair que si les taux du marché, au moment de l'ouverture du droit au put, sont plus bas que le taux de coupon servi, l'investisseur a intérêt à continuer à prêter.

L'analyse du comportement d'une obligation rétractable sur le marché secondaire s'effectue de la même manière qu'une obligation « callable ». Si le taux de rendement est proche du taux de coupon, l'obligation se comporte comme un titre d'échéance égale à la date du premier put. A l'inverse, si les taux de rendement sont bas ; et si, de plus, la date du put est peu éloignée, l'obligation rétractable a tendance à se comporter comme obligation de maturité égale à la date finale du contrat.

4. Evaluation des obligations à taux unique (coupon Zéro)

Le taux *zéro-coupon* **Z (0, d)²**, appelé également *taux spot*, ou *taux au comptant* ou encore *taux pur*, est un taux constaté immédiatement sur le marché qui représente le taux payé lors d'une opération classique d'emprunt ou de prêt, où il n'y a pas d'intérêt avant l'échéance, donc ce n'est qu'à l'échéance que le capital est remboursé et les intérêts versés.

Il est implicitement défini dans la relation suivante :

$$V_0 = \frac{V_n}{(1+Z_n)^n} \dots\dots\dots^3$$

Où :

V_n : Valeur de remboursement.

Z_n : Le taux zéro-coupon à n années.

V₀ : Valeur d'acquisition.

n : Le nombre de périodes.

Dans la pratique les taux de rendement associés à chacune des obligations zéro-coupon sont différents (sauf quand la courbe est plate), ainsi pour évaluer convenablement une obligation, il suffit donc de connaître les taux zéro-coupon associés aux maturités de chacun des flux de l'obligation.

¹ P. DE POSSON, *Op. Cit.*, p. 98.

² C'est le taux de rendement d'une obligation zéro-coupon à l'instant 0 « aujourd'hui » de maturité d.

³ P. DE POSSON, *Op. Cit.*, p. 102.

Exemple : Soit l'obligation de montant nominal **100 DA**, de maturité **3 ans** et de taux de coupon **10%**. Les taux de rendement des obligations zéro coupon à échéance **1 an, 2 ans et 3 ans** sont respectivement **7%, 9% et 10%**. Le prix (P) de l'obligation est égal à :

$$P = \frac{10}{(1 + 7\%)} + \frac{10}{(1 + 9\%)^2} + \frac{10}{(1 + 10\%)^3} = 100,407 \text{ DA}$$

Calculer la valeur actuelle d'une obligation n'est pas très compliqué pour une « zéro-coupon», un seul flux d'argent étant effectué à une date unique (date d'échéance). Pour tout autre type d'obligation l'opération est plus délicate, la valeur actuelle étant fonction de plusieurs flux intervenant tous à des dates différentes. Il existe une approche classique et une autre approche plus précise pour déterminer la valeur actuelle de ces obligations, la différence entre ces deux méthodes étant la prise en compte de la variabilité des taux.

L'approche classique s'apparente à la méthode d'évaluation des actions, les coupons remplaçant les dividendes et le principal le prix de revente du titre. On admet alors que les taux sont identiques pour chaque échéance, ce qui représente une restriction de taille. Une obligation classique est donc une certaine somme qui sera versée dans le futur à différentes échéances (coupons et principal). Pour trouver la valeur actuelle somme, comme nous le ferions pour un titre:

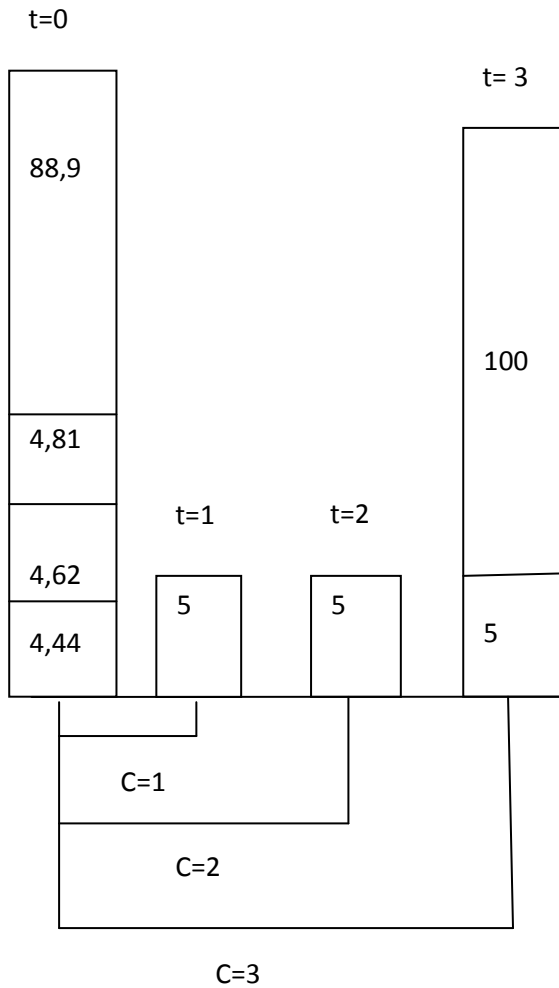
$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1 + r)^i} + \frac{F}{(1 + r)^n} \dots\dots\dots^1$$

Exemple

Soit une obligation qui échoit dans trois ans, portant un coupon de 5%, et remboursable au pair. Le taux d'intérêt est de 4%. Voici la représentation graphique du calcul du prix de cette obligation:

¹ GITMAN. L et al, Op. Cit., p. 66.

Figure N°03 : Calcul du prix d'une obligation



$$C = \frac{5}{(1+r)} = \frac{5}{1,04} = 4,81$$

$$C = \frac{5}{(1+r)^2} = \frac{5}{(1,04)^2} = 4,62$$

$$C = \frac{5}{(1+r)^3} = \frac{5}{(1,04)^3} = 4,44$$

$$F = \frac{100}{(1+r)^3} = \frac{100}{(1,04)^3} = 88,9$$

Valeur de l'obligation en t=0 :

$$88,9 + 4,44 + 4,62 + 4,81 = 102,8$$

Source : fait par nos soins à partir des données de l'exemple précédent.

Cette approche n'est pas consistante avec la réalité puisqu'il existe des taux différents en fonction des échéances. En utilisant cette méthode, le calcul du prix d'une obligation ne sera pas précis car on actualise chaque paiement avec un taux d'intérêt unique. De plus, on ne sait pas quel taux il faut utiliser (le taux à 1 an, à 5 ans, ou autres). Il est conseillé d'utiliser le taux de rendement interne d'une obligation de risque et de maturité comparables, c'est-à-dire le taux exigé par le marché pour un certain type de titres.

A travers ce point nous avons constaté que l'investissement obligataire fait intervenir le passage du temps et la notion de rentabilité dont l'appréciation n'est pas chose simple puisqu'elle dépend du taux d'intérêt concept économique central et indispensable à l'évaluation d'un titre obligataire car lui seul permet d'actualiser au plus juste les cash-flow futurs liés à une obligation.

La démarche d'analyse de la rentabilité présentée reste cependant incomplète car elle ignore la notion du risque indispensable pour une meilleure appréhension de l'obligation. La notion du risque fera l'objet du point suivant.

Section 3 : Les risques liés au placement obligataire

L'investissement en obligations suppose le sacrifice d'une consommation immédiate certaine en échange d'une situation future incertaine. D'où la notion du risque définie par J.P. Morgan¹ comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur future de l'instrument financier. C'est donc la probabilité que le rendement réalisé (*ex post*) soit plus ou moins différent de la rentabilité espérée (*ex ante*)².

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

Cela sera exposé dans cette section. Tout d'abord, nous rappellerons les risques encourus par les porteurs d'obligations, puis nous aborderons par la suite les mesures de ces risques (rating, spread, duration, sensibilité).

I. Les différents risques inhérents aux obligations

Il existe une multitude de risques liés à l'obligation et sont classés en deux catégories : les risques systématiques et les risques spécifiques.

1. Les risques systématiques

Pour un titre, c'est le risque corrélé au marché. Il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation, des changements de gouvernement, etc., nous l'appelons également risque de marché.

Compte tenu que tous les titres financiers sont plus ou moins affectés par les facteurs mentionnés ci-dessus. Le risque systématique ne peut être éliminé par le biais de la diversification³. Nous distinguons:

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

1.1. Le risque de taux d'intérêt

C'est la première et la plus importante source de risque des investisseurs en titres à revenu fixe, puisqu'il est la principale cause de la volatilité des prix du marché obligataire. Pour les obligations, le risque de taux est un risque de marché. Lorsque les taux d'intérêt de marché augmentent, le prix des obligations baisse, et inversement. Lorsque les taux d'intérêt deviennent plus volatils, le prix des obligations le devient également.

¹ John-Pierrepoint Morgan, dit J.P Morgan (1837-1913), était un financier et banquier américain basé à New York.

² X. BRADLEY et C. DESCAMPS, Op. Cit., p. 17.

³ R. POTRAIT et P. PONCET, « *Finance de marché: Instruments de base, produits dérivés, portefeuille et risques* », Ed. Dalloz, Paris, 2008, p.150.

Le risque de taux peut être constaté par l'investisseur sous différentes formes :

❖ Risque de réinvestissement des coupons

En cas de variation des taux du marché, tous les coupons ne seront pas réinvestis au même taux, mais à un taux différent ; une augmentation (ou baisse) du taux d'intérêt sera favorable (ou défavorable) à l'investisseur. La seule obligation qui ne comporte aucun risque de réinvestissement est une obligation à coupon zéro.

❖ Risque de perte en capital

En cas de vente de l'obligation avant son échéance, le prix de vente sera égal à la valeur actuelle des flux futurs au taux en vigueur sur le marché à cet instant. Dans ce cas une augmentation (baisse) du taux sera défavorable (favorable) à l'investisseur.

1.2. Le risque d'inflation

Le risque d'inflation est le risque couru si l'inflation réduit la valeur exprimée en termes de pouvoir d'achat, des cash-flows qu'une obligation génère. L'inflation conduit également à des taux d'intérêt plus élevés, ce qui entraîne à son tour la baisse de prix des obligations.

1.3. Le risque de change

Le risque de change concerne les obligations libellées en monnaies étrangères, et réside dans le risque de fluctuation de la monnaie nationale par rapport à la monnaie étrangère dans laquelle l'obligation est libellée. Ainsi si la monnaie nationale s'apprécie par rapport à la monnaie étrangère, le rendement de l'investisseur sera alors inférieur au taux d'intérêt stipulé dans le contrat d'émission et inversement.

1.4. Le risque politique ou juridique

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

2. Les risques spécifiques

« Le risque spécifique est propre à chaque titre, il est indépendant du risque général du marché »¹.

Appelé aussi le risque non systématique, ce risque est attribuable à des facteurs dont l'influence se fait sentir sur une firme ou, tout au plus, sur un ensemble de firmes.

¹ H. DE LA BRUSLERIE, *Op. Cit.*, p. 123.

De tels facteurs sont notamment la mauvaise gestion de l'entreprise ou bien l'invention technologique qui rend obsolète sa principale gamme de produits, les poursuites judiciaires, l'obtention d'un important contrat, les grèves, etc.

Etant donné que ces événements sont essentiellement aléatoires, leurs effets peuvent être annulés en détenant un portefeuille largement diversifié.

2.1. Le Risque de crédit ou risque de non-paiement

Aussi appelé « risque de défaut » ou « risque de signature » est la probabilité que l'émetteur des titres ne soit pas en mesure de faire face à ses engagements contractuels relativement aux paiements des intérêts et au remboursement du principal de la dette à la date d'échéance des titres¹. Il est lié donc à la qualité et à l'intégrité financière de l'émetteur. Plus la santé financière de ce dernier est bonne et moins le risque de défaillance est important.

En cas de défaut de l'émetteur, le détenteur d'une obligation supporte le risque de ne pas retrouver son capital. Certes, le risque inhérent à une obligation est plus faible que celui présenté par une action, du fait que les détenteurs d'obligations occupent un rang beaucoup plus élevé dans l'ordre des créanciers que les détenteurs d'actions. Néanmoins, ce risque est bien réel.

En raison de ce risque, les obligations émises par les entreprises offrent un taux de rendement supérieur à celui des emprunts d'Etat à échéance égale. Cela s'explique par le fait qu'il n'y a pratiquement aucun risque qu'un gouvernement manque à ses engagements: on dit alors que les obligations offrent un taux de rendement sans risque (c'est le cas pour les Obligations Assimilable au Trésor (OAT) ou on peut considérer que ce risque est inexistant).

Dans la pratique, à l'exception des obligations à rendement élevé (ou obligations "pourries"), très peu d'émetteurs d'obligations manquent à leurs engagements. L'investisseur est plus inquiet d'une variation éventuelle de l'évaluation de solvabilité (risque d'impayés), car cela aurait un impact immédiat sur le prix des obligations émises par l'emprunteur.

En fait, s'il y a une détérioration dans l'évaluation de la solvabilité d'un émetteur, le prix de ses obligations baissera lui aussi. Cela pourra créer des pertes de capital significatives pour les porteurs d'obligations qui veulent vendre avant échéance.

2.2. Risque de liquidité

C'est le risque de ne pas trouver preneur au titre lorsqu'on veut le vendre, ou bien le vendre avec une décote dite d'illiquidité. Ce cas est fréquent pour les obligations peu négociées tels que les obligations moins bien cotées, les obligations qui ont récemment vu leur cote de crédit déclassées, les obligations émises par un émetteur rare, etc. De ce fait, il faut éviter les obligations pour lesquelles il y a peu de transactions, c'est-à-dire peu liquides.

¹ L.GITMAN et al, *Op. Cit.*, p. 112.

Si on a l'intention de conserver une obligation jusqu'à échéance, le risque de liquidité ne nous concerne pas. Mais si on veut la vendre avant échéance, ce risque devient pertinent.

2.3. Risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur

Si l'emprunteur exerce son droit de remboursement anticipé à la suite d'une baisse des taux d'intérêt, l'investisseur ne pourra réinvestir le montant reçu qu'à un taux inférieur à celui qui était en vigueur au moment de l'investissement.

Le risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur est le risque qu'une obligation soit « rappelée » (retirée du marché) bien avant l'échéance prévue.

Les émetteurs ont en effet quelquefois la possibilité et l'opportunité d'exercer une clause de rachat ou de remboursement anticipé à un prix déterminé à l'émission de l'emprunt. Lorsque les émetteurs rachètent leurs obligations par anticipation, les obligataires encaissent des fonds qui se trouvent alors exposés à un risque de réinvestissement. En effet, les clauses de remboursement anticipé au gré de l'émetteur sont évidemment exercées lorsque les conditions du marché sont favorables à l'émetteur, c'est-à-dire lorsque le marché a enregistré une baisse significative des taux ; l'émetteur a alors intérêt à rembourser son ancienne dette pour se refinancer ensuite à un coût plus attractif. Pour le détenteur d'obligations, une obligation remboursée par anticipation signifie, la plus part du temps, soit un arrêt du flux de trésorerie récurrent (le coupon), soit un taux de rendement fortement réduit.

3. Autres risques

En dehors des risques présentés qui concernent les obligations, il en existe d'autres formes de risques concernant les portefeuilles obligataires et les risques opérationnels¹.

3.1. Le risque de portefeuille

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

3.2. Le risque opérationnel

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

¹K.JEANNICOT et S.BEN LARBI, « *Management des risques financiers et marchés organisés* », Ed. Economica, Paris, 2004, p.63.

II. Mesure du risque crédit et du taux d'intérêt

En cas de défaut de l'émetteur (faillite, dépôt de bilan, etc.), le détenteur d'une obligation supporte le risque de ne pas retrouver son capital. Certes, le risque inhérent à une obligation est plus faible que celui présenté par une action, du fait que les détenteurs d'obligations occupent un rang beaucoup plus élevé dans l'ordre des créanciers que les détenteurs d'actions. Néanmoins, ce risque est bien réel.

1. Mesure de risque de crédit des titres obligataires

Les obligations font souvent - bien que cela ne soit pas obligatoire - l'objet d'une notation financière qui permet normalement de mieux évaluer le risque de crédit présenté par le titre ainsi de et sans laquelle les investisseurs éprouveront une réticence à souscrire des obligations non notées.

Dans ce qui suit nous allons présenter la notation financière, les principales agences de notation dans le monde, la méthode et l'intérêt de la notation des obligations, les limites et les critiques apportées à la notation financière et à la fin on abordera le spread de crédit.

1.1. La notation des titres obligataires

Entreprises de diffusion d'information financières aux Etats Unis dans les années soixante dix, les agences de notations sont devenues, au début des années 2000, des organismes contribuant à la réglementation bancaire internationale. La mue du rôle des agences est le fruit d'un contexte favorable, la croissance et la mondialisation des marchés financiers, mais également du recours à une recherche et à un mode de diffusion de l'information sur le risque de crédit adapté aux besoins d'information des détenteurs de titres obligataires et, d'une manière générale, des marchés de capitaux.

La rapidité avec laquelle les agences qui attribuent ces notes ont établi leur pouvoir et leur notoriété est étonnante : les trois principales **Fitch, Moody's et Standard and Poor's** sont désormais reconnues et monopolisent à elles seules 90% du marché mondiale de la notation.

1.1.1. Présentation générale de la notation financière et des agences de notation

La notation financière désigne « l'attribution de notes (ratings) à des emprunteurs ou à des titres de dette afin dévaluer leur risque de défaut »¹.celui-ci correspond à l'incapacité du débiteur à faire face à ses obligations financières².

¹ E.PAGET-BLANC et N. PAINVIN, « *La notation financière : rôle des agences et méthodes de notation* », Ed. Dunod, Paris, 2007, p. 10.

² T.RONCALLI, « *La gestion des risques financiers* », Ed. Economica, Paris, 2004, p.19.

Il est cependant nécessaire de distinguer la note d'émetteur ou note de référence, qui reflète la capacité de l'emprunteur à assurer le service de l'ensemble de ses dettes financières, de la note d'émission qui est spécifique à une catégorie particulière de dette émise. Bien sûr, il y'a souvent corrélation entre la qualité de gestion de l'entreprise, la qualité de ses produits et son environnement économique et sa capacité à faire face à ses engagements financiers ; ce qui n'est pas toutefois pas toujours aussi automatique même cela peut paraître quelquefois surprenant. une entité peut, en effet, avoir des comptes financiers tout à fait catastrophiques et néanmoins bénéficier d'une note élevée voir très élevée.

La notation consiste en une évaluation par une agence spécialisée de la qualité de risque d'une entité, exprimée sous la forme d'une synthétique. Cette note peut être attribuée par Moody's, Standard and Poor's ou encore Fitchrating, les trois agences de référence sur le marché, après une analyse approfondie et complète de la situation de la collectivité. La notation a un coût, payé à l'agence de rating. une notation doit être actualisée tous les ans.

Ces trois principales agences de rating dans le monde ont été créées aux USA Standard and Poor's dont l'origine remonte à 1860, Moody's (1900), Fitchrating (1992).

Elles ont pour fonction d'évaluer à la demande d'émetteur, la probabilité de remboursement des titres de créance qu'il a émis, et de résumer en une note, ou en plusieurs notes, les titres courts étant traités différemment des titres longs, les garanties offertes aux investisseurs pouvant être par ailleurs diverses.

L'évaluation dépend :

- De paramètres financiers, appréhendés au travers de l'analyse financière effectuée par l'agence ;
- De données qualitatives, concernant par exemple le dynamisme de l'équipe dirigeante, l'exposition de la société à des risques de type conjoncturel, géographique (débouchés principaux dans les pays de l'Est, en Asie, etc.), structurel (prise de contrôle aux résultats encore indéterminés, un seul fournisseur, etc.), juridique (procès en cours), de taux, de change ;
- Des caractéristiques spécifiques à certains des titres évalués. Les porteurs d'obligations foncières bénéficient par exemple d'un privilège sur l'actif de la société qui les émet. Certains emprunts obligataires émis par les collectivités locales font l'objet d'un rehaussement, c'est-à-dire de la garantie d'une compagnie d'assurance.

L'inconvénient de la notation est évidemment son coût qui se situait, semble t-il, entre 40 000 € et 80 000 € pour les grandes sociétés en 2002. Encore s'agit-il de coût de la première notation auquel s'ajoute un coût de maintenance, selon des modalités précisées dans le mandat de notation confié à l'agence par l'émetteur. Mais ces frais, largement fixes, pèsent d'autant moins qu'il est fait appel fréquemment au marché et pour des montants importants. L'avantage est qu'une bonne note se traduit par une prime de risque faible. Certains émetteurs sont cependant notés par des agences désireuses d'augmenter leur notoriété ou leur implantation sur un segment de marché sans qu'ils l'aient sollicité (notation sauvage). Dans ce cas le coût est évidemment nul.

L'émetteur, qui en est généralement informé, collabore parfois au travail de l'agence. A titre d'illustration, la grille d'évaluation des obligations utilisée par Standard and Poor's est la suivante :

❖ **Catégorie d'investissement : "High Grade"**

AAA : aptitude à assurer le service de la dette extrêmement forte ;

AA: aptitude à assurer le service de la dette très forte;

A : aptitude à assurer le service de la dette forte mais sensibilité aux changements des conditions économiques ;

BBB: aptitude à assurer le service de la dette suffisante mais plus grande sensibilité aux changements des conditions économiques.

❖ **Catégorie spéculative**

BB : incertitude paiement à l'échéance, du fait de la vulnérabilité aux changements des conditions économiques.

B: incertitude paiement à l'échéance, du fait d'une grande vulnérabilité aux changements des conditions économiques.

CCC, CC, C: paiement à l'échéance de plus en plus douteux, dépendant de conditions économiques de plus en plus favorables.

D: déjà en défaut de paiement.

Des signes (+) et (-) peuvent apporter des nuances à la note décernée, sauf pour le triple A. Par ailleurs, l'agence peut rectifier à tout moment la note attribuée à un émetteur, situation précédée généralement d'une mise sous surveillance, notée s dans les journaux financiers, avec implication positive ou négative. Les grands émetteurs recourent habituellement à au moins deux, voir trois agences de notations¹.

Le tableau suivant nous propose une revue des différentes notes pour les endettements long terme et court terme dans les principales agences de notation : Moody's Standard & Poor's.

¹ D.ARNAULD, « *La bourse et les produits boursiers, marché, indices, action, produits dérivés* », Ed. Ellipses, Paris, 2004, p. 103.

Tableau N° 14 : L'échelle de notation des obligations selon Moody's et Standard & Poors et Fitch rating

Principales notations financières						Commentaire
Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long Terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	<i>Prime</i> . Sécurité maximale.
Aa1		AA+		AA+		<i>High Grade</i> . Qualité haute ou bonne.
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	<i>Upper Medium Grade</i> . Qualité moyenne.
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	<i>Lower Medium Grade</i> . Qualité moyenne inférieure.
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	<i>Not Prime</i>	BB+	B	BB+	B	<i>Non Investment Grade</i> . Spéculatif.
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Hautement spéculatif.
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+	C	CCC	C	Risque substantiel. En mauvaise condition.
Ca		CCC		Extrêmement spéculatif.		
C		CCC-		Peut être en défaut.		
/		D		D		DDD
			DD			
			D			

Source : E. Le Saout, Op. Cit., p 78.

1.1.2. Impact de la notation

Dans le cas d'une entreprise cherchant à se financer, la notation obtenue sera déterminante pour les conditions de l'opération. Elle trouvera plus facilement des fonds pour des taux d'intérêt faibles si sa note est élevée. A l'inverse, une mauvaise note signifiera un taux d'intérêt plus élevé et des difficultés pour mettre sur pied un financement. La différence de niveaux entre les taux d'intérêt constituera la prime de risque.

La note n'est pas figée et évolue ensuite tout au long de la vie des obligations par exemple, une révision de la note à la baisse peut faire baisser le cours du titre visé. De même, un changement d'évaluation à la hausse peut faire monter le cours. Les investisseurs sont très attentifs aux modifications de notes ou aux mises sous surveillance des titres.

Enfin, il est important de souligner que les notations attribuées ne sont en aucun lieu des recommandations d'achat ou de ventes de titres, il s'agit uniquement de l'estimation du risque de solvabilité à un instant donné et mesuré de manière statistique.

1.1.3. Les limites de la notation financière

L'extension du rôle accordé aux agences de notations dans la réglementation bancaire a été la cible de nombreuses critiques, en particulier de la part de ceux qui souhaitent limiter l'implication des institutions privées dans la réglementation bancaire en raison des conflits d'intérêt que cela peut susciter.

Les critiques ont été amplifiées par l'affaire Enron, où la fiabilité et les pratiques des agences ont été sévèrement mises en cause. Enron, une société américaine de courtage en énergie, était notée en catégorie d'investissement quatre jours seulement avant de se déclarer en faillite en 2001.

Ceci a amené les organes de régulation de marché à lancer des enquêtes sur les pratiques des agences, qui ont mis en évidence un certain nombre de failles dans leur mode de fonctionnement.

Les limites de la notation peuvent être classées en deux catégories ¹ :

- **Les limites liées aux performances des agences**

Elles font référence à la capacité des agences à prédire les défaillances des émetteurs (mesure de taux de défaillance et les modifications brutales des notes qui constituent une reconnaissance des agences d'une erreur de jugement ou de la non anticipation d'un événement susceptible d'affecter la note attribuée), ainsi qu'au timing des changements de note par rapport aux mouvements du marché c'est-à-dire l'incapacité d'anticipation de certaines crises graves notamment la crise asiatique 1997.

- **Les limites liées aux pratiques des agences**

Elles font référence à la qualité des informations transmises par les émetteurs ainsi leur traitement par les agences cela veut dire que la pertinence des notes attribuées dépendent largement de l'exhaustivité et de la sincérité des informations transmises par l'émetteur.

Certains organes de régulation des marchés ont exprimé une inquiétude de l'excès de volatilité des cours des titres engendré par les annonces des agences pour les sociétés cotées en bourse.

Et enfin les barrières à l'entrée des nouvelles agences et les difficultés rencontrées pour être reconnus par les autorités de tutelles et le marché.

¹ P.B.PAINVIN, « *La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation* », Ed. Dunod, Paris, 2007, p. 28.

1.2. Écart de taux « spread »

Le spread de crédit représente la rémunération exigée par les investisseurs en compensation du risque global qu'ils encourent par la détention du titre. Il traduit donc une majoration du taux de rentabilité actuariel exigé par les investisseurs, ce dernier pouvant se décomposer en un taux de marché (sans risque) et un spread de signature.

$$\text{Taux de rentabilité actuariel} = \text{taux de marché sans risque} + \text{spread de signature} \dots\dots^1$$

Le spread de signature est d'autant plus important que le rating de l'émetteur est bas, et il est d'autant plus élevé pour un même émetteur que la durée de vie du titre est élevée.

2. Mesure de risque de taux d'intérêt

Le risque de taux supporté par les investisseurs disposant de créances ou de dettes exposées aux variations de taux d'intérêt se mesure par la sensibilité, voir la « duration ».

2.1. La duration

La « duration » est une mesure de la durée de vie moyenne d'une obligation non encore remboursée à une date considérée et est assimilable à un délai moyen de récupération de la valeur actuelle. Elle est exprimée en année. Il s'agit d'un outil permettant de comparer schématiquement plusieurs instruments ou obligations à taux fixe entre eux².

La « duration » est un concept très utilisé en pratique par les gestionnaires de portefeuilles pour caractériser une obligation et gérer le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt. En effet, contrairement à l'échéance, qui ne tient compte que de la date ou aura lieu le paiement final, la « duration » prend également en considération l'importance des versements d'intérêt et le moment où ces derniers auront lieu.

Dans les années soixante-dix, elle fût utilisée comme mesure d'exposition d'un titre à revenu fixe au risque de taux³.

La duration se calcule ainsi :

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} \times (t)}{\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}} \dots\dots\dots^4$$
$$= \frac{\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} \times (t)}{V} \dots (*)$$

Où :

¹ K. CUTHBERTSON, *Op. Cit.*, p.104.

² F.QUITTARD-PINON et T. ROLLANDO, «*La Gestion du risque de taux d'intérêt* », Ed. Economica, Paris, 2000, p. 99.

³ P. DE POSSON, *Op. Cit.*, p.265.

⁴ Idem, p.269.

D : Duration de l'obligation ;

F_t: Flux monétaire que recevra l'investisseur à la période t (intérêt et /ou remboursement de capital) ;

T : Nombre de période à écouler avant que l'investisseur perçoive le flux monétaire;

n : Nombre de période d'ici la date d'échéance de l'obligation ;

i: Taux de rendement à échéance de l'obligation ;

V : Valeur actuelle de l'obligation.

Le dénominateur de l'expression (*) est la valeur présente de l'obligation, c'est-à-dire la valeur actualisée des flux monétaires (intérêt et remboursement de capital) que recevra l'obligataire. Au numérateur, l'échéance de chaque flux monétaire est pondérée par sa valeur actuelle.

Exemple

Pour le calcul de la duration d'une obligation qui a une valeur nominale de 1000 (remboursement in fine au pair) qui viendra à échéance dans 4 ans et qui paie un taux de coupon de 7%. Cette obligation est cotée au pair, son taux de rendement actuariel est donc de 7%.

Tableau N° 15 : La duration actuarielle

Année	Flux	Flux actualisées	Chaque échéance pondérée par son flux actualisé
1	7	65,4	65,42
2	7	61,1	122,28
3	7	57,1	171,42
4	10	816,	3265,2
T	12	1000	3624,32

Source : F.QUITTARD- PINON et T. ROLLANDO, Op.Cit, p. 203.

La duration de cette obligation est égale à :

$$\frac{3624,32}{1000} = 3,62 \text{ années}$$

L'investisseur de cette obligation récupèrera son capital investi dans un délai moyen de 3,62 années.

La « duration » donne en revanche une mesure plutôt approximative de l'impact instantané d'une variation des taux d'intérêt sur le prix de cette obligation.

2.2. La sensibilité

La sensibilité. C'est donc la dérivée première de la valeur de l'obligation par rapport au taux d'intérêt divisée par la valeur de l'obligation (c'est l'élasticité du cours par rapport aux taux du marché). Elle correspond alors à la pente de la tangente de la courbe des valeurs de l'obligation en fonction des taux d'intérêt¹.

Une fois la « duration » calculée, il vous sera alors facile de déterminer la sensibilité de la valeur de l'obligation pour une variation de 1% du taux d'intérêt du marché.

Le prix d'une obligation est donné par :

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} \dots\dots\dots^2$$

La dérivée première du prix de l'obligation par rapport au taux d'intérêt est donnée par :

$$\begin{aligned} \frac{dP}{di} &= -\frac{F_1}{(1+i)^2} - \frac{2.F_2}{(1+i)^3} - \dots - \frac{F_n}{(1+i)^{n+1}} \dots\dots\dots^3 \\ &= -\frac{1}{(1+i)} \sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot (t)}{(1+i)^t} \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

La valeur de sensibilité (**S**) est donnée par :

$$S = -\frac{P'(i)}{P} = \frac{dP/P}{di}$$

Ainsi, en remplaçant l'écriture de formule (1) dans **S**, nous obtiendrons :

$$S = -\frac{1}{(1+i)} \times \frac{\sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot (t)}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}}$$

Ce qui nous permettra d'écrire la sensibilité en fonction de la duration :

$$S = -\frac{1}{(1+i)} \times D \dots\dots\dots^4$$

Avec :

S : Sensibilité ;

P : cours de l'obligation ;

¹ F.QUITTARD-PINON et T. ROLLANDO, *Op. Cit.*, p. 99.

² P. DE POSSON, *Op. Cit.*, p.269.

³ Idem.

⁴ Idem.

Chapitre II: Aspects techniques de l'emprunt obligataire

F_t : Flux monétaire que recevra l'investisseur à la période t (intérêt et /ou remboursement de capital) ;

T : Nombre de période à écouler avant que l'investisseur perçoive le flux monétaire F_t ;

n : Nombre de période d'ici la date d'échéance de l'obligation;

i : Taux de rendement à échéance de l'obligation.

Autrement dit, la sensibilité n'est autre que la « duration » actualisée par le taux i .

Ainsi, dans notre exemple l'obligation ayant une duration de (3.62) et un taux de rendement actuariel de 7% a une sensibilité égale à $(- 3.62/ 1.07)$ soit (-3.38) , ce qui nous permet d'évaluer directement les conséquences d'une variation des taux de 1% à la hausse et à baisse.

Tableau N° 16: La sensibilité

Δi	Variation du cours $dP/p=S \times di$	Nouveau cours
+ 1%	-3,38%	96,68
- 1%	+3,38%	103,46

Source: F.QUITTARD- PINON et T. ROLLANDO, Op. Cit., p. 110.

Plus la sensibilité de l'obligation est élevée, plus elle subit fortement les mouvements des taux d'intérêt. Plus la sensibilité est élevée, plus le potentiel de performance est important en contrepartie d'un risque plus important.

L'obligation est un emprunt souscrit auprès d'investisseurs. L'émission obligataire consiste, pour une entreprise, à lever des fonds sur les marchés financiers auprès d'investisseurs. En contrepartie de l'apport de ces fonds, les investisseurs deviennent propriétaires de titres de créances, les obligations, qui matérialisent leur engagement.

L'emprunt obligataire est enregistré dans les comptes d'une entreprise comme une dette et pour le prêteur, il est considéré comme une créance.

A travers ce chapitre, nous avons présenté le traitement comptable d'un emprunt obligataire chez le prêteur et l'emprunteur ainsi que les principales techniques d'évaluation des obligations qui constitue la première phase du processus de décision permettant à un investisseur rationnel de sélectionner le meilleur titre.

Nous avons également vu la cotation des obligations sur le marché financier, ainsi que les éventuels risques qu'ils peuvent présenter.

Le placement obligataire n'est pas sans risque. Certes elles sont moins risquées que les actions mais elles ne constituent pas pour autant un placement sûr. Tout dépend de la santé financière de l'émetteur.

À cet égard, dans la troisième section de ce chapitre nous avons présentés les mesures du risque crédit et du taux d'intérêt à savoir la notation financière, l'écart du taux, la duration et la sensibilité.

L'emprunt obligataire fait partie de ce que l'on appelle la finance directe. Par opposition à la finance indirecte qui consiste, pour l'entreprise ou pour l'Etat et pour toute entité en quête de financement, à recourir à un prêt bancaire tout simplement.

Dans le cas d'un emprunt obligataire, l'émetteur collecte directement de l'argent auprès des épargnants eux-mêmes. Les institutions bancaires intervenant dans la chaîne ne jouant en ce moment-là que le rôle d'intermédiaires.

L'emprunt obligataire fonctionne de la même manière qu'un prêt classique, de telle façon que l'émetteur (l'entreprise qui emprunte) verse des intérêts tout au long de l'emprunt à l'investisseur. Puis, à l'échéance, l'entreprise rembourse son prêt à l'investisseur.

L'obligation s'oppose à l'action en ce qu'elle assure généralement un revenu fixe indépendant des résultats de l'exercice et ne confère pas à son titulaire le droit de participer à la gestion de la société.

Ces obligations sont alors achetées par les souscripteurs qui deviennent ainsi des obligataires. Ceux-ci pouvant être des personnes physiques ou des personnes morales.

Ce mode de financement – émission d'obligations -, souvent utilisé par les gouvernements, organismes municipaux et autres collectivités locales, est désormais de plus en plus utilisé par les entreprises, pour financer leurs besoins en fonds pour relancer leur activité par investissement et en période de crise, ces emprunts obligataires sont surtout utilisés pour rembourser les dettes.

A titre de rappel, il faut souligner que plusieurs catégories d'obligation existent: l'obligation à taux fixe, l'obligation zéro coupon, l'obligation à taux variable et l'obligation convertible et autres.

L'emprunt obligataire reste un mode de financement très souple qui n'est assorti d'aucune garantie, à l'inverse des prêts bancaires. De plus, l'émetteur peut avoir accès à plusieurs investisseurs.

Quant aux risques, ils diffèrent de l'émetteur à l'investisseur. Pour l'entreprise, il y a le risque de placement et le risque de taux (baisse des taux des bons de Trésor). Quant à l'investisseur, il peut craindre aussi le risque des taux (mais cette fois-ci à la hausse), le risque d'illiquidité et le risque de paiement.

A travers cette première partie nous avons exposé le champ théorique lié à l'univers des produits obligataires (concepts, définitions, caractéristiques, types, risques et autres).

PARTIE II

L'emprunt obligataire en Algérie

La nécessité d'investir à long terme contraint les entreprises à se tourner vers le marché financier afin d'obtenir des liquidités leur permettant la réalisation de leurs projets.

Le marché obligataire compartiment du marché financier a fait preuve d'un grand dynamisme depuis le début des années Quatre vingt, à l'échelle internationale, tant sur le plan quantitatif que sur le plan qualitatif, au point de devenir un moyen essentiel de financement de l'entreprise.

L'Algérie a, au lendemain de son indépendance, opté pour une économie planifiée et centralisée par conséquent, sa politique d'épargne et de financement s'est caractérisée par le rôle prépondérant du Trésor et de l'épargne budgétaire dans le financement des investissements.

Le financement des investissements à long terme au profit du secteur public était assuré par le Trésor à travers la B.A.D (Banque Algérienne de Développement) et les investissements à moyen terme au profit de ce même secteur était assuré par les banques primaires (banques commerciales).

Les années 88-89 ont été marquées par le désengagement du Trésor Public du financement des investissements productifs, la BAD étant chargée seulement de l'assainissement financier des entreprises publiques. Dès lors, seul le système bancaire est confronté aux besoins de financement de l'économie nationale. Face à cette situation, le recourir à d'autres types de financement comme le marché financier est nécessaire.

A partir de ce moment, le Trésor a eu recours à l'emprunt public (emprunt obligataire) pour se financer. Parmi les emprunts qui sont émis par le Trésor public on peut citer :

- L'emprunt national de solidarité en 1989 ;
- Les obligations à coupons convertibles en 1990 ;
- Obligation émise au titre de l'assainissement financier.

La réglementation algérienne permet aujourd'hui à une entreprise confronté à un besoin financier à long terme et qui dégage des capacités de remboursement, de s'orienter vers une autre source potentielle de financement : l'appel public à l'épargne soit par le biais d'émission d'obligations.

En comparant avec les autres pays voisins, l'activité obligataire en Algérie est peu développée et se heurte encore à certaines contraintes, qui fait que les obligations émises sont encore peu liquides sur le marché secondaire et se négocient souvent sur le marché de gré à gré, ajoutons à cela la non diversité des produits proposés sur le marché (marché des produits dérivés).

Mais malgré tout, on observe un certain dynamisme du marché obligataire permettant ainsi de rendre disponible, au profit des entreprises ayant émis des titres de créances (obligations), des financements évalués à un montant de plus de 209 milliards de dinars.

Après avoir présenté les différents aspects théoriques liés au financement par l'emprunt obligataire (type d'obligations, ses caractéristiques, etc.), cette partie sera consacrée à l'étude du marché obligataire algérien, où nous traiterons :

- Dans le premier chapitre le marché obligataire algérien, son apparition, son évolution ainsi que ses principaux émetteurs ;
- Dans le deuxième chapitre l'étude pratique d'une opération d'emprunt obligataire dans la compagnie Air Algérie.

Chapitre I

Le marché obligataire algérien

Les marchés obligataires permettent aux entreprises d'obtenir des financements à plus long terme que ceux octroyés par les banques et souvent avec moins de contraintes, puisque la grande entreprise peut se financer par le biais du marché financier en recourant aux emprunts obligataires sans intermédiation des bailleurs de fonds, si ce n'est en tant que conseil ou organisme de placement. L'essor de ces marchés s'explique par la volonté pour les entreprises de diversifier leurs sources de financement.

Le marché obligataire algérien a connu ces dernières années un développement appréciable qui se manifeste à travers la multiplication des émissions d'emprunts et l'accroissement de leur volume. Cependant, le plus gros de ces émissions obligataires sont peu liquides sur le marché secondaire et se négocient le plus souvent en hors cote (sur le marché de gré à gré).

En tout, sept (7) entreprises publiques, non cotées à la Bourse algérienne (Sonatrach, Air Algérie, Sonelgaz, Algérie Télécom, ENTP, ENAFOR et SRH) ont déjà eu recours à un emprunt obligataire. Chaque émission d'emprunt obligataire nécessite le visa de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB). La société émettrice est également accompagnée par une banque qui assure les contacts avec les banques qui souscrivent et fait le suivi de l'opération depuis son lancement jusqu'à sa clôture.

L'objet de ce premier chapitre est de faire le point sur la situation actuelle du marché obligataire algérien et de montrer les étapes à suivre par une entreprise privée pour émettre un emprunt. Pour cela nous avons subdivisé ce chapitre en trois sections :

- La première section est consacrée à la présentation ainsi qu'à l'organisation du marché obligataire d'une manière générale,
- La deuxième section est relative à la présentation de l'activité obligataire en Algérie;
- La troisième section exposera les émetteurs présents sur le marché obligataire algérien.

SECTION 1 : Présentation et organisation de marché obligataire

Le marché financier est un compartiment du marché de capitaux. Le marché financier est le lieu où se rencontrent l'offre et la demande des capitaux à moyen et long termes ; donnant naissance à des émissions et des échanges d'actifs financiers (essentiellement des actions et des obligations) qui servent de support aux transactions¹.

Parmi toutes les liaisons qui assurent la circulation des capitaux, le marché financier constitue donc un circuit spécialisé sur lequel s'opèrent les transactions de capitaux à long terme. Ces transactions ont pour objet tant de permettre l'allocation aux entreprises de ressources dont elles ont durablement besoins pour couvrir le financement de leur développement que d'assurer la liquidité des placements effectués par ceux qui leur ont apporté ces ressources. La rencontre de l'offre et de la demande de liquidité se fait directement sur ce marché sans intermédiation.

Le marché financier est divisé en deux compartiments : le marché des actions et le marché obligataire. Nous allons nous intéresser beaucoup plus dans cette section au développement du marché obligataire, objet de notre étude.

I. Définition et compartiments du marché obligataire

Le marché des obligations est un marché moins médiatique mais tout aussi important que celui des actions en termes de volume. C'est un moyen de financement utilisé par les entreprises, l'Etat les collectivités locales et les institutions financières.

Les grandes entreprises peuvent se financer par recours aux emprunts obligataires sans intermédiation des bailleurs de fonds. C'est autour de ces emprunts obligataires que nous avons organisé ce point pour présenter:

- Définition du marché obligataire ;
- Les compartiments du marché obligataire ;
- Les intervenants sur le marché obligataire.

1. Définition du marché obligataire

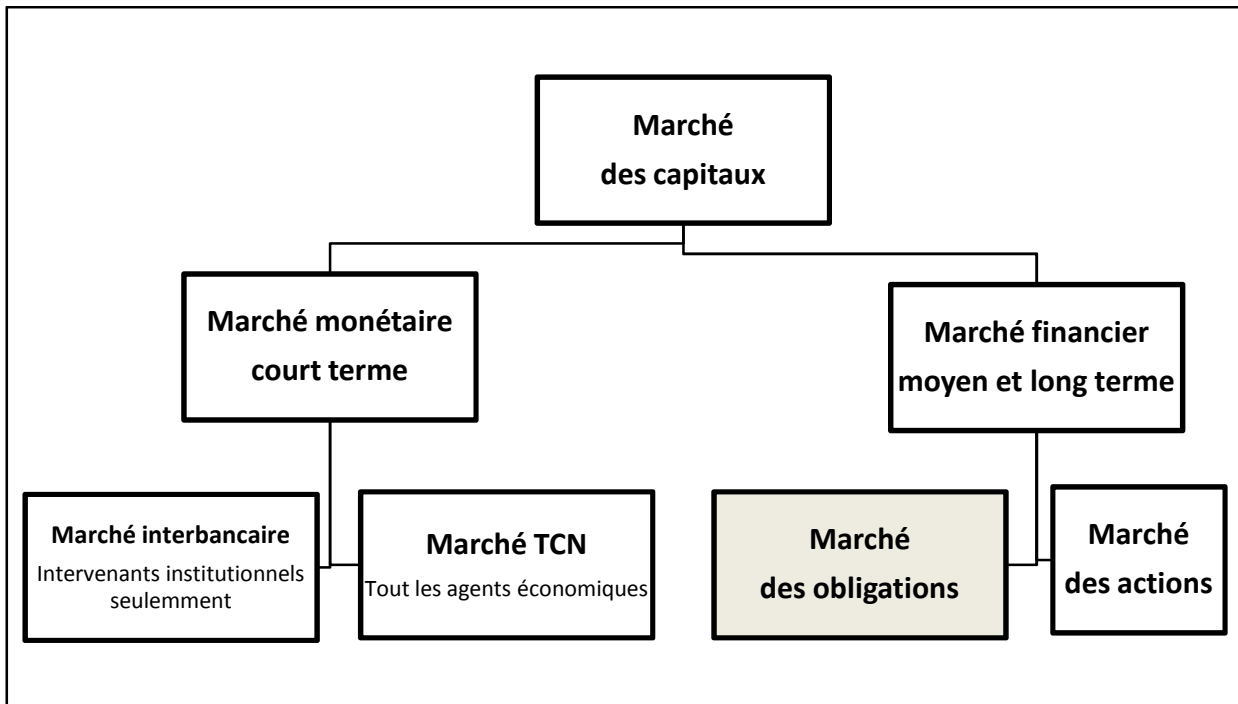
Le marché obligataire, dit aussi marché de la dette, est considéré comme la véritable assise du marché financier, il est défini comme le lieu où sont échangés et négociés les titres de créances à moyen et long terme «les obligations» qui peuvent être émises par l'Etat, les collectivités publiques, les entreprises et les institutions financières².

La figure qui suit représente l'organisation du marché des capitaux.

¹ A. CHOINEL, G.ROUYER, « *Le marché financier : structures et acteurs* », Ed. Banque Editeur, Paris, 1993, p. 33.

² D. OQIEN, « *Pratique des marchés financiers* », Ed. Dunod, Paris, 2005 ; p.19.

Figure N°04 : Organisation du marché des capitaux



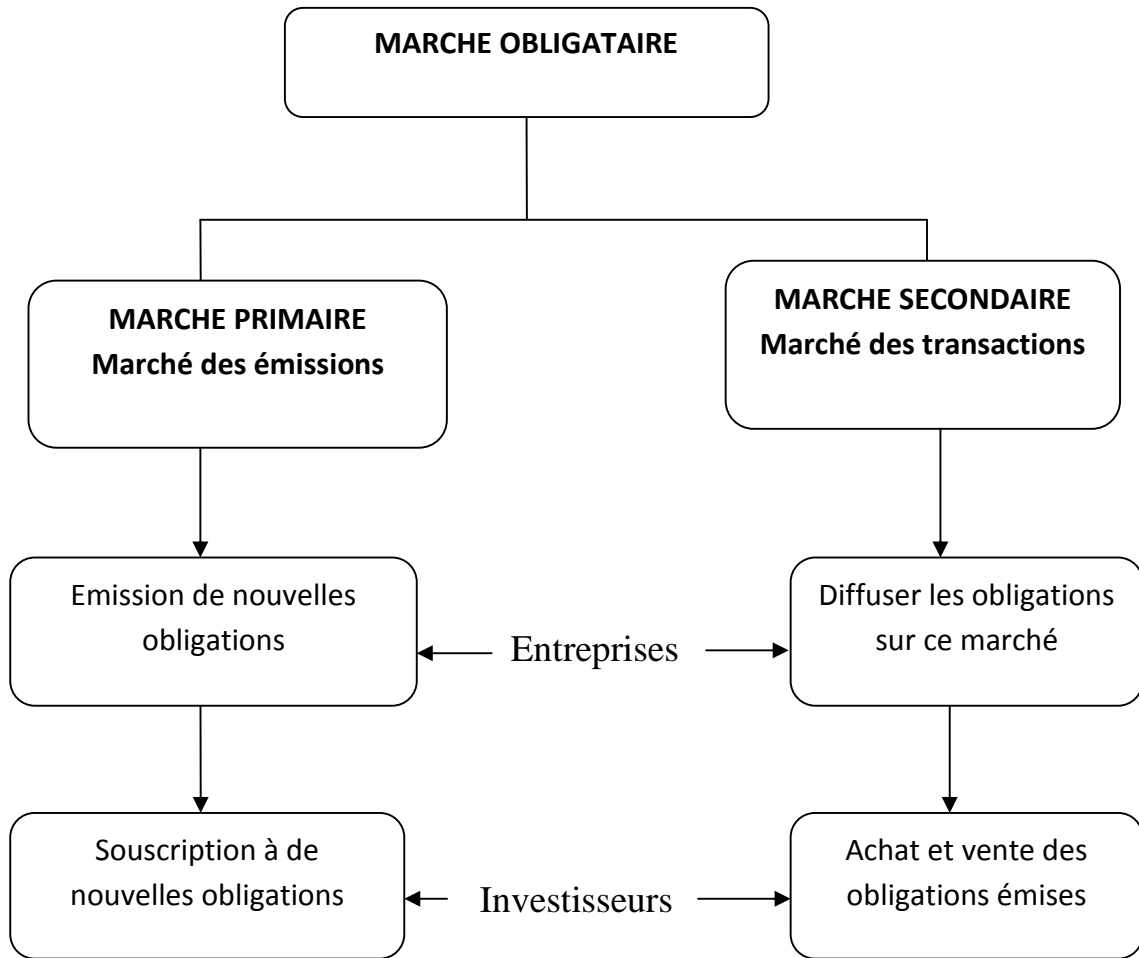
Source : R.FERRANDIER et V.KOEN, *Op. Cit.*, p. 19.

Le marché obligataire se compose essentiellement de deux marchés différents mais complémentaires. On distingue le marché primaire sur lequel sont émises les obligations neuves et le marché secondaire qui permet de négocier ces obligations et retrouver leurs liquidités.

2. Les compartiments du marché obligataire

Comme énoncé précédemment, le marché obligataire se compose du marché primaire et du marché secondaire. Ces deux sous-marchés sont présentés dans la figure qui suit :

Figure N°05 : Organisation du marché obligataire



Source : R.FERRANDIER, V. KOEN, *Op.Cit.*, p. 20.

L'appellation de marché financier désigne deux notions distinctes mais complémentaires; la première est le système de diffusion des nouvelles émissions (marché primaire), la deuxième est l'institution apte à assurer l'échange des titres déjà émis (marché secondaire).

2.1. Le marché primaire (la rencontre)

Appelé également « *marché du neuf* », c'est un marché délocalisé qui met en relation directe l'émetteur et le souscripteur d'un titre. Les entreprises, l'Etat, les institutions financières et les collectivités publiques se rencontrent pour la première fois sur le marché lors d'une émission de titres obligataires neufs¹.

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

- L'émission de nouveaux titres obligataires sur le marché ;
- La possibilité d'émission de titres après transformation des bons de souscription en nouvelles obligations ;
- L'assimilation d'une tranche nouvelle à une émission déjà réalisée.

¹ E. Le SAOUT, *Op.Cit.*, p.14

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

2.2. Le marché secondaire (la bourse)

Le marché secondaire également appelé « *la bourse des valeurs* » est le lieu de négociation et d'échange des titres déjà émis sur le marché primaire. Sa fonction primordiale est d'assurer la liquidité des titres et la mobilité de l'épargne ; c'est à dire permettre aux détenteurs de titres de récupérer leur mise de fond avec éventuellement une plus value¹.

Le marché secondaire est subdivisé en deux compartiments, le marché organisé et le marché de gré à gré.

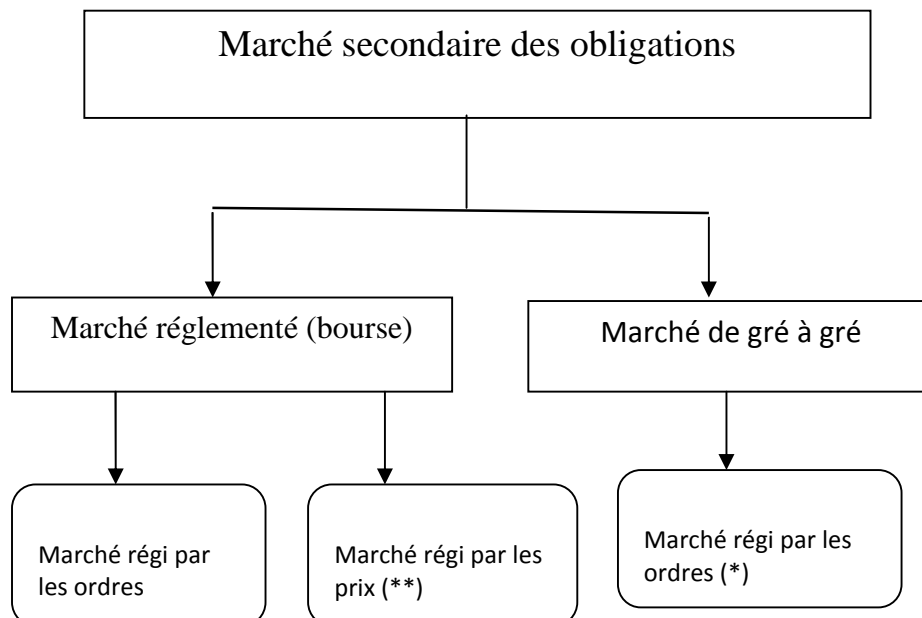
2.2.1. Le marché organisé

Sur le marché organisé, la transaction se fait avec la bourse, c'est un marché réglementé et plus organisé que le marché de gré à gré. Les investisseurs acceptent cette réglementation en échange d'une plus grande liquidité et d'une plus grande sécurité.

2.2.2. Le marché de gré à gré

Sur le marché de gré à gré, la transaction se fait directement entre le vendeur et l'acheteur, et aucune autre entité n'intervient dans le contrat, c'est un marché très flexible, non réglementé et non localisé. La figure suivante montre l'organisation du marché secondaire des obligations²:

Figure N°06 : Organisation du marché secondaire



Source : G.Kolifraith et T. Journal, Op. Cit., p. 22.

¹ H. JUVIN, « *Les marchés financiers* », Ed. Organisation, Paris, 2003 ; p. 24.

² P. NAVATTE, « *Instruments et marchés financiers* », Ed. LITEC, Toulouse, 1992 ; p. 20.

- (*) : Un marché gouverné par les ordres est un marché où les cours résultent de la confrontation entre ordres d'achat et ordres de vente, soit à intervalles réguliers par fixation de façon à ce qu'un ordre soit exécuté dès qu'il existe un ordre pouvant assurer la contrepartie.
- (**): Un marché gouverné par les prix est un marché où les cotations résultent des cours proposés, à l'achat et à la vente, par les teneurs de marché (market makers)¹.

Ces deux marchés sont évidemment complémentaires : les titres financiers trouveraient peu de souscripteurs, si ceux-ci n'avaient pas la possibilité de les convertir en monnaie avant leur échéance.

Les obligations sont donc émises sur le marché primaire où elles se voient attribuer un *prix d'émission* et elles sont négociées sur le marché secondaire, où on leur attribue un *prix du marché*. Les prix appelés «cours» sont déterminés selon la loi de l'offre et de la demande.

En assurant la liquidité des titres aux investisseurs, le marché secondaire assure la qualité du marché primaire et l'évaluation des titres cotés. La bourse est donc un marché de l'occasion sans lequel les titres « neufs » auraient bien du mal à exister.

3. Les intervenants sur le marché obligataire

Le marché obligataire fait intervenir certains acteurs qui contribuent à sa dynamique et qui installent une certaine vivacité et continuité pour celui-ci.

Il en existe plusieurs intervenants qui sont : les émetteurs, les investisseurs et les instances de régulation des opérations sur le marché. Néanmoins, les pouvoirs et les motivations diffèrent entre chacun des intervenants sur le marché des émissions obligataires.

3.1. Les émetteurs

Les émetteurs sont les agents, publics ou privés, en quête de ressources destinées à financer leurs investissements. Les émetteurs sur le marché obligataire sont :

- L'Etat et les collectivités publiques ;
- Les entreprises ;
- Les établissements de crédit.

3.1.1. L'Etat et les collectivités publiques

Les émissions effectuées par ces deux acteurs représentent une part assez importante au regard du nombre des émissions effectuées par les émetteurs.

La politique budgétaire suivie par l'Etat l'oblige parfois à procéder à des émissions dans le but de financer ses insuffisances budgétaires. En effet, il fait face à des charges appelées « dépenses de fonctionnement » et aussi d'autres dépenses d'équipements que l'on appelle « dépenses d'investissement ».

¹ E. Le SAOUT, *Op.Cit.*, p. 28.

L'impôt ne peut, à lui seul, couvrir ses multiples dépenses ; l'Etat se trouve contraint d'émettre des titres d'emprunt. Il est de même pour les collectivités publiques (Administrations, entreprises étatiques et collectivités locales).

Ces titres d'emprunt appelés « *Bon du Trésor* » ou « *Valeurs d'Etat* » représentent des *placements* par les institutions et établissements financiers. Ils sont émis sous trois (3) formes :

- Bon du Trésor en Compte Courant (BTC) : 13 et 26 semaines ;
- Bon du Trésor Assimilables (BTA) : 1 an, 2 ans et 5 ans ;
- Obligations Assimilables du Trésor (OAT) : 7 ans, 10 ans et plus.

Les emprunts d'Etat ont un risque de non-paiement quasi-inexistant et ce facteur, combiné avec les volumes massifs que l'Etat émet et l'uniformité (ou l'homogénéité) structurelle des émissions, signifie que nous les achetons et que nous les vendons facilement : ils sont «*Liquides* ».

3.1.2. Les Entreprises

Souvent les capitaux propres de l'entreprise ne suffisent pas à financer ses investissements. Elle procède alors, lorsque sa forme juridique lui permet, à l'émission des titres (obligations) destinés à des investisseurs (personnes physiques et morales).

Il y a lieu de noter que seules les Sociétés Par Actions « SPA » dites aussi sociétés de capitaux ont la faculté d'exprimer leur capital en actions ou de lancer un emprunt obligataire en raison de leur valeur importante dans l'économie. Les sociétés de personne (SNC et SARL), n'émettent pas des actions mais des parts sociales.

3.1.3. Les établissements de crédit

Ce sont les banques et les entreprises financières qui recourent aux marchés financiers en vue du financement de leurs besoins économiques.

3.2. Les investisseurs

On dénombre quatre (4) types d'intervenants sur le marché des changes en tant qu'investisseurs et qui sont :

3.2.1. Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont définis comme « *les organismes financiers collectant des ressources d'épargne et tenu, par leur nature ou leur statut, d'employer une part notable en placements sous forme de valeurs mobilières* »¹.

La masse importante des capitaux collectés par les investisseurs institutionnels fait d'eux des offreurs essentiels sur le marché ; ils comprennent :

¹ A. CHOINEL et G. ROUYER, « *Marché financier : Structure et acteurs* », Ed. Revue banque, 3^{ème} Edition 1988, p. 274.

- Les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières afin de faire face aux engagements pris vis-à-vis des clients ;
- Les caisses de dépôts et consignations qui gèrent notamment les dépôts effectués dans les caisses d'épargne et de prévoyance ;
- Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM); sont des détenteurs des valeurs mobilières. Ils regroupent deux catégories d'institutions :
 - Les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV); qui sont des Sociétés Par Actions (SPA). Elles procèdent pour le compte de leurs actionnaires à l'acquisition et la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières ;
 - Le Fond Commun de Placement (FCP); qui est composé des copropriétés de valeurs mobilières gérées par des sociétés de gestion pour le compte de leurs porteurs de parts. Ils ne disposent pas de personnalité morale. La copropriété est représentée par une part attribuée à des épargnants en proportion des sommes versées.

La vocation des OPCVM est d'attirer un large public vers les placements en valeurs mobilières et d'offrir aux épargnants des structures de placement adaptées à des moyens financiers modestes, ainsi d'une gestion complexe de portefeuille individuel.

3.2.2. Les ménages

Ce sont des particuliers qui se présentent pour investir leur épargne financière. Cette dernière représente une importante source de placement en obligations. Ce type d'investisseurs, contrairement aux autres, s'intéresse essentiellement à la rémunération perçue à travers leurs investissements en obligations et ne privilégient ni le niveau du coupon, ni le caractère régulier des coupons payés.

Ce qui pousse certaines entreprises émettrices à proposer des obligations à taux d'intérêt avantageux que celui du marché et sortir d'un niveau de rendement faible.

3.2.3. Les entreprises

Elles sont non seulement émettrices de titres, mais aussi investisseurs, soit pour garnir leurs trésoreries, soit pour des objectifs plus stratégiques de prise de participation au capital.

3.2.4. Les banques

Elles peuvent répondre à la demande de capitaux à long terme (demande du marché financier) soit directement, en utilisant une partie des capitaux qui leur appartiennent (recours au marché pour les placements des excédents de trésoreries), soit comme intermédiaires entre les demandeurs et les offreurs des capitaux à long terme.

Grâce à leurs réseaux, les banques assurent la couverture de l'ensemble du territoire du pays et permettent ainsi de recueillir les ordres d'achat, vente et souscription et ainsi procèdent aux opérations sur titres au profit des détenteurs des titres (activité d'intermédiation).

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

II. Les émissions internationales d'obligations (euro-obligations)

Depuis la fin des années 80, on observe une libéralisation du marché international des capitaux. Cette libéralisation a abouti à la globalisation financière, c'est-à-dire à un marché planétaire des capitaux. Les marchés internationaux des capitaux sont les théâtres des opérateurs de prêts et d'emprunts dans les différentes monnaies et les prix qui se forment sur ces marchés sont les taux d'intérêt.

La libéralisation du marché international des capitaux s'est matérialisée par une croissance importante, en volume et en volatilité, des transactions financières très coûteuses. Les effets positifs attendus de cette libéralisation sont une hausse de l'investissement, une croissance plus rapide et une augmentation du niveau de vie dans beaucoup de pays.

1. Définition des euro- obligations

Les obligations internationales renvoient au secteur des obligations étrangères (*foreign bonds*) et celui des euro-obligations. Ce sont des titres dont la vocation est de dépasser l'univers limité des investisseurs d'un marché domestique. Le développement rapide de ce type de créances depuis la fin des années 90 est la manifestation de la tendance à la mondialisation de la gestion obligataire moderne¹.

Le terme « euro-obligation » est le nom qui fut donné en 1963 aux émissions réalisées à Londres par des emprunteurs européens à partir de ressources en dollars. Par la suite, cette dénomination s'est étendue aux emprunteurs de toute nationalité, opérant sur d'autres places financières à partir de devises diverses.

2. Histoire du marché euro- obligataire

L'obligation est l'un des instruments les plus anciens du système financier international. De tout temps, et grâce à des émissions étrangères, des non-résidents ont emprunté des sommes importantes sur certains marchés nationaux en se conformant à la réglementation du pays où se réalisait l'émission. Une émission obligataire effectuée par une entreprise française sur le marché de Zurich et un emprunt réalisé par une entreprise allemande sur le marché obligataire de New York sont deux exemples d'opérations qui présentent les caractéristiques d'une émission étrangère. Souscrite par un syndicat de banques et d'institutions financières du pays où s'effectue l'émission, cette dernière est généralement libellée dans la devise du pays.

¹ J. MATHIS, « *Marchés Internationaux des Capitaux et Gestion d'Actifs* », Ed. Economica, Paris, 2001, p. 33.

L'origine de l'apparition des euro- obligations est la fermeture en 1963 du marché du dollar américain par la création aux Etats-Unis d'une taxe d'égalisation des taux d'intérêt (Interest Equalization Tax « IET »), appliquée à la souscription par les résidents américains de valeurs mobilières étrangères (en vue de freiner la sortie des capitaux des Etats-Unis), cette taxe mettait à égalité le taux des obligations étrangères placées à New York avec les taux les plus élevés pratiqués en Europe. Cette taxe à écarté du marché américain un grand nombre d'émetteurs traditionnels qui se sont reportés sur le marché euro obligataire. Au même moment, les filiales européennes des entreprises américaines étaient également conduites à se tourner vers le marché des euro-obligations compte tenu de l'étroitesse des marchés financiers européens et des entraves administratives érigées par les gouvernements locaux »¹.

L'instauration de l'IET a sans aucun doute favorisé le développement d'un marché euro obligataire sur lequel les émissions sont effectuées en dehors de toute réglementation édictée par les pouvoirs publics.

Cette taxe, qui devait être une mesure temporaire, ne fut supprimée qu'au 1^{er} janvier 1974. Pendant ces dix ans, plus de 30 milliards de dollars furent empruntés sur le marché euro obligataire et le volume des émissions dépassa celui des émissions étrangères réalisées à New York².

Beaucoup d'observateurs crurent que la suppression des mesures limitant l'accès des non résidents au marché de New York allait être une menace immédiate pour le marché euro obligataire et plus spécialement pour son composant dollar. Ils pensaient que ce marché ne pourrait pas survivre à la suppression de l'IET. En fait, la levée de cette taxe n'a pas freiné son dynamisme.

Le marché des euros obligations a poursuivi, bien au contraire, un développement parallèle au renouveau des émissions étrangères à New York et à leur essor sur les places de Zurich, de Franc fort et de Tokyo.

La suppression en Juin 1984 de la retenue à la source sur les titres émis sur le marché obligataire américain aurait pu freiner le développement du marché euro obligataire. En fait, tel ne fut pas le cas, puisque le volume des émissions a littéralement explosé, passant de 50 milliards de dollars en 1983 à 735 milliards en 1997. Ces chiffres prouvent que ce marché avait acquis en quelques années une réelle autonomie et qu'il apportait des services spécifiques aux emprunteurs.

3. Caractéristiques principales des euro-obligations

Les euro-obligations ont des caractéristiques essentielles qui en font l'originalité³ :

¹ J.P. BOUERE, « titres et emprunts obligataires », Banque Edition, Paris, 1998, p. 8.

² G.KOLIFRATH et T. JOURNE, *Op.Cit.*, p. 60.

³ Y.SIMON et D.LAUTIER, « Techniques financières internationales », Ed Economica, Paris, 2003, p.p. 9,10.

- Elles sont à prendre ferme et à distribuer par un syndicat, dont deux au moins des membres ont leur siège dans des Etats différents ;
- Elles sont offertes de façon significative dans un ou plusieurs Etats autres que celui du siège de l'émetteur ;
- Elles ne peuvent être souscrites ou initialement acquise que par l'intermédiaire d'un établissement de crédit ou d'un autre établissement financier ;
- Les obligations sont libellées dans une monnaie négociée en dehors de son pays d'origine (euro devises) et cette monnaie n'est pas celle de l'un des pays ou les titres sont placés, puisque le placement est international ;
- L'exemption de la retenue à la source, car le statut fiscal dérogatoire est une condition nécessaire à l'existence d'euro obligations, parce que dans tous les pays du monde le fisc retient à la source une partie des intérêts contractuels.

4. Les Types d'euro-obligations

Les euro-obligations sont dites « obligations au porteur », elles ne sont enregistrées nulle part centralement, donc celui qui détient ou porte l'obligation est considéré comme le propriétaire. Leur statut de « porteur » permet aussi aux euro-obligations d'être détenues de façon anonyme. Il existe plusieurs formes d'euro –obligation¹ :

- **Les euro-obligations conventionnelles ou ordinaires** ont un coupon fixe (généralement payé annuellement) et une date d'échéance à laquelle la totalité du principal est remboursée;
- **Les obligations à taux flottant (the Floating-Rate bonds (FRB))** sont généralement des émissions d'obligation à court terme ou à long terme, avec un taux d'intérêt de coupon qui « flotte », c'est-à-dire qui monte ou descend par rapport à un taux de référence plus un « écart » supplémentaire de points de base. Le taux de référence est généralement le LIBOR (Taux Interbancaire Offert à Londres « TIOL ») ou EURIBOR (taux interbancaire offert en Euro). L'« écart » ajouté à ce taux de référence est fonction de la solvabilité de l'émetteur;
- **Les obligations à coupon zéro** n'ont pas de paiements d'intérêts. L'investisseur de ce type d'euro-obligation peut rechercher un type d'avantage fiscal;
- **Les obligations convertibles** peuvent être échangées contre un autre instrument, en général une ou des actions ordinaires (fixées à l'avance avec un prix prédéterminé) de l'organisation émettrice. Le détenteur de l'obligation décide s'il veut ou non convertir l'obligation. Avec les obligations convertibles, le coupon payable est généralement plus faible qu'il ne le serait autrement. Du fait que les obligations convertibles peuvent être considérées plus comme des actions ordinaires que des obligations, les risques de crédit et de taux d'intérêts pour les investisseurs sont plus importants qu'avec les obligations conventionnelles;

¹ H.DE LA BRUSLERIE, « *Gestion obligataire internationale* », Ed. Economica, Paris, 1997, p. 13.

- **Les obligations à rendement élevé** font aussi partie des marchés des euro-obligations, une classe d'obligations (plutôt qu'un type d'obligations) que les investisseurs particuliers peuvent rencontrer. Les obligations à rendement élevé sont celles qui sont notées « en-dessous du niveau ayant valeur d'investissement » par les agences de notation de crédit (c'est-à-dire que l'émetteur a une notation de crédit en-dessous de BBB).

5. Les émetteurs sur le marché obligataire international

De manière générale, les émetteurs obligataires sur le marché international sont de bonne qualité. De 1983 à 1993, près de 95 % des émissions obligataires internationales furent le fait d'entités localisées dans les pays développés, la moitié du solde étant celui d'institutions financières internationales comme la Banque Mondiale¹.

La ventilation des émissions obligataires révèle que les entreprises privées sont avec les banques et les institutions financières les plus importants emprunteurs sur le marché international. Le marché international des capitaux est aujourd'hui quasi exclusivement dédié aux émetteurs privés, qu'il s'agisse de banques, d'institutions financières ou d'entreprises.

À côté des corporates, un autre ensemble d'émetteurs est constitué des agences publiques (à ne pas confondre avec les entreprises publiques), bénéficiant souvent de la garantie (de droit ou de fait) de l'État et des émetteurs supranationaux.

Les émetteurs sur le marché des euro-obligations sont² :

- ❖ Les **obligations gouvernementales** forment le cœur des marchés obligataires, à la fois sur le plan quantitatif et dans l'analyse de l'ensemble des titres. Grâce aux déficits publics massifs et durables depuis les années 70, les marchés obligataires ont pu être alimentés par une offre régulière de titres de bonne qualité, et qui correspondaient à la demande des investisseurs à la fois institutionnels et particuliers. Le fait qu'à la faveur de la croissance économique les pays européens redécouvrent la vertu budgétaire n'est paradoxalement pas une nouvelle excellente pour les investisseurs. La conséquence en est un assèchement de l'offre de titres obligataires de grande qualité : ceux proposés par les Etats des grands pays développés. Par une sorte d'effet d'éviction inversée, cette tendance peut bénéficier au développement des obligations *corporate* ;
- ❖ La deuxième catégorie d'émetteurs publics est celle des **collectivités publiques non étatiques**. Leur importance relative dépend directement des modes d'organisation des institutions politiques. Les Etats confédérés, pays où la décentralisation est importante, laissent leurs collectivités territoriales accédées au marché obligataire pour financer leurs besoins. C'est le cas par exemple des comtés aux Etats-Unis, des provinces au Canada, ou des cantons en Suisse, etc. Par définition, cette catégorie d'émetteurs publics a une audience largement domestique;

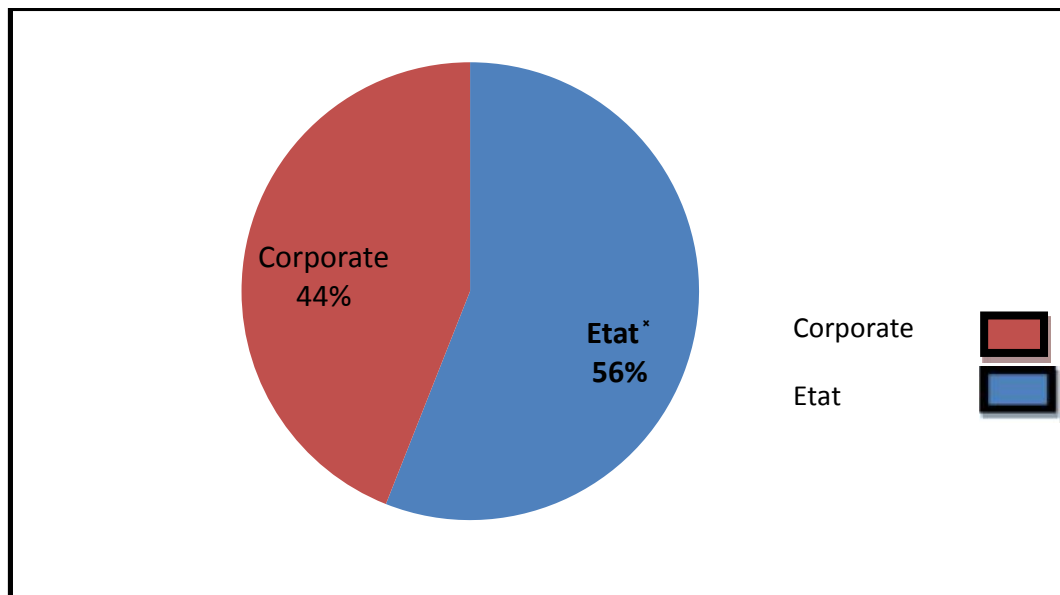
¹ H. JUVIN, *Op. Cit.*, p. 88.

² A. SCANNAVINO, « *Les marchés financiers internationaux* », Ed. Dunod, Paris, 1999, p. 84.

- ❖ Les **obligations corporates** correspondent généralement à des émissions de grandes entreprises, privées ou publiques, industrielles, bancaires ou intermédiaires financiers.

Les deux graphes qui suivent présentent la part de l'Etat et des corporates dans le portefeuille obligataire au 31/12/2010 ainsi que la répartition des euro-obligations par rating à la même année.

Graphe N°09: Répartition du portefeuille euro- obligataire au 31/12/2010

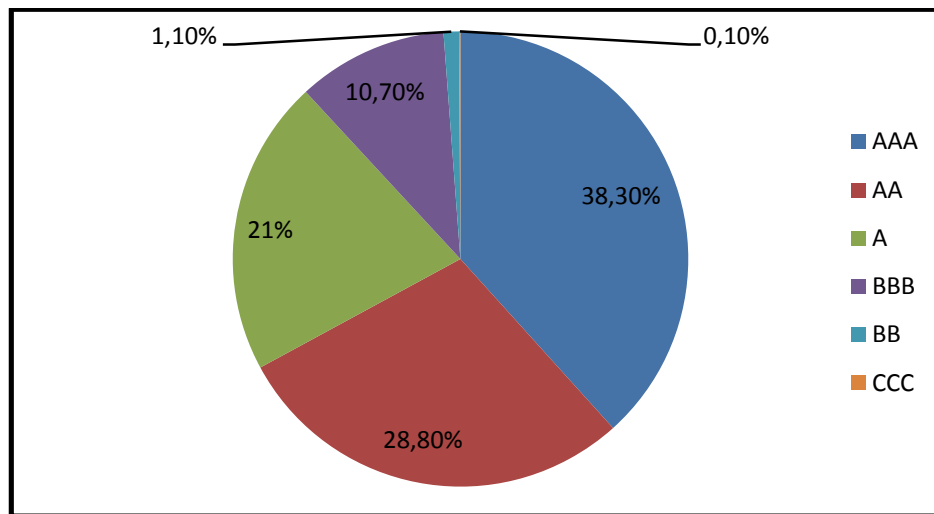


* : Etat : Etat, garantie d'Etat, agences et entreprises publiques et assimilés.

Source : P. KRUGMAN, « Les marchés obligataires internationaux », *La revue du financier*, Ed. Dumont, Paris, n°200, Mars, Avril 2011, p. 16.

La qualité de l'émetteur s'exprime souvent par son "rating" qui donne une idée quant à sa solvabilité. Après une analyse de fond des émetteurs, les agences de notations donnent un "crédit-rating", qui est une indication de la capacité de remboursement de ces émetteurs : Si la note attribuée est «AAA" cela veut dire que cet émetteur est extrêmement solvable et dans le cas où l'obligation obtient la note « CCC », l'émetteur est peu solvable.

Graphe N°10 : Notation des émetteurs



Source: P. KRUGMAN, *Op.Cit.*, p.17

6. Distinction entre marché euro- obligataire et marché des obligations étrangères

Le marché des obligations internationales regroupe deux catégories tout à fait différentes:

- Le marché des euro-obligations ;
- Le marché des obligations étrangères.

Dans une euro émission, les parties prenantes se rattachent, en théorie, à au moins trois centres financiers distincts : celui de l'émetteur, celui des investisseurs, celui de l'institution organisatrice, alors que les obligations étrangères sont émises par un emprunteur étranger sur le marché national d'un autre pays, elles sont placées par des banques et sont libellées dans la monnaie de ce pays¹.

La désignation des obligations étrangères fait souvent appel à une terminologie ésotérique. On parle ainsi de Samurai Bonds pour parler des titres placés au Japon, de Yankee Dogs pour les titres placés en Suisse².

Quatre marchés financiers ont historiquement laissé une part importante aux émissions étrangères et qui sont par ordre d'importance : la Suisse, le Japon, les Etats-Unis et l'Angleterre. De 1980 à 1997, plus de 85% des émissions étrangères furent effectuées sur les marchés de Zurich, de New York et de Tokyo. Les émissions en Franc suisse représentaient à elle seules plus de 45% des émissions étrangères entre 1980 et 1992, même si .le montant global des émissions libellées en franc suisse s'est légèrement accru.

¹ J. MATHIS, *Op.Cit.*, p. 6.

² G.KOLIFRATH. et T. JOURNE, *Op.Cit.*, p.13.

Cette importance s'explique par l'interdiction notifiée par les autorités monétaires Suisses aux banques helvétiques d'utiliser le franc suisse comme monnaie de libellé d'éventuel euro émission.

Il ne restait plus dans ces conditions, aux emprunteurs que la possibilité de se présenter sur le marché national Suisse en respectant les procédures locales¹, mais le caractère national des émissions n'est pas cependant qu'une apparence. Le marché Suisse des émissions ne fait que prêter sa structure à des émissions qui sont en réalité placées auprès d'investisseurs étrangers. La grande majorité des souscriptions ne provient pas des résidents suisses, mais de capitaux internationaux gérés par les banques suisses.

Avec l'uniformisation progressive des procédures d'émission et l'homogénéisation croissante des emprunteurs, des titres émis et des investisseurs, distinguer une émission étrangère d'une euro émission devient une véritable gageure. A l'exception des conditions réglementaires qui sont légèrement plus contraignantes pour les émissions réalisées dans un cadre national, il n'y a plus de différence entre les émissions étrangères et les euros émissions. Les deux catégories de titres émis par les mêmes émetteurs, remplissent en fait la même fonction économique et financière.

7. Les devises utilisées dans les émissions obligataires internationales

La devise américaine a été la première monnaie à servir de support aux émissions internationales d'obligations. Jusqu'en 1982, plus de 80% des titres étaient libellés en dollars². Depuis cette époque, l'importance relative de cette monnaie s'est sensiblement réduite. Il n'en demeure pas moins qu'entre 1990 et 1999 près de 40% des émissions étaient encore libellées en dollar. Cette primauté s'explique par l'importance économique et financière de la devise américaine, par le volume des fonds disponibles et par l'absence de contrôle des autorités publiques américaines sur l'utilisation qui est faite de leur monnaie par des non résidents.

Le yen a fait son apparition sur le marché international en 1977. Dans un premier temps, son rôle n'a cessé de se développer, au point qu'il occupait en 1992 le deuxième rang parmi les devises retenues pour libeller les nouvelles émissions. La crise financière japonaise qui a débuté avec la décennie 1990 à toute fois fortement réduit l'importance du yen.

Le deutsche mark est apparu en 1969 comme monnaie de libellé des obligations internationales. De cette date à 1999, son importance n'a pas cessé de s'affirmer au point d'être à la veille de la création de l'euro la deuxième monnaie utilisée sur le marché euro-obligataire.

Les émissions en deutsche mark, en franc français et en autres monnaies européennes ont été remplacées depuis le 4 Janvier 1999 par des émissions en euro. Celles-ci avaient été précédées depuis le début de la décennie 1980 par des émissions libellées en écu.

¹ H.DE LA BRUSLERIE, « *Marchés financiers internationaux* », tome 2, encyclopédie des marchés financier, p. 33.

² P. NAVATTE, *Op.Cit.*, p. 38.

De plus en plus retenu, l'écu était devenu en 1998 le quatrième support aux emprunts euro obligataires après le dollar, le deutsche mark et le yen¹.

Les autres monnaies des pays développés (dollar canadien, livre sterling, dollar australien) sont utilisées plus en moins régulièrement en fonction de leur situation conjoncturelle sur des marchés internationaux ; depuis la fin des années 1970, de nombreuses devises de moindre importance comme le dollar de Hong Kong, le Dinar de Bahreïn, le Rial saoudien ont été également retenues.

8. L'émission d'euro- obligations

L'émission d'euro- obligation se fait comme une émission domestique sur le marché primaire et se négocie sur le marché secondaire.

8.1. Le marché primaire des euro- obligations

Un émetteur (par ex. une multinationale) qui dans le cadre du financement de son entreprise souhaite lever un emprunt obligataire, va s'adresser à un banquier spécialisé qui réglera toutes les formalités de l'émission.

De plus, il faut répondre à un certain nombre de paramètres dont les plus importants sont : le montant de l'émission, la durée, la devise, le coupon et le prix de souscription.

- **Le montant de l'émission (issue size)** : est le montant total que l'émetteur souhaite lever sur le marché obligataire primaire. Un "issue size" habituel sur le marché des euro-bonds est de 100 millions d'Euros ;
- **La durée de vie de l'obligation** : est déterminée par l'émetteur. Durée de vie qui oscille le plus souvent entre 3 et 10 ans ;
- **La devise** : bien que la plupart des émissions se fassent en Euros, une euro-obligation peut être émise dans toutes les devises possibles ;
- **Le coupon** : est l'intérêt périodique (souvent annuel), que l'investisseur va percevoir sur le nominal du montant investi ;
- **Le prix de souscription** : est le pourcentage de la valeur du nominal contre lequel l'obligation sur le "marché primaire" a été émise. Les émetteurs d'euro-obligations fixent le prix des euro-obligations en fonction du LIBOR, de l'EURIBOR ou de la courbe de rendement du marché obligataire du Trésor américain, ajusté pour indiquer la solvabilité de l'émetteur.

Exemple : Général Motors souhaite émettre une euro-obligation. Il sera alors convenu avec le banquier d'affaires que l'émission sur le marché primaire aura les caractéristiques suivantes ² :

¹ E. Le SAOUT, *Op.Cit.*, p. 15.

² P. ARVISENET, « *Finance internationale* », 2^{ème} édition, Ed. Dunod, Paris, 2008, p.204.

- Montant de l'émission : 150.000.000 Euros ;
- Durée de vie : 7 ans ;
- Devise : L'Euro ;
- Coupon : 5,25% ;
- Prix d'émission : 101%.

Pendant une période déterminée appelée : "période de souscription" (souvent d'une durée de 4 à 6 semaines) les investisseurs peuvent souscrire ("souscription sur le marché primaire") à l'emprunt obligataire de Général Motors. Pour un investissement nominal de 10.000 Euros, l'investisseur devra payer 10.100 euros (101%). Pendant 7 ans cette obligation va à chaque date anniversaire du coupon produire une rente de 525 euros (5,25% de 10.000 euros) avant la déduction du précompte mobilier. A la date de maturité (après 7 ans) l'investisseur se voit rembourser son capital de 10.000 euros.

8.2. Le marché secondaire des euro-obligations

Une fois la période de souscription de l'emprunt obligataire terminée, il n'est plus possible de souscrire au prix de souscription d'origine. L'obligation ne cote alors plus sur le "marché primaire". Cela ne veut pas dire qu'un investisseur intéressé ne peut plus acheter cette obligation.

En effet, le lendemain de la fermeture de la période de souscription l'emprunt obligataire "déménage" du marché primaire vers le marché secondaire. Le marché secondaire d'euro-obligations n'est rien d'autre qu'un marché d'obligations existantes. Sur ce marché, les vendeurs et acheteurs sont actifs en permanence.

C'est pourquoi, une formation de prix intervient en permanence. Un investisseur qui a acheté une obligation sur le marché primaire, peut en principe toujours la vendre sur le marché secondaire.

L'investisseur actif peut se rendre sur le marché secondaire pour y acquérir des obligations cotées à un prix alléchant. Contrairement au marché des actions, la plupart des transactions sur les euro-obligations n'a pas lieu via les bourses, mais directement entre les professionnels (banquiers, agent de change, etc.). Bien que souvent, les euro-obligations soient cotées en bourse, (le plus souvent à la bourse du Luxembourg) la plupart des transactions seront traitées OTC ("Over The Counter" entre professionnels) pour des raisons de liquidité limitée. Cela signifie qu'en opposition au marché des actions, le marché des euro-bonds est un véritable marché de professionnels.

III. Les avantages et les inconvénients du financement par le marché financier pour les entreprises

Le recours au marché financier peut constituer pour l'entreprise une alternative pour réaliser ses objectifs de développement dans de bonnes conditions.

Le financement par le marché financier présente des avantages multiples mais aussi des inconvénients pour les entreprises et qui peuvent être résumés dans ce qui suit :

1. Les avantages

Le financement par le marché financier peut être profitable pour l'entreprise. Parmi les avantages du recours au marché financier :

1.1. La diversification des sources de financement

En entrant en bourse, l'entreprise sollicite les ressources des épargnants, petits ou grands, et des institutionnels. Ces derniers forment un potentiel important auquel l'entreprise peut recourir en cas de besoin financier. La bourse et le marché financier en général offrent l'opportunité de lever des capitaux sous forme de fonds propres ou d'emprunts à des conditions plus avantageuses en comparaison avec les sources classiques de financement, du point de vue de limitation du montant maximum, taux d'intérêt et durée. Ceci permet, à côté du renforcement des fonds propres, de réduire les frais financiers de l'entreprise, d'augmenter sa rentabilité et d'accroître sa compétitivité. Aussi, la cotation des titres de l'entreprise en bourse favorise-t-elle une meilleure appréciation du risque de l'entreprise par la communauté des prêteurs et par conséquent, une amélioration de ses conditions de financement.

1.2. L'amélioration de son image

L'entreprise cotée en bourse verra rapidement son image et sa crédibilité s'affirmer, ce qui lui permettra de mieux négocier ses affaires avec ses fournisseurs et ses banquiers. Le capital social, suffisamment diffusé auprès d'un large public, permet à l'entreprise de s'assurer une clientèle potentielle importante. La cotation en bourse se révèle ainsi pour l'entreprise, un moyen privilégié de communication et de publicité. La promotion de cette dernière devient alors l'affaire de ses actionnaires-clients.

1.3. La motivation de ses salariés

A côté des économies réalisées au niveau du recours au marché financier par rapport aux sources de financement classiques et à côté du renforcement du prestige, de la crédibilité et de la transparence de l'entreprise, la cotation en bourse constitue un facteur de fierté pour le personnel de l'entreprise car il appartient désormais à l'élite des entreprises.

En tant qu'entreprise cotée, la société serait en mesure de proposer à ses principaux dirigeants ainsi qu'aux autres salariés des formules d'intéressement très incitatives en leur accordant des titres de la société. Les dirigeants et les salariés mesureraient de manière tangible tout l'intérêt qu'ils ont à ce que les actions augmentent. Ils se sentiraient directement concernés par les résultats de leur entreprise.

2. Les contraintes et les risques courus par l'entreprise

Les contraintes les plus souvent mentionnées sont dues d'une part, aux coûts liés à l'introduction en bourse et d'autre part aux coûts et conséquences liés à la présence sur la cote.

2.1. Publications régulières et révélation de l'information

Dès qu'une entreprise est cotée, elle doit tenir le public régulièrement informé de sa situation et de toute décision pouvant affecter son patrimoine. Cette obligation de transparence vis-à-vis du marché est une contrainte coûteuse financièrement et stratégiquement pour l'entreprise. Financièrement, l'entreprise doit supporter les honoraires de certification de comptes et de publications au bulletin officiel de la cote. Stratégiquement, toute l'information sensible sur sa situation et son avenir est révélée au public et particulièrement à ses concurrents.

Lorsque l'entreprise désire aussi ponctuellement faire appel public à l'épargne, elle est soumise à des contraintes informationnelles relatives à l'utilisation des capitaux ; autant de dispositions qui engendrent des coûts, mais nécessaires pour garantir la sécurité des épargnants.

2.2. Les risques de perte de contrôle

Un des risques pour l'entreprise qui va en bourse le plus souvent avancé, est la perte de contrôle de l'entreprise par ses anciens propriétaires. En effet, les sociétés dont le capital n'est pas largement contrôlé par un groupe financier ou un actionnaire principal et qui sont considérées comme sous-évaluées, sont estimées souvent par les « boursiers » comme « opérables ». Cela veut dire qu'elles pourraient faire l'objet d'Offre Publique d'Achat (OPA) ou d'Offre Publique d'Echange (OPE) par un autre groupe ou une société concurrente. Les OPA et OPE sont considérées « amicales » ou « hostiles » selon qu'il y ait accord ou non entre le groupe acquérant et la société visée.

Les contraintes et/ou inconvénients sont d'une grande importance lorsqu'il s'agit pour l'entreprise de prendre une décision. De l'arbitrage, entre avantages et contraintes de l'introduction en bourse, résulte les motivations et les réticences des décideurs à la prise de décision.

Section 2 : L'activité obligataire en Algérie

La sophistication des valeurs mobilières, les multiples avantages du recours à l'emprunt obligataire, l'intérêt de plus en plus croissant des particuliers et des professionnels à investir en obligations et la mise en place d'un cadre organisationnel et réglementaire ont contribué au développement de la pratique d'un marché obligataire naissant dans notre pays.

Les emprunts obligataires en Algérie ont connu une expansion considérable tant qu'en nombre qu'en qualité. Le recours des entreprises, qu'elles soient privées ou publiques, au marché obligataire se fait de plus en plus et c'est ce qui a contribué à la dynamisation du marché des capitaux.

Dans cette section on exposera la naissance du marché obligataire algérien et ses acteurs.

I. Naissance du marché obligataire en Algérie

Avec la transition de l'économie algérienne vers une économie de marché, le système financier ne pouvait plus demeurer un simple circuit d'acheminement des fonds du Trésor vers les entreprises publiques mais devait au contraire être capable de jouer un rôle actif dans la mobilisation et l'affectation des ressources.

A cet effet, nous traiterons dans ce premier point :

- La création du marché financier ;
- Objectifs et stratégie pour la mise en place d'un marché des capitaux en Algérie ;
- Les étapes de la mise en place du marché des capitaux algériens ;
- La structure et les textes législatifs régissant le marché financier algérien.

1. La création du marché financier Algérien

L'économie algérienne a été marquée par la prédominance de l'Etat voire son monopole dans la gestion des entreprises publiques.

Face à la charge que représentaient pour l'Etat ces entreprises souvent déficitaires, celui-ci trouvait dans l'obligation de réduire la place du secteur public et sa propre intervention dans l'économie, en particulier suite aux conséquences de la crise pétrolière de 1986 qui a pénalisé l'Algérie.

C'est pourquoi la restructuration des entreprises publiques s'est avéré un élément crucial des programmes d'ajustement structure, soutenus et encadrés par le Fond Monétaire International (FMI) et la banque mondiale.

L'année 1988 a marqué le début d'importantes réformes du secteur économique, commençant par le passage à l'économie de marché, comme une condition nécessaire au fonctionnement des entreprises d'une façon libérale.

Cette transition est basée sur un ensemble de textes juridiques visant à doter l'économie algérienne d'une réglementation exhaustive.

En effet la loi n° 88-01 du 02 Janvier 1988 avait pour conséquence le désengagement de l'Etat de la gestion des entreprises nationales. Ces dernières sont rebaptisées « Entreprises Publiques Economiques » (EPE) avec le statut de société par action ou sociétés à responsabilité limitée, et sont devenues autonomes libres de gérer et d'adopter l'activité commerciale de leur choix.

L'exercice de la tutelle de gestion étant supprimé, l'Etat et les collectivités locales exercent leur droit de propriété sur ces EPE par le biais des fonds de participation auxquels ils ont confié la gestion du portefeuille des actions émises.

Au nombre de huit, ces fonds étaient chargés d'évaluer la situation réelle des entreprises, puis de surveiller la mise au point des plans d'assainissement et de restructuration¹.

Le nouveau statut des entreprises publiques a obligé ces dernières à recourir à l'emprunt bancaire, comme moyen ultime de financement de leurs activités avec pour conséquences un déficit important financé par le Trésor.

¹ En raison des résultats non satisfaisants, les fonds ont été supprimés et remplacés par les holdings en vertu de la loi n° 95-25 du septembre 1995, relative aux holdings publics.

En 1990, l'assemblée générale des fonds de participation décide de créer une bourse de valeurs mobilières ayant pour objet de préparer le terrain à la naissance d'un marché boursier.

C'est ainsi que le 09 Septembre 1990 fut créée la bourse des valeurs, sous la dénomination de « Société de Valeur Mobilière » (SVM) avec un capital social de 320.000 Dinars, réparti équitablement entre les actionnaires, qui n'étaient d'autres que les huit fonds de participation.

Cependant, cette démarche a été freinée à cause de multiples contraintes, à savoir :

- Absence d'enclage juridique, c'est-à-dire une loi régissant l'activité boursière en Algérie ;
- Le code de commerce, dans ces articles, ne prévoit ni l'émission des titres, ni leurs formes, car les entreprises étaient encore propriété de l'Etat ;
- Absence d'une loi et d'un programme effectif de privatisation des entreprises publiques ;
- Le capital social de cette bourse était réduit, il ne couvrira pas les dépenses éventuelles ;
- Absence d'une culture boursière chez les opérateurs économiques ;
- La politique fiscale adoptée était non incitative.

A cet effet, le législateur algérien est venu, par ces décrets exécutifs de 1991 combler les lacunes du marché boursier à savoir:

- Le décret exécutif n°91-169 du Mai 1991, portant organisation des transactions sur valeurs mobilières ;
- Le décret exécutif n°91-170 se rapportant aux variétés et formes de valeurs mobilières, ainsi que les conditions de leurs émissions ;
- Le décret exécutif n°91-171 relatif à la commission de bourse.

Par ailleurs, l'assemblée générale de la « SVM » a décidé l'année suivante de modifier les statuts de la société en augmentant son capital social à 9.320.000 Dinars en remplaçant la domination de société de valeurs mobilières par « la bourse des valeurs mobilières » et en apportant des précisions sur son objet social.

Ce n'est qu'en 1993 que les pouvoirs publics ont institué par décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993, une bourse des valeurs mobilières qui devait constituer le cadre d'organisation et de déroulement des transactions des valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par action.

Un autre décret législatif n° 93-08 du 25 Avril 1993 complétant le code de commerce en vigueur, énumère les types de valeurs mobilières qui peuvent être émises et la possibilité de faire appel à l'épargne.

Cette démarche du législateur s'est complétée par la promulgation, en 1995 de l'ordonnance n° 95-22 du 26 Août 1995, relative à la privatisation des entreprises publiques¹, avec la mention du marché financier comme l'une des modalités de mise en œuvre du plan de privatisation.

¹ Cette ordonnance a été modifiée et complétée par l'ordonnance n° 97-12 du 19/03/1997.

Par la suite, une série de règlements édictés par la COSOB, vient compléter le paysage juridique du marché financier, en matière d'organisation et de fonctionnement.

2. Objectifs et stratégie pour la mise en place d'un marché des capitaux en Algérie

La mise en place d'un marché de capitaux performant en Algérie, fait partie intégrante des réformes structurelles de l'économie. Cette mise en place doit normalement favoriser la transition vers la régulation par les mécanismes de marché des produits financiers à l'instar des autres produits et services.

Elle doit aussi pallier les lacunes et défaillances du système bancaire et encourager les investisseurs, notamment étrangers.

Dans le cas de l'Algérie, le marché des capitaux est appelé à contribuer à la mise à niveau des entreprises publiques et privées ; organisées en Société Par Actions (SPA), et cela en leur donnant la possibilité d'avoir une structure de fonds propres, viable et favorable à leur développement.

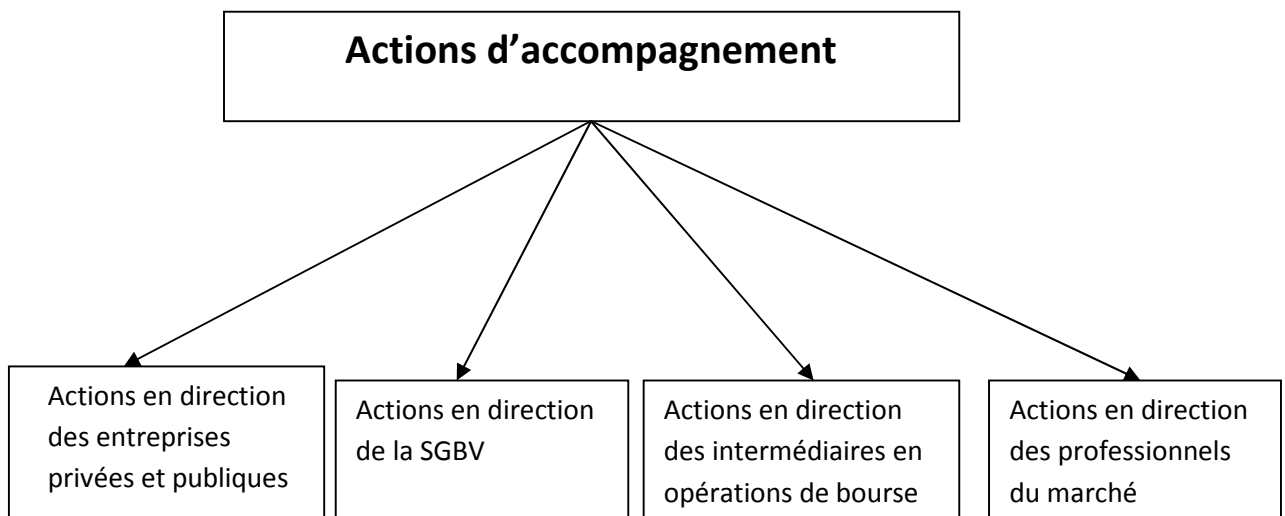
L'objectif de la création de la bourse d'Alger se situe à trois niveaux :

- Concrétiser l'objectif de privatisation des entreprises publiques ;
- Assurer un financement direct de l'investissement des entreprises par appel public à l'épargne ;
- Permettre un ancrage de l'économie algérienne dans l'économie mondiale.

Pour permettre la concrétisation de ces trois objectifs, il a été mis en place des mesures d'accompagnement tout au long du processus de mise en place du marché des capitaux.

Nous pouvons résumer les différentes mesures d'accompagnement à travers le schéma suivant :

Figure N° 07 : Les actions d'accompagnement pour la mise en place d'un marché des capitaux.



Source : H.AID, « Bourse d'Alger, entre la réalité et les perspectives », Mémoire de fin d'études en PGS, Ecole Supérieure de Banque, 2004, p. 115.

La figure ci-dessus représente les différentes mesures d'accompagnement, qui ont pour objectifs de développer le marché des capitaux en Algérie.

Concernant les actions en direction des entreprises, elles auront pour but de définir les différentes modalités, ainsi que les conditions nécessaires pour permettre l'introduction en bourse. Cette étape comprend une réévaluation des entreprises selon les conditions du marché pour permettre de proposer un prix de vente juste.

Pour ce qui est des actions en direction de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SGBV), elles se traduisent par l'assistance étrangère, pour permettre le développement des méthodes de gestion des valeurs mobilières (assistance technique, organisationnelle, mise en place d'un schéma de la chambre de compensation, etc.). En plus de l'assistance étrangère, la bourse d'Alger a pour mission d'aider les entreprises à ouvrir leur capital au grand public (privatisation).

Pour les actions en direction des Intermédiaires en Opérations de Bourse (I.O.B), elles ont pour objectif principal d'aider à la mise en place d'intermédiaires en opérations de bourse. Cela passe par la formation et l'assistance de mise en place de sociétés d'intermédiation.

Pour les professionnels du marché, les actions entreprises concernent la mise en place d'un dispositif réglementaire relatif aux Organismes de Placement Collectifs des Valeurs Mobilières (OPCVM), SICAV et FCP.

En plus de cela la sensibilisation de l'intérêt de tels organismes dans le développement du marché financier Algérien. Enfin, fournir un cadre réglementaire et informationnel pour les investisseurs étrangers non résidents qui souhaitent souscrire à des titres émis en Algérie.

Sans oublier les incitations fiscales concernant l'exonération fiscale des dividendes et des plus-values réalisées.

3. Les étapes de la mise en place du marché des capitaux algériens

La mise en place d'un marché des capitaux en Algérie doit passer par trois étapes¹:

- Phase de démarrage

Dans cette phase, il a été convenu d'introduire les titres d'une manière, progressive à la cote, ce qui permettra aux différents intervenants au marché, de faire leur apprentissage et de se familiariser avec les mécanismes du marché afin de maîtriser l'ensemble du dispositif.

Cela sera suivi par la dématérialisation des titres, création d'une chambre de compensation automatisée et la mise en place d'un cadre réglementaire permettant une meilleure gestion et un meilleur contrôle des opérations.

¹ M.BERRAG, «*Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances*», Mémoire de fin d'études en PGS, Ecole Supérieure de Banque, 2006, p. 135.

Pendant cette période de démarrage, il est prévu d'élargir le cadre de cotation de négociation en faisant de multiples séances de bourse par semaine, en acceptant tous les types d'ordres autorisés par le règlement de la bourse.

- Phase de développement

Cette phase vise à donner un élan à l'activité boursière en Algérie, cela par, l'augmentation de la capitalisation boursière et du volume des transactions. De plus, le marché financier algérien verra le lancement de nouveaux produits, financiers et la création d'une société de rating (indicateur du risque).

- Phase d'émergence

La phase d'émergence constituera l'aboutissement de la stratégie du marché, des capitaux algériens.

Elle suit la réalisation des principaux objectifs arrêtés, dans les phases de démarrage et de développement et elle vise à garantir la transparence, la sécurité et l'efficacité nécessaire pour répondre à l'offre massive des titres d'entreprises à privatiser.

Il sera entrepris également des actions pour permettre l'alignement de la bourse d'Alger sur les standards internationaux, ainsi que la délocalisation de la négociation en Algérie et la réalisation de liens avec les places boursières étrangères.

Chose importante qu'il faut souligner est que la bourse d'Alger jusqu'à ce jour n'est qu'à sa première phase, c'est à dire la phase de démarrage.

Toutes ces démarches ont pour objectif d'ancrer le marché financier algérien dans l'économie mondiale et entraînera l'émergence de la place financière d'Alger au niveau régional et international.

Après avoir présenté le marché financier algérien il est indispensable de faire référence aux textes législatifs qui régissent ce marché.

4. La structure et les textes législatifs régissant le marché financier algérien

Dans le but de dynamiser le marché financier, les pouvoirs publics ont procédé à la promulgation d'une série de textes réglementaires que l'on peut résumer comme suit :

- Ordonnance n° 95-22 du 26 Aout 1995, relative à la privatisation des entreprises publiques ;
- Ordonnance n° 96-08 du 10 Janvier 1996 relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM, FCP, SICAV) ;
- Décret législatif n° 93-10 du 23 Mai 1993, relatif à la bourse des valeurs mobilières, modifié et complété par l'ordonnance n° 96-10 du 10 Janvier 1996 et la loi n° 03-04 du 17 Février 2003 ;

- Décret exécutif n° 94- 175 du 13 Juin 1994, portant statut du président de la commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse «COSOB»;
- Décret exécutif n°94-176 du 13 Juin 1994, portant application de l'article 61 du décret législatif n° 93-10 ;
- Décret exécutif n°96-102 du 11 Mars 1996, portant application du l'article 32 du décret législatif n° 93-10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières ;
- Décret n° 96- 134 du 13 Avril 1996, relatif aux modalités d'acquisition par le public des actions et autres valeurs mobilières des entreprises publiques à privatiser ;
- Décret exécutif n° 96- 474 du 28 Décembre 1996, relatif à l'application des articles 8 et 23 de l'ordonnance n° 96-08 du 10 Janvier 1996, relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), (SICAV), (FCP) ;
- A côté de ces textes, la « COSOB » depuis son installation en Février 1996 a promulgué un ensemble de règlements visant à parachever le processus de mise en place des institutions de marché des valeurs mobilières et encadrer son fonctionnement.

Nous pouvons dire ainsi, que les pouvoirs publics ont lancé une vaste opération d'assainissement du secteur public productif et le processus de privatisation de certaines entreprises publiques économiques.

II. Les acteurs de marché financier Algérien

Pour permettre la concrétisation réel d'un marché des capitaux en Algérie ; la bourse des valeurs mobilières d'Alger a été mise en place en janvier 1998, à la suite d'un partenariat entre la Commission d'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) d'Algérie et une agence d'exécution québécoise (Canada), Coopers & Lybrand.

D'après le décret législatif 93-10, modifié et complété par la loi 03-04 : « La bourse des valeurs mobilières est le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur les valeurs mobilières émises par l'État, les autres personnes morales de droit public ainsi que les société par action ». Ce même décret désigne les organismes (intervenants) composant la bourse et qui sont :

1. Les intermédiaires : Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB)

Le monopole des négociations portant sur les valeurs mobilières cotées en bourse est confié à des intermédiaires professionnels appelés « Intermédiaires en Opérations de Bourse» (IOB). Cela est dû principalement à un souci de protection de l'épargnant et de sécurité des transactions sur titres.

Les intermédiaires en opérations de bourse sont des sociétés par actions ou des personnes physiques qui sont agréés par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

Leur rôle principal est de conseiller l'épargne en matière de placement et veille à exécuter ses ordres d'achat ou de vente en bourse, aux meilleures conditions de marché dans le respect des lois et règles applicables à la profession.

Nous pouvons distinguer deux catégories d'intermédiaires dont leurs missions sont liées aux types d'agrément qu'ils détiennent :

1.1. L'IOB de pleine activité

En plus d'être négociateur sur les valeurs mobilières admises en bourse, l'IOB de pleine activité exerce une ou plusieurs de ces activités :

- Réaliser pour son propre compte des opérations sur les valeurs mobilières pour réguler le marché ou assurer la liquidité d'un titre ;
- Gérer un portefeuille de valeurs mobilières pour le compte d'un client en vertu d'un mandat ;
- Placer les valeurs mobilières pour le compte d'un émetteur faisant appel public à l'épargne ;
- Faire du démarchage pour la souscription de valeurs mobilières en utilisant des moyens de communication pour rechercher les clients potentiels.

1.2. L'IOB d'activité limitée

L'activité de ces intermédiaires est limitée à la négociation de valeurs mobilières, c'est-à-dire à l'exécution des ordres d'achat et de vente sans se porter contrepartie ni offrir des services de gestion de portefeuille, de placement ou démarchage.

En Algérie, il existe à présent cinq (05) intermédiaires en bourse en pleine activité autorisés par la COSOB à exercer l'activité des IOB, dotés tous d'un capital de 09 millions de Dinars sous forme de société par actions constituées par des banques et des compagnies d'assurances.

1.3. Les conditions d'agrément des intermédiaires en opérations de bourse

Pour éviter toute déconvenue aux émetteurs, épargnants et investisseurs en valeurs mobilières, la loi prescrit des conditions que doit satisfaire le candidat pour l'obtention de l'agrément de la COSOB.

Le règlement COSOB n° 96-03 du 03 Juillet 1996 précise ces conditions et garantis qui sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau N°17 : Les conditions et garanties d'agrément des IOB

<i>Raison sociale</i>	<i>Conditions</i>
Les personnes physiques	<ul style="list-style-type: none">• Etre âgés de 25 ans au moins à la date de présentation de la demande ;• Avoir une bonne moralité ;• Présenter la probité voulu pour assurer la protection des épargnants ;• Posséder un local clairement identifié et adéquat pour l'exercice de l'activité ;• Justifier d'un cautionnement versé en espèce ou en valeurs du Trésor d'un montant 500.000 DA.• Satisfaire les conditions de qualification citée ci-dessous ;• Faire une demande d'agrément auprès de la commission.
Les sociétés par actions (personne morale)	<ul style="list-style-type: none">• Avoir un capital minimum de 1 millions de DA ;• Disposer de locaux appropriés en mesure d'assurer la sécurité des intérêts de leurs clients ;• Avoir un siège social en Algérie ;• Avoir au moins un dirigeant assumant la direction générale de la société qui répond aux conditions de qualification cité ci-dessous ;• Faire une demande d'agrément auprès de commission.
Les banques et établissement financiers	<ul style="list-style-type: none">• Les banques, établissements financiers et les sociétés d'assurance qui demandent leur agrément pour exercer l'activité d'IOB, doivent justifier au sein de leurs structure, d'un « département autonome » qui garantisse l'indépendance de gestion notamment comptable, entre l'activité d'IOB et les autres activités des personnes morales indiquées ;• Le responsable du département doit répondre aux conditions de qualifications ci-dessous.

Source : COSOB, Règlement n°96-03 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse, Juillet 1996.

Les conditions de qualifications exigées par le règlement sont :

- Avoir une licence de l'enseignement supérieur ou un diplôme reconnu équivalent ;
- Avoir suivi avec succès une formation dans le domaine du commerce et de la gestion des valeurs mobilières et avoir une expérience professionnelle qui, de l'avis de la commission donnant une préparation suffisante.

L'exercice de cette activité est réservé aux banques, aux établissements financiers et sociétés commerciales agréés par la COSOB.

En plus de la négociation des valeurs pour propre compte et pour le compte de la clientèle, l'IOB peut être en mesure de gérer le portefeuille de ses mandants, opérer des prises fermes ou encore conseiller les entreprises.

2. La société de marché : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)

La « SGBV » est une Société Par Action (SPA) créée et détenue exclusivement par les IOB. Cette prise de participation dans la « SGBV » est une condition à la validité de l'agrément donné par la COSOB à l'intermédiaire.

Son capital social est de 24 millions de dinars, totalement libéré à sa création le 25 Mai 1997 et qui est réparti en parts égales entre ses 12 membres fondateurs représentés par les banques et les compagnies d'assurances (en leur qualité d'IOB).

Les principales missions de cet organisme confié par la loi sont :

- L'organisation pratique de l'introduction de titres en bourse ;
- L'organisation matérielle des séances de bourse et des opérations de compensation des transactions sur valeurs mobilières ;
- L'enregistrement des négociations des intermédiaires en opérations de bourse ;
- La gestion d'un système de négociation et de cotation ;
- La publication d'informations relatives aux transactions en bourse et l'édition d'un bulletin officiel de la cote.

L'activité de la SGBV est sous le contrôle permanent de l'autorité de marché (COSOB) qui fixe en outre, par règlement, les règles de calcul des commissions que la société perçoit sur les opérations de bourse. C'est ainsi que le règlement n° 98-01 du 15 Octobre 1998, la COSOB a fixé les dites commissions sur les transactions effectuées en bourse à :

- 0.25% du montant de la transaction pour les titres en capital (action) ;
- 0.15% du montant de la transaction pour les titres de créance (obligation).

3. Le dépositaire central de titres : Algérie Clearing

Algérie Clearing est le dépositaire national algérien et la centrale de règlement /livraison des titres. Il est constitué en SPA dont le capital n'est ouvert qu'à la société de bourse, aux émetteurs et aux IOB.

La loi n° 03-04 du 17 Février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières a intégré cette fonction dans la nouvelle configuration du marché financier qui n'était pas prévue à l'origine.

Antérieurement et avant sa création, il s'agit de conserver des titres physiques, aujourd'hui avec l'avènement du dépositaire central, il ne s'agit plus que d'assurer une comptabilité scripturale sans faille grâce à la dématérialisation des titres et leur inscription en compte courant.

Algérie Clearing est constitué en SPA (Société Par Action) dont les statuts et la nomination des dirigeants sont soumis à l'approbation du ministre chargé des finances, après l'avis de la COSOB, ses actionnaires fondateurs sont :

- Les cinq banques publiques : BNA, BADR, BEA, CPA, CNEP banque ;
- Les trois sociétés cotées en bourse : Hôtel El- Aurassi, Société Alliance Assurances, le Groupe Saidal ;
- Le Trésor Public et la Banque d'Algérie sont actionnaire de droit.

La participation au capital n'est ouverte qu'à la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV), aux émetteurs de titres et aux Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB).

3.1. Les fonctions du dépositaire

La mise en place d'un dépositaire central des titres permet ¹:

- Une meilleure circulation des titres et une réduction des risques de pertes dans la conservation et la gestion de titres ;
- La réduction des coûts pour l'entreprise, en particulier ceux liés à l'impression des certificats physiques ;
- La réduction des délais de dénouement électronique des opérations du marché selon les normes internationales (j+3) ;
- Assurer la simultanéité des opérations de règlement livraison d'une négociation réalisé sur un marché règlementé ou hors bourse.

Le dépositaire central des titres est chargé notamment :

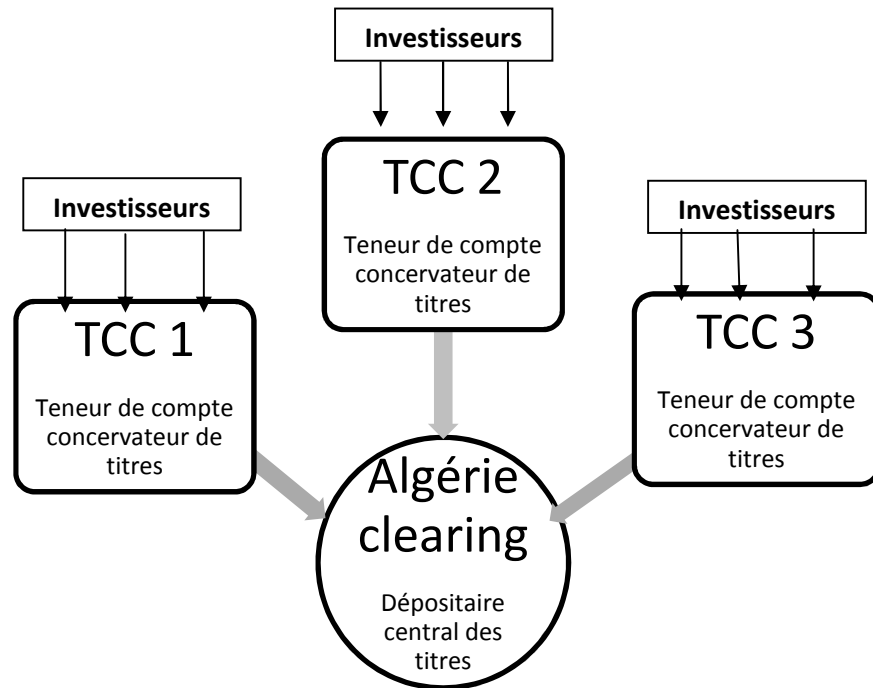
- D'ouvrir et d'administrer des comptes courants titres pour les teneurs de comptes conservateurs et ses adhérents, agréés par la COSOB, il centralise ainsi la conservation des titres et facilite leur transmission entre intermédiaires financiers en opérant des virements de compte ;
- De codifier les titres selon les normes internationales **I.S.I.N²** ;
- De mettre en œuvre les opérations sur titres décidées par les sociétés émettrices (paiement de dividendes, d'intérêts, augmentation de capital, etc.) ;
- De publier des informations relatives au marché.

La figure N°08 schématise le fonctionnement du dépositaire central des titres avec la participation des teneurs de comptes conservateurs.

¹ Guide COSOB, « *Le Dépositaire Central des Titres* », Edition 2004.

² International Securities Identification Number.

Figure N°08 : Le Dépositaire Central des Titres / les Teneurs de Comptes Conservateurs



Source: H.AID, Op.Cit., p.115.

Les investisseurs ouvrent chez les teneurs de compte-conservateurs des comptes titres qui abritent leurs avoirs en titres.

Le dépositaire central ouvre aux teneurs de compte- conservateurs de titre des comptes courants qui enregistrent l'ensemble des avoirs en titres des investisseurs que l'administration leur a confié.

3.2. Les adhérents du dépositaire central

Plusieurs membres sont adhérents au dépositaire central et sont :

- Les banques et les établissements financiers ;
- Les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) ;
- Les Spécialistes en Valeurs de Trésor(SVT) ;
- Les personnes morales émettrices des titres ;
- Les dépositaires centraux étrangers.

3.3. Les partenaires du dépositaire central

Les partenaires du dépositaire central sont :

- Les teneurs de compte- conservateurs de titres habilités par la COSOB ;
- La Banque d'Algérie qui est la banque de règlement : le dénouement espèces des transactions se fait en monnaie banque centrale.

4. L'autorité de marché: Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

L'autorité de marché est née de la volonté de protéger l'épargne publique investie en valeurs mobilières et de garantir le bon fonctionnement du marché financier. Cette autorité est représentée en Algérie par un organisme autonome, la COSOB.

Cette dernière est dotée de l'autonomie administrative et financière, elle a été installée en Février 1996 et est composée de sept membres :

- Un président nommé par décret exécutif sur proposition du ministre des finances, exerçant ses fonctions à plein temps ;
- Un magistrat proposé par le Ministre de la justice ;
- Un membre désigné par le gouverneur de la Banque d'Algérie ;
- Deux membres représentant les personnes morales émettrices de valeurs mobilières;
- Deux membres désignés pour leurs compétences en matière financière, bancaire et bourse.

Afin de remplir ses missions, la COSOB est chargée de trois fonctions principales à savoir :

4.1. La fonction réglementaire

La COSOB a comme tâche d'éditer les règlements concernant notamment :

- L'agrément et les règles professionnelles applicables aux Intermédiaires en Opérations de Bourse(IOB) ;
- Les obligations d'information lors d'émission de valeurs mobilières par appel public à l'épargne ;
- Les conditions d'admission et de négociation des valeurs mobilières en bourse ;
- La gestion de portefeuille de valeurs mobilières ;
- Les Offres Publiques de Vente (OPV) ou d'Achat de valeurs mobilières (OPA) ;
- Les procédures de règlement/ livraison des titres notamment du dépositaire central des titres ;
- Les règles relatives à la tenue de compte conservateur de titre.

4.2. La fonction de surveillance et contrôle

Dans le souci de préserver le respect des lois et la transparence du marché, la COSOB veille à l'application des règlements, la surveillance et au contrôle de tous les acteurs du marché financier, à ce titre elle s'assure en particulier :

- Du respect des dispositions législatives et réglementaires par les intervenants du marché ;
- Du secret professionnel des ses membres et agents pour les faits, actes et renseignements dont ils peuvent avoir connaissance lors de leurs fonctions ;
- Que les sociétés faisant appel public à l'épargne se conforment aux obligations d'informations auxquelles elles sont soumises ;
- Du bon fonctionnement du marché.

Pour exécuter sa mission de surveillance et de contrôle la COSOB est habilitée à effectuer des enquêtes auprès des sociétés, d'institutions financières ou de personnes concernées par l'opération sur valeurs mobilières.

4.3. La fonction disciplinaire et arbitrale

Il est institué au sein de la COSOB une chambre disciplinaire et arbitrale, qui se compose d'un président, de deux membres de la commission et de deux magistrats désigné par le ministre de la Justice.

En matière disciplinaire, la chambre est compétente pour instruire tout manquement aux obligations professionnelles et déontologiques des intermédiaires en opérations de bourse ainsi que toute infraction aux dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables.

En matière arbitrale, la chambre disciplinaire et arbitrale a pour mission d'instruire tout litige technique résultant de l'interprétation des lois et règlements régissant le fonctionnement de la bourse et intervenant :

- Entre IOB (Intermédiaires en Opérations de Bourse) ;
- Entre IOB et SGBV (Société de Gestion de la Bourse de Valeurs) ;
- Entre IOB et société émettrice ;
- Entre IOB et donneurs d'ordres de bourse.

Par contre, en matière disciplinaire, la COSOB est compétente pour le règlement de tout manquement de la part des IOB

5. Autres intervenants sur le marché financier

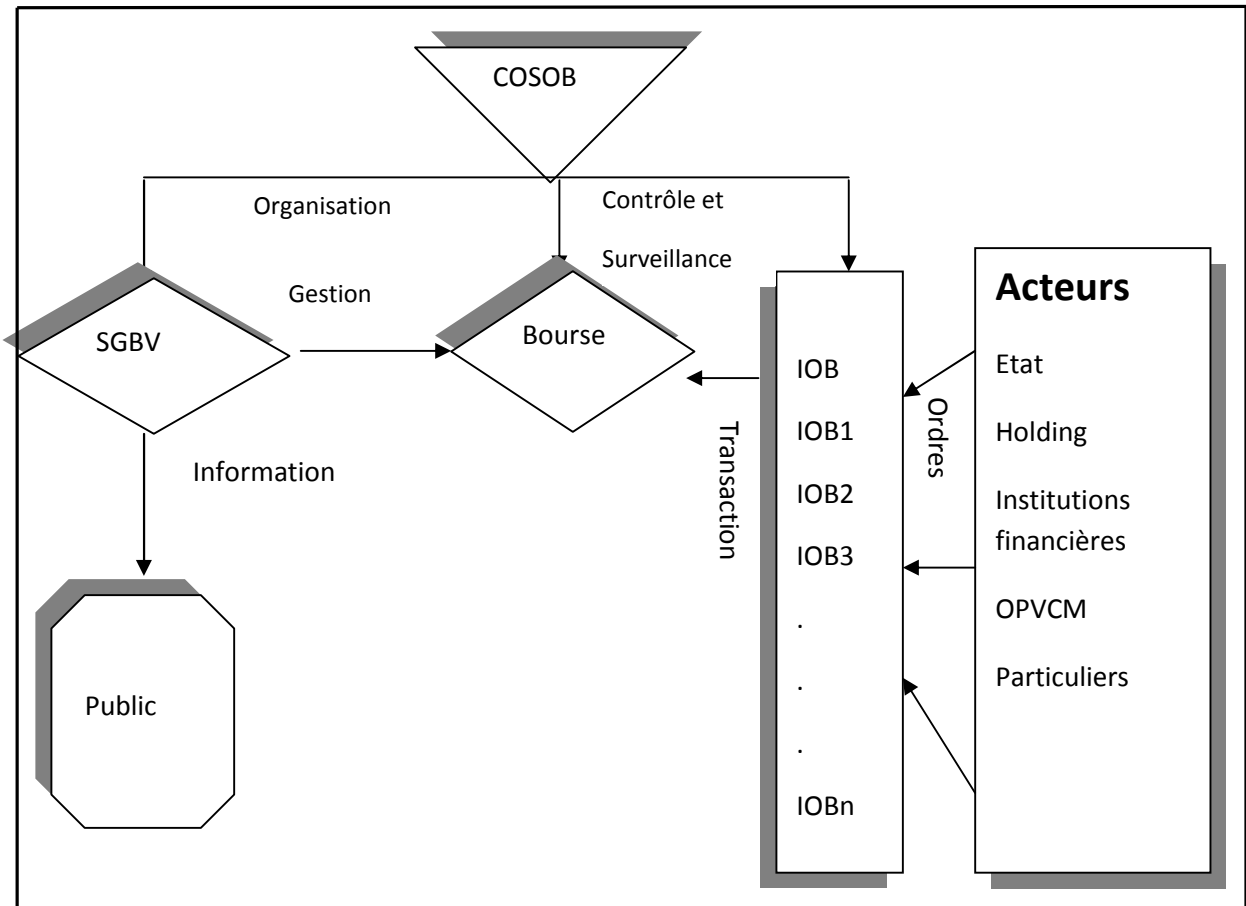
Parmi les autres intervenants du marché de valeurs mobilières on trouve :

- **Les Teneurs de Comptes Conservateurs de titres -TCC** : Les teneurs de comptes sont essentiellement des banques publiques : BDL, BNA, BEA, CNEP, CPA et BADR ;
- **Les émetteurs** : Il s'agit des Sociétés Par Action (SPA), de l'État et des collectivités locales. Ces deux derniers sont admis de droit aux négociations en bourse;
- **Les investisseurs** : L'investisseur peut être une personne physique ou morale, institutionnelle ou non institutionnelle, banque, société d'assurance ou encore OPCVM¹.

L'organisation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger et la mission de ses acteurs sont représentées dans la figure ci-après :

¹ Office de Placement Collective des Valeurs Mobilières (OPCVM): a pour mission de collecter les fonds qui lui sont confiés par les épargnants et les investir en valeurs mobilières. Cela permet aux investisseurs par une mise de fonds qui peut être modeste, de détenir une fraction d'un portefeuille de titres.

Figure N° 09 : Organisation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger et la mission de ses acteurs



Source : A. GHEZAL, « Le système algérien, mis en place de l'organisation du marché boursier », La revue SONATRACH N°8, Octobre 1997, p.18.

III. Les opérations sur le marché secondaire (bourse)

Les obligations sont introduites en bourse par la procédure dite « ordinaire », c'est-à-dire qu'elles sont inscrites directement à la cote pour y être négociées. Le cours d'introduction est validé par la SGBV et il est déterminé sur la base des conditions de marché.

1. Conditions et procédure d'admission des obligations à la cote de la bourse

Les critères d'admission ont été réglementés par la COSOB et sont les suivants :

- Publication, par la société, des états financiers certifiés des trois derniers exercices ;
- Présentation d'un rapport d'évaluation des actifs de la société, certifié par un expert comptable ;
- Le capital doit être entièrement libéré ;
- L'entreprise a réalisé un bénéfice sur le dernier exercice ;
- L'encours de l'emprunt est au minimum égal à 100 000 000 DA ;
- Le nombre de détenteurs doit atteindre au moins 100 au moment de l'introduction.

La SGBV perçoit une commission égale à 0,05% du montant nominal des obligations admises, sans pour autant dépasser un million de dinars.

Le règlement général définit trois types de procédures d'introduction en bourse à savoir :

- La procédure ordinaire : elle est appliquée pour les titres assimilables à des titres déjà cotés ainsi que pour les obligations ;
- La procédure d'offre publique de vente à prix fixe ;
- La procédure d'offre publique de vente à prix minimum.

La procédure ordinaire est celle qui permet à la SGBV, lorsque le capital de la société concernée est suffisamment diffusé dans le public, de procéder à l'inscription directe de la valeur à la cote pour y être négociée dans les conditions de cotation pratiquées sur le marché, à partir d'un cours d'introduction validé par la SGBV, sur la base des conditions de marché.

La procédure d'offre publique de vente à prix fixe est celle qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix ferme prédéterminé.

La procédure d'offre publique de vente à prix minimal est la procédure qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix minimal auquel les introducteurs sont disposés à les céder.

La distinction principale entre ces deux types d'offres publiques est que la première offre est à un prix prédéterminé tandis que la seconde est aux enchères.

2. Fonctionnement de la bourse des valeurs

La Bourse répond à des codes, des procédures parfois complexes et utilise un vocabulaire qu'il est nécessaire de maîtriser. Les modalités d'achat /vente en bourse, la cotation et autres sont traités dans ce qui suit :

2.1. Modalités de transactions (achat/vente)

Seuls les IOB sont habilités à passer des ordres de bourse, qui peuvent être pour propre compte ou pour le compte de la clientèle¹. Le règlement général définit les indications que doit contenir tout ordre de bourse pour éviter tout litige sur l'interprétation de l'ordre entre le client et l'IOB dans un marché en phase d'apprentissage. Tout ordre de bourse doit également donner lieu à une confirmation par écrit.

Les types d'ordres de bourse retenus dans le règlement général ont été limités aux ordres de bourse classiques et les plus simples pour éviter toute confusion ou malentendu entre les donneurs d'ordres et les IOB.

Les IOB introduisent les ordres par suite chronologique moyennant un registre. La bourse d'Alger retient les deux types d'ordre suivants :

- L'ordre « au mieux » : Il ne comporte pas d'indication de cours, ce qui permet à l'IOB de choisir le moment le plus favorable pour le donneur d'ordre ;

¹ Cependant, ceux de la clientèle sont servis en premier lieu.

- L'ordre « à cours limité » : Il fixe la limite inférieure de l'achat et/ou la limite supérieure du prix à la vente ;
- L'ordre « au prix du marché » qui est appliqué dans le cas d'une cotation en continu.

2.2. La négociation en bourse

Le marché algérien est gouverné par les ordres, c'est-à-dire que le cours résulte de la confrontation entre offre et demande. Les séances de négociation sont organisées chaque lundi et mercredi dans la salle de parquet¹ de la SGBV, en présence des agents de la SGBV, représentants des IOB et d'un supérieur de la COSOB.

Les négociateurs introduisent leurs ordres². Un prix d'équilibre et l'allocation des titres seront déterminés pour chaque titre.

2.3. Mode de cotation

Le marché algérien est gouverné par les ordres, c'est-à-dire que le cours résulte de la confrontation entre offre et demande. En plus, la méthode de cotation retenue par la Bourse d'Alger est le *fixing*. Cette méthode consiste en l'application d'un seul cours coté à l'ensemble des transactions conclues pour chaque obligation au cours d'une séance de bourse.

Ce cours est celui qui :

- Permet de maximiser le volume des transactions ;
- Permet d'éviter le déséquilibre des prix ;
- Permet une moindre volatilité des titres ;
- Désigne le prix auquel se négocie une valeur sur une base unitaire ;
- Est unique et valide pour toute la durée de la séance.

L'exemple suivant nous éclairera sur la conduite d'un fixing :

Supposons le titre d'une société dénommée « *far west* », qui a un cours de référence de 600 DA. Les ordres se situent dans une fourchette de $\pm 5\%$, (± 30 DA). Les ordres sont résumés dans le tableau suivant :

¹ Salle de marché, où se réunit tous les négociateurs afin de déterminer le cours de chaque titre.

² La bourse d'Alger retient les deux types d'ordre suivants : 1. ordre « au mieux » : ne comporte pas d'indication de cours, 2. ordre « à cours limité » : fixe le cours minimal (maximal) de la vente (de l'achat).

Tableau N° 18 : Exemple de fixing

Ordres d'achat			Ordre de vente			Fixing	
Cours	Volume	Volume cumulé	Cours	Volume	Volume cumulé	Cours	Volume transigé
630	100	100	570	70	70	570	70
610	80	180	580	120	190	580	190
595	150	330	595	90	280	595	280*
580	110	440	610	80	360	610	180
570	70	510	630	160	520	630	100

Source : COSOB, Guide des valeurs mobilières, 2004.

Les ordres d'achat sont classés par ordre croissant du prix demandé, et les ordres de vente par ordre décroissant. Nous calculons ensuite la quantité à honorer pour chaque prix, qui est égale au : Minimum (Volume ordre d'achat ; Volume ordre de vente).

Le prix du fixing est celui qui maximise le volume transigé : Min (Volume cumulé à l'achat ; Volume cumulé à la vente). Le cours de *fixing* est dans le cas de l'obligation de « *far west* » est 595 et la valeur maximale transigée est 280.

2.4. Dénouement des opérations

Le règlement/livraison s'effectue à j+3 ouvrables de la date de la séance de bourse où est retenu l'ordre.

La conclusion des transactions (des clients ou de l'intermédiaire) s'effectue au niveau d'Algérie Clearing où sont ouverts les comptes titres des IOB. Ensuite, les intermédiaires s'acquittent de leurs tâches vis-à-vis de leur client en inscrivant les opérations sur ses livres.

2.5. Frais de bourse et fiscalité appliquée aux transactions

La commission perçue par la SGBV sur les transactions (sur obligations) effectuées en bourse s'élève à 0.15% du montant de l'opération, pris hors intérêts courus. S'agissant d'un produit de vente de service par la SGBV, celle-ci prélève la TVA qui est de l'ordre de 17%.

Il convient de noter que la commission est plafonné à 100 000 DA et ne peut être inférieure à 10 DA s'il s'agit d'une transaction au profit d'un client, l'IOB prélève une commission pour son propre compte.

Les coûts de transactions sont trop élevés sur les marchés réglementés, pour cela les obligations institutionnelles se négocient le plus souvent sur un marché hors cote, dit « de gré à gré ».

Une transaction effectuée sur ce marché est une transaction qui est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur et est réglementée par des associations professionnelles, contrairement à un marché organisé où la transaction se fait avec la bourse, et est réglementée par la COSOB.

IV. Le processus d'émission obligataire

Par l'émission des obligations, les entreprises peuvent obtenir des financements de long terme de la part du marché. Mais, la réalisation d'une telle opération implique une certaine maîtrise des mécanismes d'émission et de gestion des titres obligataires.

Le lancement d'une émission obligataire implique l'existence d'une demande de financement exprimé par un agent économique bien identifié ; celui-ci peut se faire accompagner de plusieurs autres personnes et structures dont la présence s'avère nécessaire tant de par la loi qu'en tant qu'appui au succès de l'opération.

Pour financer son activité, au lieu de procéder à une augmentation de capital ou de contracter un emprunt auprès d'un établissement de crédit, une société peut émettre un emprunt obligataire. Divisé en obligations, l'emprunt pourra être placé auprès de plusieurs souscripteurs.

A cet effet, nous présenterons dans ce qui suit le processus de lancement d'une émission obligataire à travers les intervenants dans ledit processus, la nature de leurs relations et les caractéristiques tant financières que juridiques du mécanisme.

1. Définition d'une émission obligataire

« L'emprunt obligataire est un emprunt de montant élevé, divisé en fractions égales appelées obligations proposées au public par l'intermédiaire du système bancaire »¹.

C'est un emprunt à long terme dont la durée est souvent comprise entre 5 à 15 et dont les fractions à rembourser sont égales. Les obligations sont des titres négociables inscrits à la cote d'une bourse de valeurs mobilières.

2. Origine de l'opération de l'émission obligataire

Avant d'aborder le montage d'une opération d'émission obligataire, il convient de mettre en évidence certains aspects relatifs à la décision d'émission et les raisons de choix de ce mode de financement.

2.1. Décision d'émission

La décision de financement découle du besoin de disposer dans l'immédiat des capitaux lui permettant de financer des projets d'investissement.

L'introduction sur le marché financier contraint l'entreprise à dévoiler sa stratégie, sa situation financière détaillée et ses perspectives d'avenir.

¹ J.BARREAU, J. DELAHAYE et F.DELAHAYE, « *Manuels et applications, gestion financière* », 4^{ème} Edition, Ed. DUNOD, Paris, 2005, p.370.

L'étude qui intervient dans la phase préalable à l'émission obligataire a pour objectifs de vérifier, d'une part que l'entreprise présente sous toutes ces facettes, des performances susceptibles de susciter l'enthousiasme des investisseurs, et d'autre part que l'admission sur le marché financier soit couronnée de succès.

2.2. Le plan de développement

L'entreprise doit dans une opération d'emprunt obligataire, présenter un plan de développement. Ce dernier doit être réaliste ; le chef d'entreprise soulignera les points forts sans oublier les points faibles.

Le plan de développement comprend deux composantes. La première expose qualitativement les choix fondamentaux et les stratégies de l'entreprise. La seconde est quantitative ; elle est composée de tableaux chiffrés résultant de ces choix (comptes d'exploitations, bilans prévisionnels, tableaux de financement et de trésorerie).

L'entreprise doit être connue en profondeur non seulement sous l'angle financier, mais d'après l'ensemble de ses potentialités et faiblesses.

3. Le montage juridique et financier

Le lancement d'une émission obligataire implique l'existence d'une demande de financement exprimé par un agent économique bien identifié ; celui-ci peut se faire accompagner de plusieurs autres personnes et structures dont la présence s'avère nécessaire tant de par la loi qu'en tant qu'appui au succès de l'opération.

3.1. Le montage juridique

Cette étape consiste à s'assurer de l'éligibilité de l'entreprise à émettre des obligations les conditions que l'entreprise doit satisfaire à cet effet sont :

- Le statut de la société par action ou le groupement d'intérêts économique composés exclusivement de sociétés par actions ;
- Le capital doit être libéré entièrement ;
- Elle doit avoir deux années d'existence et avoir eu deux bilans approuvés par les actionnaires. A défaut elle doit apporter la garantie de l'Etat ;
- Avoir réalisé des bénéfices durant le dernier exercice ;
- Doit désigner un IOB qui sera chargé de suivre les procédures d'admission de l'introduction en bourse (dans le cas où les obligations seront cotées en bourse), il intervient également en tant que conseiller financier et assure la relation entre l'entreprise et l'autorité du marché ;
- Elle doit soumettre la notice d'information pour visa de l'autorité du marché.

La décision d'émettre l'emprunt est du ressort de l'assemblée générale des actionnaires celle-ci peut déléguer ses pouvoirs au conseil d'administration ou au conseil de surveillance ou encore au directoire.

3.2. L'analyse financière

Une étude financière doit être effectuée sur l'entreprise émettrice d'emprunt obligataire par la comparaison de bilans et comptes de résultats, certains ratios financiers et économiques permettent de dégager une tendance sur ¹:

- La situation du marché ;
- La situation financière de l'émetteur ;
- La nature des besoins à financer.

3.2.1. La situation du marché

La banque ou plutôt les différentes banques en concurrence vis-à-vis d'une société émettrice ont une place plus ou moins « forte » sur un ou différents marchés et en connaissent ou évaluent les tendances : l'abondance de ressources disponibles pour des souscripteurs bien particuliers, de nombreux facteurs dont certains sont objectifs mais dont beaucoup sont subjectifs :

- Montant et époque de ressources ;
- Ressources rendues disponibles par les remboursements des emprunts antérieurs ;
- Quantités d'émission nouvelles, notamment des organismes d'Etat, qui sont toujours emprunteurs et qui sont pour partie, préférés par les souscripteurs ;
- Appréciation des investisseurs sur l'évolution future du taux, ce qui les conduit à accepter ou non, à chaque instant, de souscrire ou bien d'acheter des obligations ayant un certain taux de rendement pour une durée déterminée. Prenons l'exemple de l'appel public à l'épargne de Sonelgaz de la période mai/juin 2005 ou elle a choisi des taux fixes mais progressifs puisqu'elle anticipait une hausse des taux d'intérêt. Le but de ce choix était d'attirer le maximum de souscripteurs et d'éviter de les sanctionner en cas de hausse effective du taux du marché ;
- Les banques sont partagées entre le désir d'innover dans les émissions et la crainte de prendre trop de précautions, c'est-à-dire d'émettre trop cher, ce qui provoquerait « la rancœur » du client émetteur, en particulier les toutes premières émissions sur un certain marché risquent d'être plus coûteuses que les suivantes, si le marché s'élargit ensuite et l'émetteur reproche alors le banquier de n'avoir pas attendu cette amélioration de conditions. Inversement, si un marché nouveau « ne tient pas », le taux monte et les souscripteurs ont une certaine rancœur contre le banquier placeur;
- Or, le banquier veut conserver et accroître sa clientèle, d'une part les émetteurs, d'autre part les souscripteurs.

¹ J.P.BOUERE, *Op. Cit.*, p.p. 44, 45.

3.2.2. La situation financière de l'émetteur

C'est un aspect essentiel d'une émission, la situation financière rassemble tous les éléments connus sur les comptes des exercices passés et leur évolution ; alors que le plus important dans l'appréciation devrait porter sur la capacité de remboursement de l'emprunteur, c'est-à-dire sur le futur, qui dépendra non seulement de l'entreprise elle-même, mais aussi de l'évolution de son marché.

Ce sont la notice d'information et le prospectus qui fournissent des éléments d'information, non seulement sur l'émetteur, mais sur le groupe auquel il appartient(comptes consolidés et commentaires), en particulier si l'emprunt est garanti par la société mère, cependant, en pratique, beaucoup de souscripteurs notamment dans le cas d'un appel public à l'épargne n'étudient guère les analyses financières et les perspectives et font confiance aux banques qui patronnent l'émission, ce qui n'empêche pas toujours les risques.

3.2.3. La nature des besoins à financer

Il peut s'agir nommément d'un certain investissement, ou, le plus souvent, des « besoins généraux de l'entreprise ». Dans tous les cas, les perspectives des ressources de l'entreprise qui permettront de rembourser l'emprunt guident le directeur financier, le banquier ou tout autre conseiller financier dans le choix de la durée et la période d'amortissement.

Tandis que son opinion sur les perspectives du marché le décide du choix de :

- La date d'émission (s'il emprunte tout de suite ou s'il attend une amélioration du marché) ;
- Le montant (combien il emprunte, en recourant si nécessaire à plusieurs opérations et à plusieurs banques) ;
- Le taux de rendement à offrir aux investisseurs.

Le choix est donc délicat en raison du grand nombre de possibilités et de l'aléa des prévisions d'évolution. C'est dans cette optique que plusieurs banques étrangères diffusent des brochures périodiques de commentaires sur l'évolution et les perspectives des différents emprunts.

Ces différents facteurs influencent d'une part les investisseurs financiers, d'autre part les emprunteurs potentiels, les banquiers intermédiaires apprécient à chaque instant l'importance des offres d'argent frais et demandes potentielles sur le marché et, en conséquences, les principaux banquiers opérateurs fixent un taux de rendement possible, selon leur jugement.

3.2.3.1. La notice d'information

Les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne doivent au préalable établir un document d'information destiné au public et dénommé «notice d'information». Ladite notice contient des renseignements sur l'organisation de l'émetteur, ses dirigeants, l'évolution de son activité, sa situation financière et ses facteurs de risque, ainsi que sur les caractéristiques et l'objet de l'opération envisagée. Ces éléments d'information présentés doivent permettre à l'investisseur de fonder sa décision.

Avant sa diffusion dans le public, la notice d'information est soumise au visa de la commission. Le visa de la commission ne comporte pas d'appréciation sur l'opération proposée. Il porte seulement sur la qualité de l'information fournie et sa conformité à la législation et à la réglementation en vigueur.

Aussi, cette notice d'information est accompagnée d'un prospectus. Ce dernier fournit un résumé des renseignements des plus importants et des plus significatifs concernant l'émetteur et l'opération projetée.

La notice d'information doit contenir obligatoirement les renseignements suivants :

- La décision qui est à l'origine de l'opération (date de l'autorisation de l'assemblée, décision du conseil d'administration) ;
- Le nombre, la valeur nominale, forme et catégorie des titres (nominatif ou porteur) ;
- Le prix d'émission ;
- Le produit brut et une estimation du produit net de l'émission ;
- Les charges relatives à l'opération : l'évaluation du montant global des charges relatives à l'opération d'émission, avec mention des rémunérations globales des intermédiaires et des frais légaux ou administratifs ;
- L'objet social indiqué sommairement ;
- La date d'expiration de la société ;
- Le montant des obligations convertibles en actions émises par la société ;
- Le montant non amorti des autres obligations antérieurement émises ainsi que les garanties qui leur ont été conférées ;
- Le montant lors de l'émission des emprunts obligataires garantis par la société, le cas échéant la fraction garantie de ces emprunts ;
- Le montant de l'émission ;
- La valeur nominale des obligations à émettre ;
- Le taux et le mode de calcul des intérêts et autres produits ainsi que les modalités de paiement ;
- L'époque et les conditions de remboursement éventuellement les conditions de rachat des obligations ;
- Les garanties conférées aux obligations ;
- S'il s'agit d'obligations convertibles en actions, le délai d'exercice de l'option accordée au porteur pour convertir leurs titres ainsi que les bases de cette conversion ;
- Une copie du dernier bilan approuvé par l'assemblée générale des actionnaires à présenter en annexe ;
- L'entreprise doit établir un état de la situation active et passive de la société.

Outre les mentions obligatoires, la notice doit contenir également les renseignements suivants :

- La présentation et l'organisation de l'émetteur ;
- Sa situation financière ;
- L'évolution de son activité ;

- L'objet et les caractéristiques de l'opération projetée ;
- Une fois établie, la notice doit être soumise au visa de la tutelle du marché, ce document est destiné à informer le public pour permettre à l'investisseur de disposer toute l'information nécessaire à la prise de décision.

Ce document traite essentiellement de la situation de la société émettrice, de son organisation de son activité, de son patrimoine, de sa situation financière ainsi que les caractéristiques de l'opération d'émission.

Avant de donner son visa la tutelle du marché s'assure notamment de :

- La cohérence des informations contenues dans la notice avec celles figurant dans les bilans et les rapports du commissariat aux comptes et autres documents décrivant la situation de l'entreprise ;
- L'exactitude des données financières, tout en tenant compte des éventuelles réserves formulées par les commissaires aux comptes ;
- La tutelle doit également s'assurer de l'existence des signatures des personnes habilitées à attester de la sincérité des informations avancées, il s'agit des premiers responsables de la société ainsi que les commissaires aux comptes. En outre, elle doit identifier les risques encourus ou susceptibles de l'être par l'entreprise et analyser la pertinence des hypothèses de base ayant servi à l'élaboration du plan d'affaire ;
- La tutelle dispose d'un délai pour donner ou refuser le visa en cas de refus celui-ci doit être motivé soit :
- Dans le cas où la notice n'est pas conforme aux règlements et instructions de la tutelle ;
- Si la notice n'est pas accompagnée des documents prévus le règlement ;
- S'il y a manque dans les informations ou leur inexactitude.

La société dispose d'un délai de 12 mois à partir de la date d'octroi du visa pour procéder à l'opération d'émission de l'emprunt.

Notons que le visa de la tutelle est neutre, il ne porte aucun jugement de valeurs sur l'opération proposée. Il porte sur uniquement la qualité de l'information fournie et de sa conformité à la législation et la réglementation en vigueur.

3.2.3.2. Le prospectus d'information

A côté de la notice d'information un prospectus doit être élaboré, il résume les informations les plus pertinentes contenues dans la notice d'information, il est destiné au grand public. La nature et le contenu de l'information devant figurer obligatoirement dans ces documents

Le prospectus est destiné à la publicité mais sous forme plus synthétique, il doit faire référence au numéro de visa de la notice d'information et tout comme celle-ci il est daté et signé par le représentant légal de l'émetteur. Son objectif étant la publicité de l'information, le prospectus simplifié est comme la notice d'information mis à la disposition du public au siège social de l'émetteur et auprès des intermédiaires financiers chargés du placement, mais à sa différence, le prospectus est remis à tout souscripteur et transmis à toute personne dont la souscription est sollicitée.

4. Le lancement de l'emprunt obligataire

Une fois la notice d'information visée par l'autorité du marché, intervient la phase de lancement de l'emprunt obligataire, une convention est alors signée entre la société émettrice, la banque chef de fil et le syndicat d'émission.

Une convention dans laquelle est stipulé :

- L'objet de l'emprunt ;
- Les obligations de l'emprunteur ;
- Les missions et obligations chef de fil ;
- Les banques composant le syndicat d'émission ainsi que leurs obligations ;
- Le taux de commissions attribuées à la banque chef de fil et les membres du syndicat d'émission ;
- Les modalités concernant le marché primaire à savoir les modalités de versement des souscriptions ;
- Enfin le paiement des intérêts et le remboursement des échéances.

5. Les modes d'émission des obligations

Deux techniques sont utilisées pour le placement des titres obligataires dans le public : il s'agit de : l'adjudication et la syndication¹.

5.1. La technique de l'adjudication

Cette technique est souvent appliquée pour les emprunts corporatifs. Néanmoins, elle est sollicitée lors des émissions d'Obligations Assimilables du Trésor (OAT). Il existe deux types d'émissions par adjudication :

5.1.1. Adjudication à la Française

Après dépouillement des ordres d'achat, l'émetteur fixe le prix minimum à partir duquel les ordres seront servis. Ainsi, les soumissions retenues seront servies au même prix et pour le même montant.

¹ N.DESBARRIERES, « *La bourse et ses back-offices* », Ed. Economica, Paris, 1998, p.p. 18, 19.

5.1.2. Adjudication à la Hollandaise

Les ordres sont servis au prix offerts par les adjudicataires en servant d'abord les offres dont les prix sont plus élevés jusqu'à concurrence du montant souhaité par l'émetteur. Chaque établissement dont l'offre est retenue acquiert les obligations au prix de sa propre soumission. La procédure d'adjudication a donc l'avantage de la simplicité et favorise une certaine transparence du marché, elle peut même contribuer à sa modernisation, elle est particulièrement performante en période de placement facile. Elle ne saurait se substituer à la syndication, parce qu'elle est contradictoire avec un placement dans les grands réseaux qui ne peut être bouclé en quelques heures et qui présente un regain d'intérêt lorsque les institutions « boudent » le marché.

5.2. La technique de la syndication

Comme son nom l'indique, cette technique nécessite la mise en place d'un syndicat (pool bancaire) qui assure l'organisation, le placement et la garantie des opérations. C'est une technique consistant à définir un prix pour lequel les titres seront offerts au public ; la société dévoile le prix pour lequel elle cède les titres et les investisseurs n'auront qu'à définir les quantités qu'ils souhaitent acquérir.

5.3. L'assimilation

Une fois qu'un emprunt est émis, le même émetteur pourra émettre ultérieurement d'autres emprunts qui présenteront les mêmes caractéristiques que le premier (même durée résiduelle, même coupon, même échéancier, même prix de remboursement, mêmes garanties, etc.) de sorte qu'ils pourront lui être assimilés.

Au lieu d'avoir plusieurs emprunts, il n'y en aura plus qu'un seul, pour un montant global plus élevé. L'assimilation d'emprunts présente deux avantages :

- Réduire les frais de gestion : il n'y a plus qu'un seul emprunt après assimilation ; Mais surtout augmenter la liquidité et donc la négociabilité de ces emprunts sur le marché secondaire, ce qui permet de diminuer leur cout car les investisseurs sont prêts à demander un taux d'intérêt légèrement inférieur si la liquidité de leurs titres est accrue ;
- Techniquement, les emprunts assimilables sont émis avec les mêmes caractéristiques que celles de l'emprunt auquel ils s'assimilent ; seul le prix d'émission est différent afin de s'ajuster aux conditions du moment du marché qui se sont modifiées depuis l'émission du premier emprunt.

6. Les types d'émission obligataires

L'émission des obligations peut être réservée au grand public (appel public à l'épargne), ou bien à un groupe restreint (institutionnel)¹.

¹ COSOB, « La procédure d'appel public à l'épargne : Cas des emprunts obligataires », Séminaire sur les emprunts obligataires, El Aurassi 2009.

6.1. Appel public à l'épargne

L'appel public à l'épargne est une opération par laquelle une entreprise lève des fonds auprès du grand public. (Institutions financières, personnes morales, particuliers). C'est un autre moyen de drainer des ressources d'investissement pour les émetteurs.

Les titres destinés à cette catégorie d'investisseur, se négocient sur un marché secondaire liquide, structuré et bien organisé. Cependant, les sociétés qui souhaitent lever des fonds par appel public à l'épargne en recourant à une émission obligataire sont les Sociétés Par Actions (SPA) en raison de leur valeur importante dans l'économie.

En outre, selon l'article **715 bis 82** du code de commerce : « *L'émission d'obligations n'est permise qu'aux sociétés par actions ayant deux années d'existence et qui ont établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires, et dont le capital est entièrement libéré* ».

Ces conditions ne s'appliquent pas aux émissions obligataires bénéficiant, de la garantie de l'Etat ; de la garantie des personnes morales de droit public ; du gage des titres de créance sur l'Etat ou sur les personnes morales de droit public et de la garantie des sociétés remplissant les dites conditions.

Les textes réglementaires régissant l'appel public à l'épargne sont : Le code de commerce ; Décret législatif N° 93-10 du 23/05/1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ; Règlement COSOB N°96-02 du 22/06/1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission des valeurs mobilières ; Instruction COSOB N°97-03 du 30/11/1997, portant application du règlement cité ci-dessus.

L'appel public à l'épargne est régi par une réglementation stricte édictée par la COSOB. Les émetteurs sont astreints à la présentation d'un dossier spécifique contenant, entre autres, une notice d'information, accompagnée d'un prospectus, donnant toute l'information nécessaire sur l'opération à effectuer en vue de l'obtention du visa de l'autorité du marché.

À noter que le visa de la commission ne comporte pas d'appréciation sur l'opération proposée, mais il porte seulement sur la qualité de l'information et sa conformité avec la législation et la réglementation en vigueur.

Une fois la notice d'information visée par la COSOB, intervient la phase de lancement de l'emprunt obligataire ; une convention est alors signée entre la société émettrice et un intermédiaire financier (généralement une banque), en qualité de chef de file, cette dernière sera tenue de constituer un syndicat d'émission regroupant plusieurs banques, qui agissent soit comme simples intermédiaires (grâce à leur guichets), soit comme garant du placement(les titres invendus sont alors achetés par les membres du syndicat« prise ferme »).

6.2. Emission institutionnelle

L'émission institutionnelle est destinée uniquement aux institutions financières, notamment les banques et les compagnies d'assurance.

En Algérie, la plupart des émissions est destinée à cette catégorie d'investisseurs car ces institutions génèrent des trésoreries importantes qu'elles emploient dans les investissements attractifs notamment les émissions obligataires. Les titres émis sont négociés sur un marché de gré à gré, non localisé. Sur ce marché sont émis des obligations selon la technique de l'adjudication à la Hollandaise ou bien de la prise ferme.

Le terme d'investisseurs institutionnels désigne les banques, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, le Fonds Communs de Placement (FCP) ou la SICAV, l'institut de prévoyance, les mutuelles, les associations, les fondations, les caisses de congés payé et les institutions spéciales. Généralement ces actionnaires ne détiennent que des participations très minoritaires (moins de 10%)¹ dans des entreprises cotées. Leur rôle est cependant majeur car ce sont des acteurs qui dans une large mesure définissent la Valeur boursière des entreprises.

Ces organismes financiers collectent l'épargne des particuliers pour la placer en valeurs mobilières. Ces organismes collecteurs de l'épargne placent leurs fonds sur les marchés pour leur compte propre ou celui de leurs clients (particuliers, fonds de pensions, assurés, etc.). Ils sont tenus institutionnellement de placer à long terme une part importante de leurs ressources. Leur solvabilité est garantie par ces investissements en valeurs mobilières (principalement en actions et obligations), en immobilier ou encore en matières premières.

Pour l'émission institutionnel, dès que l'émetteur est en possession du visa de la COSOB, sa banque chef de file adresse aux investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, SICAV, OPCVM, etc.) la notice d'information sur l'émission et une invitation pour assister à une séance d'information.

Lors de cette séance, l'émetteur présente la situation actuelle de la société, ses projets et ses besoins de financement. Le chef de file informe la présence de la date d'adjudication, le lieu de tenue de la séance, le nombre, la valeur nominale et la catégorie des titres, nombre de tranches, montant à émettre par tranche, date de jouissance et d'échéance de chaque tranche, coupon et mode de souscription. Le conseiller financier de l'entreprise (c'est le cabinet de conseil de l'entreprise) peut intervenir pour expliquer certains choix quand à la structure de l'émission, les informations communiquées, etc.

Entre cette séance d'information et le jour d'adjudication, le chef de file et le conseiller actionnent pour démarcher les investisseurs institutionnels.

Le jour de l'adjudication, et en présence des représentants de l'émetteur et de la COSOB, les investisseurs institutionnels présentent leurs offres sous plis fermés. Ensuite, le représentant du chef de file centralise les offres.

Chaque acheteur sera servi au prix qu'il a demandé. L'émetteur commence par servir les adjudicataires ayant proposé les prix les plus élevés (donc par coût croissant), jusqu'à concurrence du montant global prévu à l'émission. Un prix moyen et un taux de rendement moyen seront déterminés à la fin de l'adjudication.

¹ N.DESBARRIERES, *Op. Cit.*, p. 25.

$$\text{Prix moyen} = \frac{\sum_{i=1}^n M_i \times P_i}{\sum_{i=1}^n M_i} \dots \dots \dots^1$$

Tel que M_i et P_i représentent respectivement le montant et le prix proposé par la banque «i».

L'objectif de cette technique est de vendre au meilleur prix les nouveaux titres émis, cependant l'émetteur prend le risque de payer plus cher le volume de fonds levés. Le risque du souscripteur est de ne pas percevoir des titres s'il propose des prix trop bas, ou bien de payer trop cher le titre.

Section 3 : Les émetteurs présents sur le marché obligataire algérien

On distingue deux compartiments du marché obligataire algérien : Le marché obligataire des valeurs du Trésor et le marché obligataire Corporate. Dans cette section on présentera ces deux compartiments à travers leur composition, les agents intervenants ainsi que l'évolution et les émetteurs présents sur le marché corporatif.

I. Présentation du marché corporatif et le marché des valeurs de Trésor algérien

Le marché des obligations en Algérie est composé d'un marché corporatif pour les entreprises et d'un marché pour les valeurs de Trésor.

1. Le marché obligataire corporatif Algérien

Les entreprises et les institutionnels, notamment les banques, ont enregistré des liquidités importantes ces dernières années qu'elles emploient dans des investissements obligataires étant donné que ceux-ci engendrent des coûts moins onéreux par rapport aux autres financements.

Ces dernières années plusieurs entreprises publiques et privées ont eu recours au marché corporatif afin d'obtenir des fonds pour leurs investissements.

1.1. Compartiment du marché obligataire Corporatif

Le marché obligataire corporatif comprend : le marché primaire et le marché secondaire.

1.1.1. Le marché primaire

Le marché primaire étant le marché du neuf, les titres nouveaux sont émis pour la première fois sur ce compartiment, permettant ainsi l'émergence de nouveaux émetteurs. L'émission des obligations peut être réservée au grand public (appel public à l'épargne), ou bien à un groupe restreint (institutionnel).

¹ H. ASPARRE, « Apprendre la Bourse », Ed. Edouard Valys, Paris, 2005, p. 100.

Le marché d'émission des valeurs mobilières a été mis en place en Algérie lors du lancement de la première opération d'emprunt obligataire « Sonatrach » en Janvier 1998.

1.1.2. Le marché secondaire

Les obligations introduites sur le marché primaire, vont être négociées ou échangées sur le marché secondaire : soit sur le marché réglementé (bourse), soit sur le marché de gré à gré.

Le marché secondaire en Algérie a été mis en place le 25 Mai 1997, date de création de la « SGBV » (Société de Gestion des Valeurs Mobilières) ; quelques temps après la création du marché primaire.

Cette évolution a donné quelque peu de soulagement aux investisseurs sur le marché du Trésor. Auparavant, les entreprises avaient le droit d'acheter des titres mais pas de les négocier et ainsi de profiter des opportunités d'arbitrage et d'augmenter leurs profits. Mais avec la création de ce marché, l'investisseur potentiel peut suivre la tendance du marché et négocier les titres par l'intermédiaire des SVT, ceux-ci font le rapprochement entre les acheteurs et les vendeurs.

La bourse d'Alger est un marché centralisé et dirigé par les ordres, ce marché n'est pas compartimenté et tous les titres introduites sont négociés dans un marché officiel unique, il est aussi limité dans un lieu précis : salle de parquet ou doivent se réunir les « IOB » pour confronter les ordres.

1.2. Les acteurs du marché corporatif

Nous pouvons recenser six intervenants. Nous avons déjà développé chaque catégorie précédemment. Brièvement on peut les citer :

- Emetteur : Demandeurs de fonds, ils offrent des titres ;
- Investisseurs : Pourvoyeurs de fonds, ils demandent des titres ;
- Les intermédiaires : Exécutent les ordres ;
- La société de marché : Gère et organise les séances de bourse ;
- Le dépositaire central de titres : administre les comptes titres ;
- L'autorité de marché : Régule et réglemente le marché.

2. Le marché des valeurs du Trésor

L'Etat sollicitait souvent la Banque Centrale pour financer son fonctionnement et ses investissements. Or ce procédé se révèle expansionniste (création monétaire) et inflationniste, alors que c'est contraire même à la politique de la Banque Centrale qui elle, vise à préserver la stabilité des prix.

En effet, étant donné la crise financière dans laquelle était plongé le pays quelques années auparavant et avec le programme tracé communément avec le FMI, qui consistait à développer l'économie et le secteur financier en particulier, l'Etat s'est engagé à respecter ce programme. A cet effet, la création de ce marché était indispensable pour promouvoir le secteur financier.

Le marché obligataire des valeurs du Trésor permet à l'Etat d'éponger des ressources à court, moyen ou long terme en émettant des titres d'une valeur nominale de 1 000 000 DA. L'émission se fait sur le marché primaire, et la négociation des titres se fait sur le marché secondaire.

2.1. Compartiment du marché des valeurs du Trésor

Comme le marché Corporate, le marché des valeurs de l'Etat comporte deux segments : le marché primaire et le marché secondaire.

2.1.1. Le marché primaire des valeurs du Trésor

Le marché primaire où sont émises les valeurs du Trésor a été créé en Mai 1995, par ce fait, l'État émet les nouveaux titres sur ce marché en contrepartie de fonds qu'il devra employer dans le financement de ses déficits ou de ses besoins d'équipement.

La vente des titres se fait par la technique de l'adjudication à la Hollandaise (à prix demandé), ce qui met en concurrence les SVT pour une souscription des bons au taux le plus faible, garantissant ainsi au Trésor les conditions de financement les moins chères.

2.1.2. Le marché secondaire des valeurs du Trésor

Créé en mars 1998, le marché secondaire est rapidement devenu liquide puisque, sur 10 mois en 1998, les transactions ont atteint 9,8 Mds DA.

Le marché secondaire est animé par les Spécialistes en Valeurs du Trésor qui assurent le rôle d'intermédiation entre les acheteurs et les vendeurs des titres de l'Etat, c'est l'image dynamique du marché des valeurs du Trésor. Les SVT réalisent donc des opérations d'achat ou de vente soit pour leur propre compte ou bien pour la clientèle institutionnelle.

2.2. Les acteurs du marché des valeurs du Trésor

Les acteurs qui prennent part au marché des valeurs du Trésor sont :

- L'autorité du marché : représentée par la Direction Générale du Trésor (DGT) ;
- L'émetteur : le Trésor Public ;
- Les souscripteurs: les banques, établissements financiers, investisseurs institutionnels, etc. ;
- Les intermédiaires : les SVT agréés par le Trésor ;
- L'organisme de règlement des transactions occupé par la Banque d'Algérie qui sert de teneur de compte au Trésor Public ;
- L'organisme officiel de conservation des titres représenté aussi par la Banque d'Algérie chargée du règlement-livraison des titres.

2.3. Les titres du Trésor

Au moment présent, il existe trois principaux types de titres sur le marché des valeurs du Trésor, classés par maturité :

2.3.1. Les Bons du Trésor en Compte courant (BTC)

Les BTC sont des titres à court terme, émis par le Trésor Public pour faire face aux décalages momentanés en Trésorerie, servant des intérêts précomptés (à leur émission). Ils sont facilement négociables sur le marché secondaire et ne comportent pratiquement aucun risque.

Les titres BTC diffèrent par rapport à leur échéance. Nous distinguons deux types de BTC :

- Les BTC à très court terme ayant une échéance de 13 semaines (03 mois);
- Les BTC à 26 semaines (06 mois).

2.3.2. Les Bons du Trésor Assimilables « BTA »

Ce sont des titres à moyen terme qui servent des intérêts post comptés (annuels) à taux fixe. Les BTA sont émis par adjudication pour des durées de 1, 2, 3 et 5 ans.

2.3.3. Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)

Les OAT représentent des titres du Trésor émis pour une longue durée afin de pallier aux besoins d'équipement. Ce sont des titres assimilables émis une fois dans l'année (il peut y avoir des réouvertures). Ils servent des intérêts annuels à taux fixe, calculé sur une base de 360 jours.

L'émission se fait par voie d'adjudication selon un calendrier annuel publié chaque année par la Direction Générale du Trésor. Les soumissions en OAT s'effectuent en prix, au pied du coupon exprimé en pourcentage du nominal.

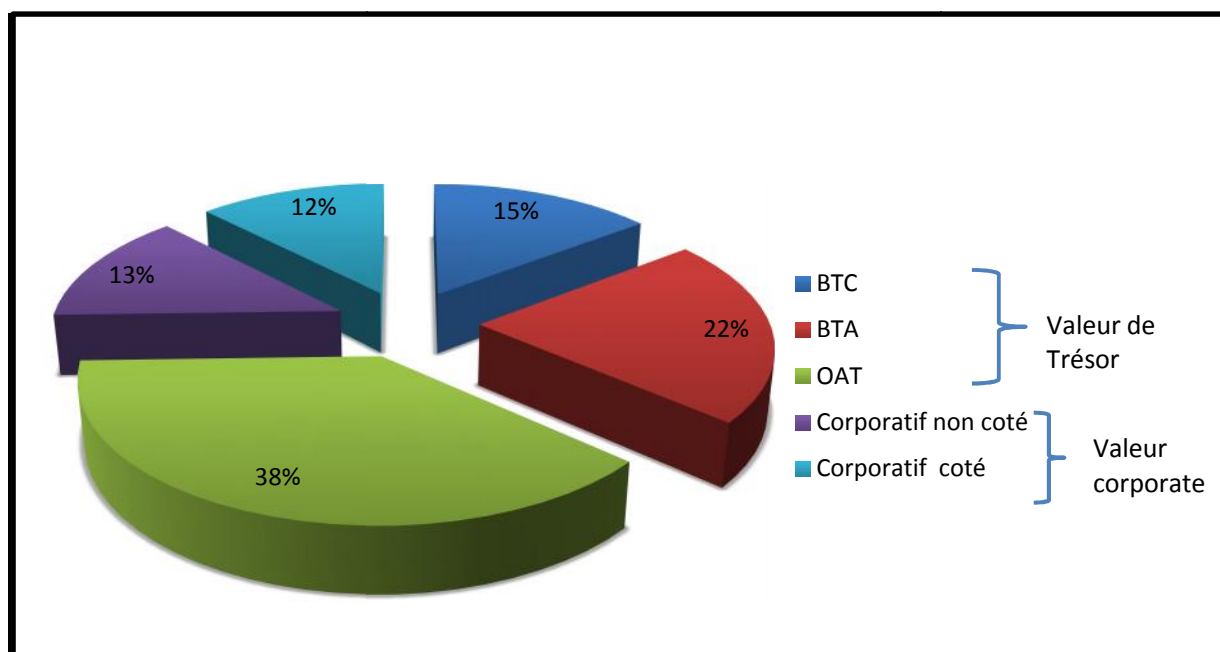
Par ailleurs, les OAT qui sont émises sur le marché à la date d'aujourd'hui sont celles de 7, 10 et 15 ans.

Nous avons assisté durant l'année 2008 à l'inscription de ces valeurs à la cote de la bourse, dans le but de dynamiser celle-ci et lui donner un nouveau souffle.

Ce compartiment contient 15 lignes qui se négocient trois fois par semaine à savoir les lundis, mardis et mercredis. Le schéma suivant indique la part des obligations corporatives ainsi celle des valeurs du Trésor¹ :

¹ Source : Rapport annuel de la COSOB 2010.

Graphe N° 11 : Composition du portefeuille obligataire de marché en 2010(vente de titres)



Source : Représentation élaborée par nos soins à partir des rapports annuels de la COSOB 2010.

Nous observons que le marché est constitué principalement des valeurs du Trésor. En effet, celles-ci représentent 75% de l'encours global du marché : Cette situation n'est pas étrange, l'Etat est le premier opérateur économique qui dépense le plus avec un besoin très important.

La deuxième place revient aux obligations corporatives institutionnelles qui représentent 13% du total du marché suivi par les obligations corporative cotées avec une part de 12%.

En effet seuls 5 titres obligataires parmi les 25 émis sur le marché corporatif font l'objet d'une cotation en bourse. Ceci s'explique par le fait que les entreprises publiques ou privées préfèrent relever les fonds auprès des institutionnels que de recourir à l'appel public à l'épargne car cette procédure coûte plus chère.

II. Les émetteurs sur marché obligataire corporatif

Avant l'année 2003, le marché obligataire touchait un cercle très restreint d'entreprises qui venaient investir sur le marché. Mais depuis, '**les temps ont changé**' : la mise en place d'un marché complet et suffisamment organisé a incité les sociétés à financer leurs besoins en capitaux à des coûts très favorables.

De plus, les mesures règlementaires engagées par le gouvernement à l'image de l'article 44 de la loi de finances 2006 ainsi que permet aux sociétés émettrices de titres d'emprunts pour une durée minimale de 5 ans de bénéficier de l'exonération fiscale¹.

¹ L'exonération s'applique aux emprunts émis à partir du 1^{er} Février 2003.

Cette disposition a contribué de manière efficace à l'élargissement du marché obligataire aux entreprises privées. En effet, en l'espace de trois ans (de 2003 à 2006), neuf entreprises ont eu recours au marché obligataire pour le financement de leurs projets. Par ailleurs, le premier emprunt émis en Algérie fut celui de la Sonatrach en 1998. Cette année fut celle de la création du marché de négociation des titres (le marché secondaire). Ensuite, à partir de 2003, sont venues les émissions de : SRH, Air Algérie, Sonelgaz , ENTP, Algérie TELECOM, ENAFOR, CEVITAL et ALC et celle du MLA en 2012.

1. Les émetteurs publics présents sur le marché obligataire

La première entreprise algérienne à s'être engagée dans ce genre d'opération est bien évidemment la compagnie Sonatrach. Cette compagnie n'avait pas vraiment besoin de 5 milliards de dinars (M DA) pour financer ses investissements. Le lancement de son emprunt obligataire, le 9 décembre 1998, était beaucoup plus une sorte de « coup de pouce » à un marché financier algérien en balbutiement. Pour une durée de 5 années (échéance prévue pour le 9 décembre 2003), les obligations de Sonatrach (au nombre de 50.000) ont chacune une valeur nominale de 100.000 DA avec un taux d'intérêt de 4% et « les titres sont négociables sur le marché hors bourse entre les intermédiaires habilités ». Pour ce cas, la banque accompagnatrice est la Banque Extérieure d'Algérie (BEA)¹. D'autres entreprises et institutions se sont, par la suite, lancées dans cette opération parmi lesquelles nous distinguons:

1.1. La Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)

La société de refinancement hypothécaire est un établissement financier chargé de refinancement des crédits immobiliers octroyés aux ménages pour l'achat d'un logement neuf, la restauration ou la construction d'une habitation par les banques et les établissements financiers. La SRH a été créée en décembre 1997, son capital social initial était de 3.290.000.000 DA, augmenté en avril 2003 à 4.165.000.000 DA. Il est détenu par le Trésor Public, les banques et compagnies d'assurances.

En juillet 2003, elle a eu recours au marché obligataire pour lever les fonds nécessaires pour permettre à la BDL de refinancer les crédits immobiliers octroyés à la clientèle des particuliers. L'emprunt d'un montant de trois milliards de dinars porte sur l'émission de 300 000 obligations d'une valeur nominale de 10 000 DA qui se répartissent comme suit : 100 000 obligations d'une durée de 03 années rémunérées à 4% l'an et qui prendra échéance 15 juillet 2006, et 200 000 obligations d'une durée de 05 années rémunérées à 5% l'an, échéance 15 juillet 2008. Les souscripteurs à cet emprunt sont : CNEP, CNAC, SAA, BDL, CPA, BEA, CAAR, Célim SICAV et CAAT.

Contrairement à l'emprunt obligataire de la Sonatrach, cet emprunt ne concerne pas le marché boursier (marché secondaire) mais plutôt le marché primaire.

¹ Toutes les informations concernant les émetteurs publics et privés sont issues des notices d'informations des emprunts obligataires émis par les sociétés citées.

C'est un placement privé destiné à des investisseurs institutionnels. Pour cette opération, les opérateurs admis à la soumission sont constitués par les banques, les compagnies d'assurance, les établissements financiers, les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB), et les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT).

1.2. Air Algérie

Air Algérie est une compagnie nationale de transport aérien très active sur le marché obligataire en raison de l'importance des montants qu'elle a prélevés en vue du financement des investissements en moyens de transport aérien. La qualité de service est la principale préoccupation de cette compagnie.

La compagnie aérienne a été la première à émettre un emprunt obligataire en Avril 2004 remboursable en séries annuelles constantes puisqu'auparavant, les titres étaient remboursables *in fine*.

En Décembre de la même année, l'entreprise a procédé à une émission à coupons progressifs afin d'attirer les investisseurs sur le long terme d'autant plus que les titres étaient exonérés d'impôts. En plus, le principe des coupons progressifs protège l'investisseur contre d'éventuelles pertes suite à une augmentation de taux d'intérêt. Elle a aussi initié l'option de remboursement par anticipation pour la première fois lors de l'émission du 18 Mai 2005.

Outre les innovations par lesquelles Air Algérie s'est distinguée, les montants qu'elle a émis étaient très importants. En effet, sur l'ensemble des emprunts, l'entreprise a émis un montant total de 41 600 000 000 DA, soit près de **27%** de l'encours global sur le marché.

1.3. SONELGAZ

La Société Nationale d'Electricité et de Gaz est une société de services publics, en situation de monopole sur le marché algérien. Sonelgaz était en 2005 relativement peu endettée, et après a pu lever des fonds pour réaliser les investissements nécessaires au développement des infrastructures de transport de gaz et d'électricité.

Le groupe Sonelgaz est devenu un émetteur régulier sur le marché obligataire. En effet, l'émetteur a initié 10 emprunts obligataires avec un montant global de 87,55 milliards DA, ce qui lui confère le titre du premier emprunteur sur le marché financier. Il a eu recours aussi aux deux types d'émission : l'appel public à l'épargne et l'émission institutionnelle.

L'assimilation est une innovation de Sonelgaz puisque la technique a été mise en pratique pour la première fois sur le marché obligataire corporatif. La tranche échéant le 27/12/2011 a été rouverte pour cette émission et a permis de recueillir pas moins de 1,8 Milliards de dinars en mars 2005, venant ainsi compléter le montant levé en Décembre de 8 Milliards DA.

1.4. Algérie Télécom

ALGERIE TELECOM, est une société par actions à capitaux publics opérant sur le marché des réseaux et services de communications électroniques. Elle a eu recours au marché obligataire pour lever les fonds nécessaires afin de financer principalement le développement d'infrastructures de téléphonies mobiles, ceci pour un montant de 26.5milliards de DA pour les deux emprunts d'émissions différentes : un par un appel public à l'épargne et l'autre par une émission institutionnelle.

1.5. Entreprise Nationale de Forage (ENAFOR)

Filiale de Sonatrach, intervenant dans le secteur para pétrolier, elle est membre de l'association internationale des entrepreneurs de forage (International Association of Drilling Contractors « I.A.D.C »). ENAFOR est une S P A au capital social de 4.000.000.000 DA a eu recours au marché obligataire institutionnel pour un montant de huit 14 milliards de dinars pour le financement du son programme d'investissement.

1.6. Entreprise National des Travaux aux Puits (ENTP)

Filiale de Sonatrach, SPA au capital social de 6.500.000.000 DA, intervenant dans le secteur para pétrolier(le forage et l'entretien des puits de pétrole, de gaz naturel et d'eau.), L'Entreprise Nationale des Travaux aux Puits, par abréviation ENTP, occupe une place dominante sur un marché algérien du forage en plein développement soutenu par un prix du pétrole toujours plus élevé sur les marchés internationaux. L'entreprise a revu à la hausse son programme d'investissement afin d'accroître ses capacités opérationnelles et répondre à la demande exprimée par son principal donneur d'ordre, la Sonatrach. L'ENTP a décidé de financer ce programme d'investissement par l'émission successive de plusieurs emprunts obligataires sur le marché national d'un montant global de 17 milliards de DA.

2. Les émetteurs privés présents sur le marché obligataire

Le recours des entreprises privées algérienne au marché obligataire était en 2006 par une société de leasing et depuis d'autres ont contracté des fonds pour financer leur cycle d'investissement. A travers ce point nous recensons les différentes sociétés privées sur le marché obligataire algérien.

2.1. La société Arabe Leasing Corporation (ALC)

La société à été créée en octobre 2001, et a obtenu son agrément de la Banque d'Algérie en février 2002 en qualité d'établissement financier spécialisé. Ses principaux actionnaires sont : Arab Banking Corporation Algérie (34%), Société Arabe d'Investissement (25%), CNEP Banque (20%), Société Financière Internationale (7%).

Elle était la première société privée à recourir au marché obligataire avec deux emprunts : un en 2006 pour un montant de 3.65 milliards de DA, et un deuxième en 2007 pour un montant de 3.3 milliards de DA destinés à un public restreint (institutionnel).

2.2. CEVITAL

CEVITAL SPA, est une entreprise algérienne, créée avec des fonds privés en 1998. Le capital social de la SPA a été porté à 6 milliards de dinars. Cevital est spécialisée dans l'industrie agroalimentaire, elle possède une raffinerie d'huile alimentaire et une raffinerie de sucre à Béjaïa, elle est la première société privée dans l'industrie de raffinage d'huiles brutes sur le marché algérien. Actuellement seconde entreprise algérienne par le chiffre d'affaires après Sonatrach.

Pour accompagner son développement, Cevital a eu recours au marché obligataire à travers un emprunt d'un montant de 5 milliards de DA en janvier 2006, ceci par une émission institutionnelle.

2.3. DAHLI

L'émetteur a pour dénomination sociale: «Daewoo Algérie Hôtellerie Loisirs Immobilier» en abrégé «DAHLI ». C'est une société par actions au capital social de 20 882 040000 DA qui active principalement dans le secteur de l'hôtellerie, l'immobilier et des loisirs.

La société SPA DAHLI est la première entreprise du secteur privé à avoir reçu un visa pour émettre un emprunt obligataire destiné au grand public. En s'adressant au marché obligataire, la société compte lever les fonds nécessaires au financement de trois projets, à savoir un parc aquatique, un appartement Hôtel et une Marina (port de plaisance) qui feront partie de la nouvelle cité des affaires ALGER MEDINA.

L'émission porte sur un montant de 8 300 000 000 DA répartis en obligations d'une valeur nominale de 10 000 DA chacune, d'un intérêt progressif et d'une durée de 7 ans.

L'emprunt obligataire au grand public de DAHLI est admis à la cote de la bourse d'Alger le 16 mars 2009.

2.4. ETRHB HADDAD

Le Groupe ETRHB-Haddad Spa fait partie des plus grandes entreprises algériennes de travaux publics. riche d'une expérience de quinze années dans les secteurs des travaux routiers, autoroutiers, hydrauliques et bâtiment, elle a participé à la réalisation d'importants ouvrages d'art (trémies, ponts, tunnels), de barrages et de transferts d'eau, et travaille actuellement sur des projets d'infrastructures de référence (autoroute est-ouest, voies ferrées, tramway d'Alger) en partenariat avec des entreprises étrangères de renommée internationale.

Pour faire face à un plan de charge important sur les cinq prochaines années, l'entreprise a élaboré un programme d'investissement destiné à renouveler et accroître son parc d'engins et équipements de travaux publics, à renforcer son activité bitumes, et à développer un nouveau segment d'activité dans la construction de charpentes métalliques.

Afin de diversifier ses sources de financement et tirer profit des conditions avantageuses du marché obligataire national, le groupe ETRHB-Haddad Spa a décidé de financer partiellement son programme d'investissement par l'émission d'un emprunt obligataire institutionnel d'un montant de 06 milliard DA.

2.5. La société EEPAD.TISP

Le Conseil d'Administration de l'Etablissement d'Enseignement Professionnel À Distance. Télécom Internet Service Provider», en abrégé « E.E.P.A.D. TISP », réuni le 20 octobre 2006, a décidé par utilisation partielle de l'autorisation de l'Assemblée Générale, le lancement d'un emprunt obligataire auprès des institutions financières. L'émission porte sur un montant maximal de cinq cent millions de dinars algériens (500.000.000 DA), répartis en cinquante mille (50.000) obligations d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000 DA) chacune.

2.6. Maghreb Leasing Algérie

Maghreb Leasing Algérie, (MLA), est une société par action, filiale du groupe financier Tunisie Leasing et d'Amen Bank, qui a émis un emprunt obligataire destiné aux investisseurs institutionnels de deux milliards de dinars à compter de juillet 2012 d'une durée de cinq années.

L'emprunt est divisé en 200 000 obligations ordinaires de 10 000 DA chacune, libellées « au porteur et inscrit en compte ». Le remboursement se fera sur une base annuelle constante de 20% du total souscrit, avec un coupon (taux intérêt) à taux fixe à déterminer avec le syndicat des banques qui accordent la garantie.

L'emprunt est adossé à une garantie financière inconditionnelle, irrévocable et il est accordé à première demande à trois institutions financières. Il s'agit de la SFI (filiale de la Banque Mondiale) qui intervient à hauteur de 50%, de BNP Paribas El Djazair et de HSBC Algérie qui interviennent chacune avec 25%.

III. Les différentes émissions sur le marché obligataire algérien

Au cours des deux dernières décennies, le marché des obligations s'est fortement développé en Algérie sous la pression :

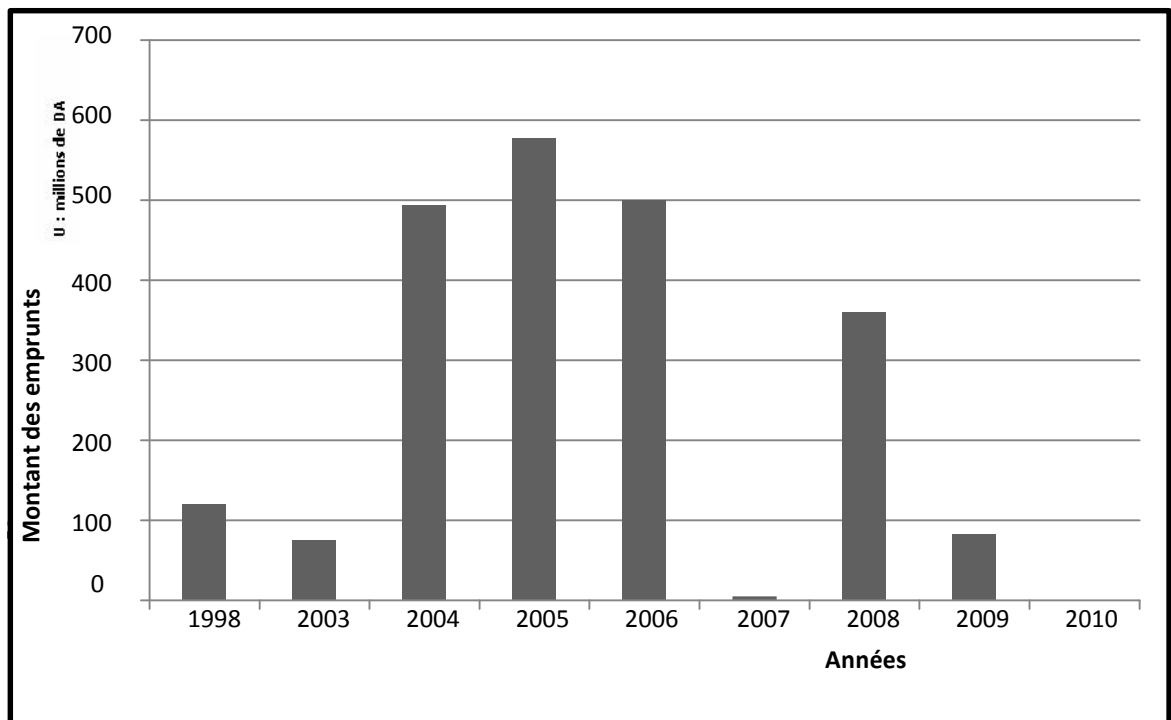
- Des besoins de financement importants de l'État et de la nouvelle gestion de la dette publique ;
- Des besoins de capitaux des entreprises publiques ;
- De l'appel croissant des établissements de crédit aux ressources longues, encouragé d'ailleurs par les pouvoirs publics ;
- Les contraintes prudentielles issues de Bâle III et la crise financière entraînant le désengagement des banques du financement de l'économie.

A travers ce point, nous présenterons l'évolution historique des émissions obligataires sur le marché algérien.

1. Evolution et historique des émissions corporatives de 1998 à 2010

Le marché obligataire corporatif a été sollicité par plusieurs entreprises privées et publiques durant la période 1998-2010. A ce jour, on a vu émettre quelques 25 titres (en déduisant ceux qui sont échus) sur le marché obligataire corporatif. Seuls 5 sont cotés en bourse, soit 48% du total existant sur ce marché. Le graphe suivant illustre l'évolution effective du marché Corporatif :

Graphe N°12 : Evolution des émissions corporatives de 1998 à 2010



Source: Représentation élaborée à partir des rapports annuels de la COSOB

Année 1998

La première firme qui a eu recours à l'émission obligataire est Sonatrach en 1998, avec une émission de titres pour une durée de 5 ans et un taux de coupon très élevé de 13%. Bien évidemment, cette émission était vue comme une sorte d'expérience afin d'inculquer la culture d'investissement sur le marché obligataire vu qu'elle procure un rendement plus qu'attractif pour les investisseurs qui emploient ainsi leur surliquidité pour des conditions très avantageuses.

En outre, cette opération s'est avérée un succès pour Sonatrach puisque la firme a pu récolter quelque 12 Milliards de DA en 15 jours, alors que le montant initial était de l'ordre de cinq 05 Milliards de DA pour une période de souscription de 45 jours¹.

¹ Les informations sur l'évolution du marché obligataire algérien sont obtenues des Rapports annuels de la COSOB, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.

Année 2003

Depuis 1998, le marché n'a enregistré aucune émission, jusqu'à celle de SRH (Société privée de Refinancement Hypothécaire) en date du 15/07/2003 en deux tranches, puis Sonatrach à nouveau en 2003. Cette année a été celle de la découverte réelle du marché obligataire.

En 2003, les taux de rendement affichaient des chiffres entre 3% et 4% (emprunt SRH pour les deux tranches et Sonatrach). Cependant, le marché institutionnel a connu un fléchissement des taux de rendement depuis 2004 du fait de la surliquidité qui a caractérisé le système financier et bancaire et du manque des produits de placement.

Cependant, cette réussite n'a pas duré trop longtemps, puisque le marché local s'est éteint et n'a enregistré aucune émission obligataire pendant cinq longues années.

Années 2004-2005-2006

Cette période est celle de la véritable expansion du marché financier qui était jusque là dominé par le marché des valeurs du Trésor. Les années qui s'en suivent (2004, 2005 et 2006) ont vu l'introduction de pas moins de 7 entreprises sur le compartiment obligataire et l'introduction de 3 titres en bourse.

Les premiers mandats décrochés ont été le financement de Air Algérie (2004- 2005) : 42 milliards DA (en 3 grosses émissions dont une au grand public). C'était la première fois que les Algériens achetaient des obligations en dehors de l'emprunt test de Sonatrach en 1998. Voyant cela, d'autres grandes entreprises ont voulu s'y mettre : Sonelgaz ,46 milliards en 3 émissions dont une grand public, en 2004-2005, Sonatrach et certaines de ses filiales, et Algérie Telecom en septembre 2006.

Et de coté privée la société Arabe Leasing Corporation (ALC) avec le lancement de deux emprunts. Elle était la première société privée à recourir au marché obligataire avec deux emprunts : un en 2006 pour un montant de 3.65 milliards de DA, et l'autre en 2007 qui sont destinés à un public restreint (institutionnel).

Effectivement, le marché a enregistré une diminution des taux de rendement au cours de l'année 2004 suite à la surliquidité qui caractérisait la sphère financière et le manque de produits financiers de placement.

Cette situation a amené les banques principalement à proposer des cours relativement élevés lors des opérations d'adjudication organisées sur le marché primaire afin d'arriver à souscrire les titres proposés.

Ensuite, durant l'exercice 2005, il a été constaté un phénomène de correction des taux de rendement qui peut être expliqué par les points suivants :

- Les règles prudentielles régissant l'activité des institutionnels bancaires délimitant leurs capacités à prendre part au financement des entreprises ayant un recours régulier au marché. On citera notamment le ratio Cook (adéquation des F.P.>08%), le ratio de concentration des risques (la banque ne peut accorder à un seul bénéficiaire plus de 25% des Fonds Propres) et le ratio de diversification des risques (les crédits accordés dont le montant dépasse 15% des fonds propres ne doivent pas atteindre 10 fois le montant des fonds propres) ;
- La surliquidité institutionnelle était de nature conjoncturelle (de courte durée). Ce qui n'est pas en adéquation avec les besoins du marché (besoins à moyen terme) ;
- Les obligations institutionnelles sont négociées de gré à gré dans des conditions peu transparentes réduisant ainsi leur liquidité et rendant le risque de transformation conséquent.

Année 2007

L'année 2007 a marqué un ralentissement de l'activité. Les cours des titres cotés en bourse ont connu un fléchissement après deux années de flottement au dessus du pair. En effet, les cours s'affichaient au pair (100% de la valeur nominale) sur le parquet de la bourse, ceci est dû à la simple contraction de l'offre et la demande dont les ordres étaient émis en général à la valeur 100%.

L'année 2007 a enregistré l'introduction en bourse du titre obligataire d'air Algérie. Ce titre vient enrichir le compartiment obligataire de sociétés et porter ainsi le nombre de titres obligataires cotés en bourse à trois. Parmi les emprunts réalisés en 2007 on cite celui d'EEPAD et CIVITAL.

Durant cette même année on a constaté l'arrivée à l'échéance des termes des emprunts obligataires d'Air Algérie et Algérie Télécom.

Année 2008

L'année 2008 a enregistré des cours variant entre 100% et 100.3% pour les titres cotés. Mais l'effet le plus marquant a été l'introduction en bourse du titre Sonelgaz 2008 relatif à l'emprunt lancé pendant la période allant du 01 juin au 30 juin 2008 avec à la clé un montant de 30 Milliards de DA récolté auprès du grand public et des établissements financiers (Accompagnement par la Banque Nationale d'Algérie en sa qualité de chef de file). Cet encours est considéré comme étant le montant le plus élevé qu'un émetteur «corporate» a pu lever sur le marché obligataire algérien jusqu'à cette année.

Avec la cotation de ces nouvelles obligations, la bourse d'Alger commence à retrouver un nouveau souffle grâce à un encours de 181,3 milliards de DA qui sans contexte apportera du volume aux transactions boursières et de la profondeur du marché boursier.

Année 2009

Durant l'année 2009, la Commission a délivré deux visas sur deux notices d'informations portant sur un montant de 31 milliards de dinars contre trois visas accordés en 2008 portant sur une émission d'un montant de 44,3 milliards de dinars.

Le premier visa a été accordé sur la notice d'information simplifiée du Groupe Sonelgaz pour un montant d'émission de l'ordre de 25 milliards de dinars ; le second a été accordé au Groupe ETRHB Haddad qui se présente pour la première fois sur le marché obligataire, pour un montant de six milliards de dinars.

En s'adressant au marché financier, le groupe ETRHB HADDAD devient la quatrième entreprise du secteur privé à émettre un emprunt obligataire. Les fonds levés, par adjudication et d'un montant de 6 milliards de dinars, vont servir au financement des investissements suivants :

- Travaux publics (station concassage + centrale d'enrobé + divers Matériels) : un montant total de 3,4 milliards de DA ;
- Bitumes (3 parcs à bitumes + matériels) : 1,9 milliards de DA ;
- Usine Charpente métallique à hauteur de 35% : 0,7 milliard de DA.

Le coupon annuel est de 4,10%., l'emprunt obligataire porte sur une maturité de 5 ans à partir de sa date de jouissance le 14 décembre 2009. L'emprunt obligataire est destiné aux investisseurs institutionnels.

L'année 2009 a été marquée par L'emprunt obligataire lancé par le groupe Daewoo Algérie hôtellerie, loisirs et immobilier (DAHLI) qui avait permis de lever que 2,36 milliards de dinars au lieu des 8,3 milliards espérés.

C'est la première fois dans l'histoire du marché financier national qu'un opérateur privé à eu à recourir à une émission d'obligations destinées à la souscription du grand public, composé principalement de particuliers et d'entreprises.

Durant cette année, il est également constaté l'arrivée à échéance de trois emprunts obligataires. Il s'agit des emprunts obligataires émis par les émetteurs suivants : Air Algérie, EEPAD, Sonelgaz.

En conséquence aux opérations citées ci dessus, l'encours global des obligations disponibles s'élève au 31 décembre 2009, à 179,16 milliards de dinars contre 184,91 milliards de dinars en fin de l'année 2008, soit une baisse de l'ordre de 3,11%. Quant à l'encours des obligations cotées, il se situe, en fin de l'année 2009 à 84,04 milliards de dinars contre 81,68 milliards de dinars soit une augmentation de 2,36 milliards représentant l'emprunt obligataire grand public de la Spa DAHLI.

Année 2010

Durant cette année, il est constaté l'arrivée à échéance de quatre emprunts obligataires, totalisant un montant de 27,26 milliards de DA contre 14,11 milliards de DA en 2009. Il s'agit des emprunts obligataires émis par les émetteurs suivants :

Le premier emprunt obligataire de la société ENTP, celui d'Air Algérie, ENAFOR, et le deuxième emprunt obligataire du groupe Sonelgaz qui arrive à échéance sur les onze emprunts que compte l'émetteur.

Durant l'année 2010, la Commission a délivré un visa portant sur un montant de deux 02 milliards de dinars concernant l'établissement financier Maghreb Leasing Algérie (MLA).

En conséquence aux opérations citées ci dessus, l'encours global des obligations disponibles s'élève au 31 décembre 2010, à 151,89 milliards de dinars contre 179,16 milliards de dinars en fin de l'année 2009, soit une baisse de l'ordre de 15%.

Quant à l'encours des obligations cotées, il se situe, à la fin de l'année 2010 à 69,85 milliards de dinars contre 84,04 milliards de dinars en 2009 soit une diminution de 14,18 milliards représentant l'emprunt obligataire grand public de la compagnie Air Algérie, qui est arrivé à échéance le 1er décembre 2010.

Sachant que les besoins de l'économie algérienne en matière de financement de projets de développement sont importants et croissants alors que les banques ont montré des réticences concernant la prise en charge des prêts à accorder aux entreprises, car elles ne veulent pas prendre des risques. Un fonds de garantie clientèle devrait être installé durant l'année en cours au niveau de la bourse d'Alger où la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) est en train de préparer une introduction boursière de grands groupes privés opérant en Algérie.

Le Fonds clientèle aura pour objectifs :

- Garantir le remboursement ou l'indemnisation des investisseurs en bourse dans le cas d'une défaillance ou d'un impair commis par un Intermédiaire en Opération Boursière (IOB) ;
- Contribuer activement à l'essor de l'économie nationale en assurant la croissance et la stabilité financière dans le financement des projets de développement durable ;
- Encourager des investisseurs étrangers à intégrer la Bourse d'Alger.

Le marché obligataire globalement atteint le niveau de 209 milliards de dinars, dont 84 milliards de dinars sont cotés actuellement en bourse.

2. Présentation des obligations corporatives cotées

Les différents emprunts émis sur le marché corporatif algérien durant la période (1998-2006) se résument dans le tableau N°19 qui fait une description très succincte des émissions les plus importantes en termes de montant et de taux d'intérêt.

Les obligations admises à la cote officielle de la bourse d'Alger sont les cinq obligations corporatives suivantes :

- Air Algérie, les obligations émises le 01/12/2004 (AA10) ;
- Algérie Télécom, les obligations émises le 17/10/2006 (AT11) ;
- Sonelgaz, les obligations émises le 22/05/2005 (SZ11).
- Sonelgaz, les obligations émises le 01/06/2008 (SZ14) ;
- Dahli, les obligations émises le 11/01/2009 (Dh16).

La codification entre parenthèses est composée de deux lettres qui sont les initiales de l'émetteur, et de deux chiffres qui désignent l'année d'échéance.

Présentant d'abord la situation du marché, en nombre de titres et en valeurs nominales :

Tableau N°19 : Le marché des obligations corporatives cotées

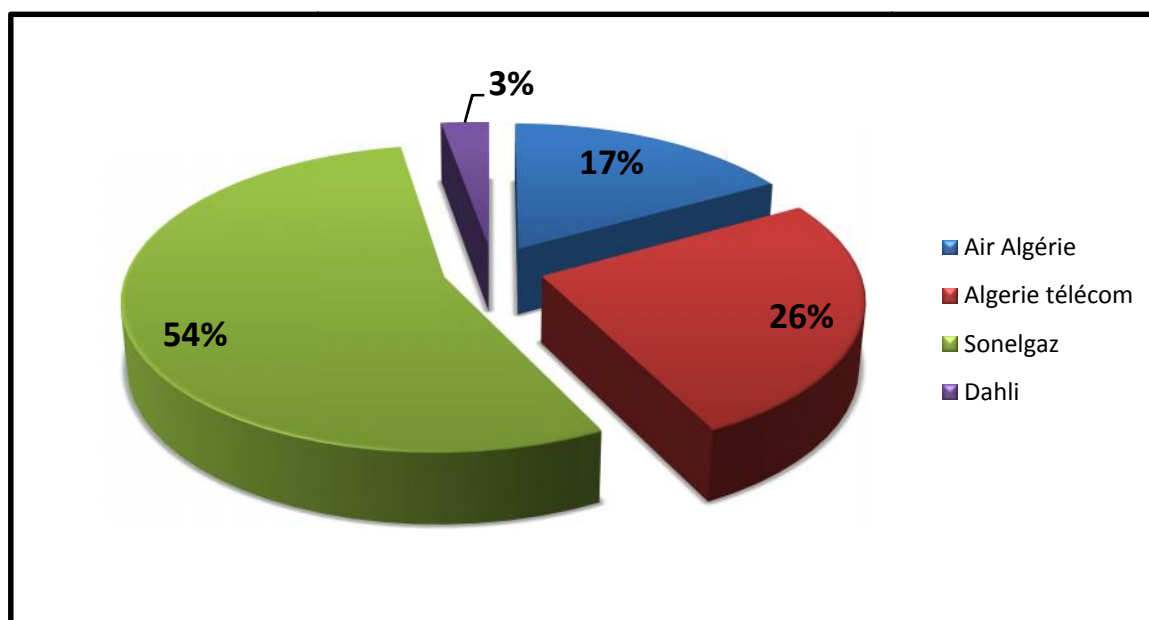
Titre	Code de la bourse	Date d'émission	Date d'échéance	Valeur nominale (DA)	Coupon	Quantité émise (DA)
Air Algérie	AA10	01/12/2004	01/12/2010	10000	Prog 3,75%; 6%	1418 412
Algérie Télécom	AT11	17/10/2006	17/10/2011	10000	Prog 4%; 7,9%	2159 856
SONELGAZ	SZ11	2/05/2005	2/05/2011	10000	Prog 3,5%; 7%	1 590 000
SONELGAZ	SZ14	01/06/2008	01/06/2014	10000	Prog 3,75% ; 6,5%	3 000 000
DAHLI	DH16	01/01/2009	11/01/2016	10000	Prog 4%; 6,75%	236 014

Pro : progressif

Source : COSOB, Guide des valeurs mobilières, 2009.

Le graphe ci-après représente la part du marché des différentes obligations cotées sur le marché corporatif algérien.

Graphe N°13 : Composition du portefeuille corporatif coté du marché



Source : à partir des rapports annuels COSOB.

Le marché des obligations corporatives cotées est constitué principalement des valeurs de Sonelgaz émetteur régulier sur le marché. En effet, ceux-ci représentent plus que 50% de l'encours du marché corporatif coté.

3. Présentation des obligations corporatives non cotées

Le tableau N°20 présente les titres obligataires non cotés en bourse des entreprises publiques et privées algériennes.

Tableau N°20 : Le marché des obligations corporatives non cotées
Quantité : En milliards de dinars

Titre	Date d'émission	Date d'échéance	Nominal	Coupon	Quantité
ALS/11	19/07/2006	19/07/2011	10 000	3,85%	255 000
ALS/12	20/07/2006	19/07/2012	10 000	4,00%	110 000
ALS/12	11/01/2007	19/07/2012	10 000	3,85%	330 000
CIVITAL/A11	18/01/2006	18/01/2011	10 000	3,75%	293 000
CIVITAL/B11	18/01/2006	18/01/2011	10 000	4,00%	207 000
ENAFOR/10	11/12/2005	11/12/2010	10 000	3,00%	408 000
ENAFOR/11	11/12/2005	11/12/2011	10 000	3,50%	392 000
ENAFOR/13	07/04/2008	07/04/2013	10 000	3,75%	600 000
ENTP/11	14/06/2006	14/06/2011	10 000	3,30%	445 000
ENTP/A12	14/06/2006	14/06/2012	10 000	3,50%	355 000
ENTP/B12	06/12/2007	06/12/2012	10 000	3,85%	400 000
SZ/10	27/12/2004	27/12/2010	10 000	3,25%	400 000
SZ/A11	27/12/2004	27/12/2011	10 000	3,50%	800 000
SZ/B11	27/12/2005	27/12/2011	10 000	3,50%	180 000
SZ/14	31/03/2005	31/03/2014	10 000	4,00%	330 000
SZ/16	31/03/2005	31/03/2016	10 000	4,20%	490 000
SZ/15	16/05/2006	16/05/2015	10 000	4,65%	600 000
SZ/17	16/05/2006	16/05/2017	10 000	4,85%	565 000
AA/11	18/05/2005	18/05/2011	10 000	4,00%	1 313 000
HADDAD	10/12/2009	10/12/2014	10 000	4,10%	600 000

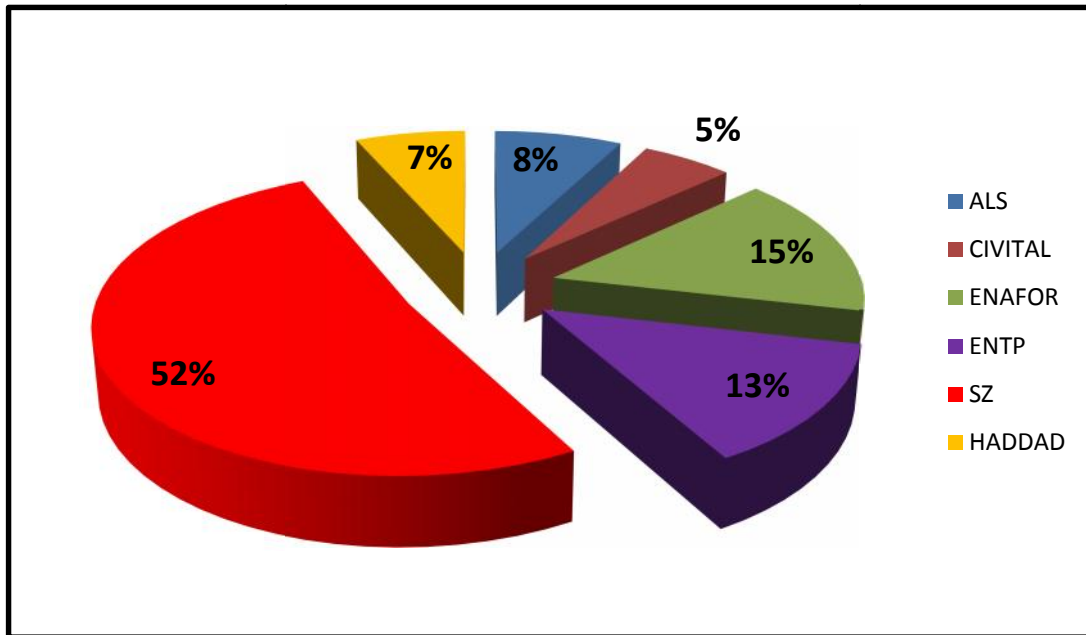
Source : à partir des rapports annuels COSOB.

La codification entre parenthèses est composée de deux lettres qui sont les initiales de l'émetteur et de deux chiffres qui désignent l'année d'échéance.

Une fois de plus les valeurs Sonelgaz présentent une plus grande part de 39% des émissions sur le marché corporatif (coté et institutionnel). Cette part importante se justifie par les grands projets d'investissement engagés par la société dans le domaine d'énergie électrique.

Le graphe suivant représente la part du marché des différentes obligations non cotées sur le marché corporatif algérien.

Graphe N°14 : Composition du portefeuille corporatif non coté du marché



Source : Elaboré par nos soins à partir des rapports annuels COSOB.

IV. Les limites du marché obligataire algérien

Bien que plusieurs mesures ont été mises en place pour encourager le développement du marché obligataire, dont l'exonération d'impôt sur les revenus d'intérêt des obligations de 5 ans et plus, des efforts doivent être poursuivis afin de palier aux différentes entraves et arriver peut être à un marché liquide et actif.

- Le marché obligataire comme le marché financier dans son ensemble sont limités en nombre d'intervenants et en profondeur. En d'autres termes, le marché obligataire apparaît assez étroit ; il a une structure quelque peu oligopolistique et quelques grands institutionnels y représentent des investisseurs dominants. Les particuliers et les ménages sont peu représentés. L'ensemble de cette situation crée un risque latent de rapide saturation des principaux investisseurs, ce qui peut nécessiter parfois des moments de pause à observer par les émetteurs les plus actifs ;
- Difficultés tenant à la structure de base de l'épargne mobilisable : une épargne traditionnellement à court terme : La part des dépôts bancaires portant sur une longue période est très modeste, et une part non négligeable des capitaux circule principalement dans le secteur informel ;
- Le marché obligataire algérien est inondé par les institutionnels, dont la majorité sont des banques et compagnies d'assurance, plus de 65% des émissions obligataires sont détenues par des institutionnels ;

- La majorité des institutionnels en Algérie détiennent dans leur portefeuille la grande part en titres d'Etat, ce qui diminue l'intéressement par rapport aux titres Corporatifs;
- Les règles prudentielles et contraintes réglementaires limitent le pouvoir d'investissement des institutionnels sur le marché. En effet, la règle du ratio Cook, le ratio de division des risques (Maximum de 25% des fonds propres à un seul émetteur) et le ratio de transformation constituent des contraintes d'investissement pour les institutionnels ;
- De part leurs activités, les institutionnel disposent des ressources à court terme provenant des dépôts des épargnants pour les banques (dépôts à vue généralement à court terme) ou des primes versées pour les compagnies d'assurance. L'horizon de ces investisseurs reste plutôt court et ne peuvent investir leurs fonds à moyen et long terme ;
- Lors de l'intégration de l'option de remboursement par anticipation, l'émetteur qui exécute cette option devrait honorer ses engagements fiscaux si la période d'anticipation est de moins de 5 années. En Algérie, les notices d'information ne prévoient pas cette option, ce qui fait que les entreprises qui procèdent au remboursement par anticipation ne payent pas l'impôt dans la mesure où elles ont émis des titres de maturité supérieure à 5 ans.

Le marché obligataire Algérien a enregistré récemment quatre (4) émissions destinées au grand public par Sonelgaz, Air Algérie et Algérie. Le montant de ces émissions est de l'ordre de 81 Milliards de dinars DA, soit presque 42% de l'encours disponible sur le marché. Sonelgaz occupe une bonne partie de ce segment avec 46 Milliards levés auprès du Grand Public, soit près de 45% de l'encours existant sur ce marché. De coté du privé on compte six entreprises présentes sur ce marché avec la société Dahli dont l'emprunt est admis à la cote à la bourse d'Alger.

Le marché obligataire algérien a connu ces dernières années une évolution remarquable. Il a atteint en un laps de temps très court un encours de 139 Milliards de dinars. Un montant qui reflète réellement sa croissance rapide. En effet, l'élargissement des produits obligataires offerts sur ce marché ont permis d'avoir un large choix d'investissements et qui peut être adapté aux besoins financiers variés des émetteurs.

Par leurs activités et leurs interventions sur le marché obligataire, les entreprises algériennes devraient occuper désormais une place importante dans la dynamisation de ce dernier.

Malgré des opportunités de développement, portées notamment par le processus de privatisation, le financement par le marché obligataire ne s'est pas imposé dans la réalité économique et souffre encore de certaines faiblesses :

- Le marché est constitué principalement de titres d'État (titres de Trésor) ;
- Le nombre restreint de titres obligataires et dont la plus part approchent de leurs échéances ;
- La surliquidité de système financier ;
- Les entreprises privées continuent, à faire preuve de frilosité à se faire coter en bourse vue que la procédure exige une transparence totale des comptes à laquelle les sociétés privées hésitent bien souvent à souscrire.
- Sur l'ensemble des emprunts obligataires émis, seul 81,67 milliards de dinars ont pu être collectés auprès du grand public. L'essentiel des ressources collectées, environ 209 milliards de dinars, provient des épargnants institutionnels.

Pour cela, le développement des marchés financiers en Algérie doit être une priorité du gouvernement dans la perspective de la modernisation et de la diversification des modes de financement de l'économie algérienne.

Le chapitre suivant sera consacré à l'étude d'un cas d'émission obligataire de la société Air Algérie, organisme d'accueil pour notre stage pratique.

Chapitre II

L'emprunt obligataire de la compagnie Air Algérie

Ces dernières années, le marché obligataire algérien a connu une expansion remarquable en matière de financement des projets et des demandeurs de capitaux vu qu'il procure des financements moins onéreux et véritablement attractifs.

L'emprunt obligataire constitue un moyen de financement direct des entreprises. Il leur permet de collecter les fonds dont elles ont besoin pour le développement de leurs activités.

Concernant l'entreprise émettrice d'emprunt obligataire, notre choix s'est porté sur un établissement public de grande taille connu sous le nom de l'entreprise nationale d'exploitation des services aériens de transport public, « Air Algérie ». Celle-ci est l'une des entreprises publiques ayant fait recours à l'émission obligataire pour renouveler sa flotte d'avions.

A travers ce chapitre, nous allons donc illustrer ce cas d'émission obligataire initiée par l'entreprise « Air Algérie ».

Dans cette étude nous allons présenter dans la première section succinctement l'organisme d'accueil pour notre stage pratique, la compagnie Air Algérie, ses filiales, ses destinations, etc. Par la suite, nous mettrons en exergue, dans la deuxième section, l'opération d'émission et ses caractéristiques.

Et enfin, dans la troisième section nous présenterons le déroulement de l'opération ainsi que ses résultats.

Section 1 : Présentation générale de la compagnie Air Algérie

Pour mieux montrer le choix de financement par l'emprunt obligataire, les conditions d'accès aux marchés obligataires ainsi que d'autres informations concernant l'opération d'émission obligataire de la compagnie Air Algérie, nous avons choisi la méthode de l'enquête par questionnaire.

Dans cette section, nous allons d'abord commencer par une exposition de la méthode utilisée, ses objectifs et le choix du cas pratique. En suite, nous passerons au dépouillement et à l'analyse du questionnaire.

I. Présentation de l'enquête sur le terrain

Le déplacement sur le terrain nous a permis de recueillir, auprès de l'entreprise retenue comme cas pratique, des données et des informations qui nous permettent de constituer une banque de données utiles à notre analyse de cas.

Cette enquête vise d'une part, la présentation de l'organisme accueillant en tant qu'une compagnie d'exploitation des services aériens de transport public qui détient le monopole sur le marché intérieur ainsi que son historique en tant qu'émetteur public sur le marché obligataire algérien.

D'autre part, l'analyse de l'opération de l'émission ainsi que l'interprétation des résultats obtenus de l'enquête et ce, afin d'apporter des éléments de réponses à la problématique posée.

Ce premier point est consacré à la présentation des principaux objectifs de l'enquête ainsi que la méthodologie suivie pour la collecte d'informations concernant l'emprunt obligataire d'Air Algérie.

1. Objectifs principaux de l'enquête

L'objectif principal recherché à travers cette enquête consiste en une contribution à l'objet de la recherche, la mise en œuvre de sa description rigoureuse et objective et à l'élaboration des tableaux explicatifs qui mettent en évidence l'apport des fonds collectés par l'emprunt obligataire pour l'entreprise.

Dans le même ordre d'idées, il s'agit d'identifier également les avantages de ce mode de financement ainsi que les limites qui freinent le recours fréquent à ce type de financement.

2. Repères méthodologiques

L'enquête a été réalisée en deux étapes, la première consistait seulement au dépôt d'un questionnaire et une prise de contact avec un membre du personnel de l'entreprise et ce, dans le but de lui expliquer l'objectif de notre étude. En outre, pour une bonne réflexion autour de la problématique posée, un temps leur a été accordé.

Ensuite et dans une deuxième étape, nous nous sommes déplacés pour expliquer les questions mal comprises. De plus, dans le but d'un approfondissement et d'une meilleure compréhension de leur réponses, une interview a souvent été réalisée éventuellement quand cela s'avère nécessaire.

3. Choix de l'échantillon

La volonté d'extraire un échantillon tient au souci de rendre opérationnelle la recherche, surtout lorsqu'il s'avère difficile de travailler avec l'ensemble de la population concernée, au regard de certaines difficultés liées à son étendue, au temps, aux conditions matérielles, financières et autres.

Notre échantillon se compose d'une seule entreprise sur un total de 12 entreprises émettrices d'emprunt obligataire sur le marché algérien¹. Le choix de l'entreprise enquêtée est dicté par un certain nombre de critères pris pour assurer la représentativité de l'échantillon d'une part, à savoir :

- Air Algérie est la seule entreprise émettrice d'un emprunt obligataire qui a associé les épargnants publics et privés (personnes morales ou physiques) ;
- La compagnie Air Algérie a émis trois emprunts en l'espace de 14 mois pour un montant total de 42,42 Milliards de Dinars²;
- Le dernier emprunt émis par Air Algérie en mai 2005, avait comme particularité l'option de remboursement par anticipation³.

D'autre part, vu les difficultés rencontrées lors de notre enquête à savoir notamment la rétention de l'information concernant quelques questions qui sont jugées comme des données confidentielles ainsi que la difficulté d'avoir des contacts avec les autres entreprises émettrices (notamment Sonelgaz, Algérie Télécom, Dahli, ETRHB Haddad) mais aussi la susceptibilité d'avoir un taux élevé de non réponses, le choix du cas d'Air Algérie était donc la solution.

4. Le questionnaire

La lecture attentive des documents recensés sur notre thème de recherche a permis de relever les éléments d'informations jugés utiles et susceptibles d'éclairer notre préoccupation de recherche.

Ainsi, l'élaboration du questionnaire est basée sur la prise en compte des mots, des expressions et des faits pour constituer une base de données à organiser à la lumière des objectifs fixés et en vue des résultats attendus.

¹ Les rapports de la COSOB.

² Documents internes à la compagnie Air Algérie.

³ Idem.

La première version du questionnaire était constituée, dans sa grande majorité, de questions ouvertes. Mais les difficultés éprouvées dans la compréhension des questions et dans la notation des réponses, nous a contraint à revoir la formulation des questions en adoptant un questionnaire généralement de type fermé.

Le questionnaire a été élaboré selon les objectifs de la problématique, à savoir identifier les raisons du recours à ce type de financement ainsi que ses avantages.

L'enquête s'est déroulée au niveau du siège social de l'entreprise Air Algérie. Abstraction faite des difficultés rencontrées lors des déplacements effectués, le questionnaire a été bien accepté, positivement répondu sauf pour quelques questions dont les réponses ont été jugées confidentielles.

5. Les premières appréciations (dépouillement)

Concernant le questionnaire, nous avons procédé à une analyse quantitative et qualitative des réponses obtenues. Pour la seule question ouverte portant sur l'objet sociale de l'entreprise nous avons dégagé les idées maîtresses de la réponse.

Les premiers résultats de l'enquête nous montrent que :

- Air Algérie a fait recours au marché obligataire en 2004 avec un montant important après l'emprunt de la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) en 2003;
- L'opération s'est déroulée dans de bonnes conditions mais le montant des fonds collectés n'a pas atteint la somme totale espérée de l'émission de l'emprunt.

II. Présentation générale de la compagnie Air Algérie

Air Algérie est une compagnie nationale de transport aérien, comme Sonatrach, Sonelgaz, Algérie Télécom et autres. Elle s'est présentée sur le marché financier national pour financer un vaste programme de renouvellement de sa flotte. Dans ce qui suit nous allons présenter la compagnie (sa création, ses missions, ses ressources, ses filiales et autres).

1. Historique de la compagnie nationale Air Algérie

Air Algérie est une entreprise d'exploitation des services aériens de transport public, régulier ou non régulier (vols charter), international ou intérieur ayant pour objet le transport à titre onéreux de personnes, de bagages, de fret ou de courrier postal.

Le 22 avril 1922, un avion de la Société du réseau transafricain effectue le vol inaugural Alger - Biskra. Le 22 avril 1922, un avion de la Société du réseau transafricain effectue le vol inaugural Alger - Biskra.

Cette première ligne aérienne cessera son activité le 1^{er} juin 1923¹ et entre-temps, les lignes aériennes Latécoère essaient plusieurs trajets pour relier la métropole à l'Algérie selon une bretelle de la ligne Toulouse - Maroc. La médiocrité des avions mis en œuvre met l'entreprise en difficultés. Toutefois, les vols sont effectués à partir du 6 octobre 1922² entre Casablanca et Oran par des Breguet 14 et des Latécoère 15³.

La ligne Alicante - Oran est ouverte le 10 avril 1924 avec des hydravions Lioré-Olivier H13; ces mêmes hydravions sont mis en service sur Alicante - Alger le 15 mai 1925. Cette dernière ligne sera fermée en décembre 1925, alors que les vols sur Oran cesseront fin 1927.

Les efforts sont alors reportés sur le trajet Marseille - Alger qui est exploité, à partir du 22 août 1928, avec les hydravions SPCA 63 Météore, Latécoère 21, avec escale aux îles Baléares, par la Compagnie générale Aéropostale (anciennes lignes Latécoère). Cette ligne n'est ouverte aux passagers que le 1^{er} juin 1934, avec la mise en service des hydravions Lioré-Olivier 242 par la Compagnie Air France nouvellement créée.

La compagnie Air Algérie a été en **1947** considérée comme une des filiales d'*Air France*, à cette époque déjà le transport aérien des passagers était assuré par une compagnie locale dénommée *Air Transport* qui fusionnera avec la compagnie Air Algérie pour donner naissance à la Compagnie Générale de Transport Aérien Air Algérie (CGTA) le **23 Mai 1950**. Elle a été la propriété d'Air France jusqu'en 1962, date de l'indépendance de l'Algérie.

Le **12 Février 1963**, la Compagnie Générale des Transports Aériens est placée sous tutelle du Ministère des transports et devient alors une compagnie nationale avec 51% du capital détenu par l'Etat Algérien, et 49% qui demeurent la propriété d'Air France.

A partir de **1963**, Air Algérie a connu plusieurs mutations organisationnelles de la part du gouvernement algérien, sur son chemin vers l'autonomie. Les plus importants de ces changements sont les suivants :

- **En 1969**, la Société de Transport Aérien voit le jour et a pour mission de promouvoir le transport aérien interne et le travail aérien ;
- **En 1970**, l'État porte sa participation au capital d'Air Algérie à 83 % ;
- **Le 15 Décembre 1972**, l'Etat Algérien a fini par prendre totalement le contrôle de la Compagnie Aérienne CGTA suite au rachat des 17% des actions restantes, encore détenues par Air France, à partir de cette date Air Algérie est devenu une entreprise à 100% nationale ;
- **En 1973**, l'État décide d'intégrer la Société de Travail Aérien (S.T.A.) à Air Algérie, qui devient la Société Nationale de Transport et de Travail Aérien Air Algérie ;

¹ Documents internes à la compagnie.

² Idem.

³ Breguet 14 et des Latécoère 15 : types d'appareils (avion).


- **En 1983**, Air Algérie emploie 6 900 personnes et dispose d'une flotte de 66 appareils. Elle est alors scindée en deux entités distinctes, l'une pour les opérations intérieures (I.A.S.), dont la desserte d'un réseau domestique de 24 escales, et l'autre pour les lignes internationales (34 escales en Afrique et en Europe occidentale et de l'est) ;
- **Le 24 Octobre 1984**, le décret n° 84-347 de cette même date, lui confère le statut d'« Entreprise Nationale d'Exploitation de Services Aériens » ;
- **En 1987**, Air Algérie est déchargée de la gestion aéroports ;
- La période allant de **1988 à 1996** sera pour la compagnie Air Algérie une ère de déphasage entre le nouveau dispositif législatif régissant les entreprises publiques et son statut relevant du régime antérieur ; pendant cette époque, de diverses restructurations organiques ont eu lieu ;
- **Le 17 Février 1997**, Air Algérie acquiert le statut de Société Par Actions¹ SPA au capital de 2,5 Milliards de dinars (DA) répartis en 25000 actions, d'une valeur nominale de 100 000 Dinars chacune, la totalité détenue par l'Etat à travers le Holding Services ;
- **En 1998**, libéralisation du transport aérien ;
- Air Algérie a été rattachée initialement au Holdings Public Services (HPS) et a fait partie, à compter du **04 Janvier 2000** du Holdings Public Chimie Pharmacie Services, issu de la fusion des ex-Holdings Chimie Pharmacie, d'une part et Services, d'autre part. La compagnie est maintenant entièrement autonome et opère selon le principe de commercialité.
- **En 2000**, le capital d'Air Algérie est porté à 6 milliards de dinars ;
- **En Octobre 2001**, les activités de travail aérien ont été transférées à Tassili Airlines, les moyens de production (les avions) sont loués par Air Algérie à Tassili Airlines en attendant que la compagnie acquiert sa propre flotte ;
- **En 2002**, le capital d'Air Algérie est porté à 14 milliards de dinars ;

¹ Conformément à l'ordonnance n°95-25 Septembre 1995.

- **En 2003**, Air Algérie est immatriculée au registre de commerce sous le N° 00 B0011900 du 11/01/2003. Le pouvoir décisionnel concernant le pilotage et le management d'Air Algérie est confié directement au Conseil des Participations de l'Etat (CPE), représentant l'Etat actionnaire. Air Algérie est dirigée par un conseil d'administration délibérant sur les orientations stratégiques et financières de la compagnie, les acquisitions d'importance significative (la flotte) et de leurs financements, les cessions ainsi que le management et les comptes sociaux ;
- **Le 26 Mars 2005**, le capital d'Air Algérie est porté à 26 milliards de dinars ;
- **Le 30 Septembre 2005**, le capital d'Air Algérie est porté à 29 milliards de dinars ;
- **En 2006**, le capital d'Air Algérie est porté à 37 milliards de dinars ;
- **En 2007**, l'ouverture de la ligne directe Alger-Montréal. Depuis le 10/12/2007, le capital social d'Air Algérie a été porté à 43 000 000 000,00 de dinars réparti en 25000 actions d'une valeur unitaire de 1 720 000,00 DA chacun ;
- **En 2008**, l'ouverture d'une 3ème liaison sur Montréal ;
- **En 2009**, l'ouverture de nouvelles lignes directes Alger-Pékin, Alger - New York et le lancement d'un appel d'offres international d'achat de onze avions pour une valeur de 111 millions de dollars (accord de l'État algérien) ;
- **En 2010**, un renforcement de la flotte avec l'acquisition de 4 ATR et 3 BOEING 737- 800 et réorganisation de la compagnie. L'Organisation européenne de l'aviation civile menace Air Algérie de l'inscrire sur la liste noire si elle ne se conforme pas aux règles de sécurité européenne ;
- **En 2011**, une poursuite de rajeunissement de la flotte avec l'acquisition de quatre Boeing 737-800. Air Algérie est concernée par la taxe carbone imposée par l'Union Européenne (UE) applicable à partir de janvier 2012.

Ainsi nous résumons dans le tableau l'identité d'Air Algérie.

Tableau N°21 : Fiche signalétique de l'identité d'Air Algérie

Dénomination	AIR ALGERIE
Logo	
Forme juridique	Entreprise Publique Economique/ Société Par Actions
Siège	01, Place MAURICE AUDIN ALGER 16000 ; R.C. ALGER: 00B0091100 en date du 18/01/2003 Durée de vie : 99 ans à compter de son immatriculation au registre de commerce. Début de l'activité: le 22/01/1984.
Capital	43. 000 000 000,00 DA
Téléphone	213 (21) 74 24 28
Fax	213 (21) 74 24 28
Site Internet	http://www.airalgerie.dz E-mail : contact@airalgerie.dz
SITA (réseau interne)	ALGD DZ AH
Le code de la compagnie	AH

Source : Documents internes à la direction financière d'Air Algérie

Une cellule communication est mise à la disposition d'Air Algérie qui a pour rôle principal de s'occuper de la presse, de l'image institutionnelle de la compagnie et de la communication interne.

Un club de presse périodique fait le point sur l'activité, les faits marquants et le développement de la compagnie.

2. La mission et les objectifs de la compagnie Air Algérie

Avant l'indépendance, Air Algérie filiale d'Air France a été créée seulement pour assurer le transport aérien des passagers.

Une fois la compagnie est entièrement autonome, elle a procédé à la diversification de ses services et à l'ouverture de nouvelles lignes.

2.1. La mission

La mission principale d'Air Algérie est d'assurer un transport de qualité, sûr, efficace et rentable des passagers, des bagages, fret et du courrier dans des conditions optimales de confort, de sécurité et de régularité sur le territoire national ou international. A cela s'associe :

- L'exploitation des lignes aériennes intérieures et internationales dans le cadre des conventions et accords internationaux en vue de garantir le transport public régulier des personnes, bagages, fret et courrier ;
- La vente et l'émission du titre de transport pour son compte ou pour le compte d'autres entreprises de transport aérien ;
- L'achat et la location des aéronefs, le transit, les commissions, les consignations, la présentation, l'assistance commerciale et toutes les prestations en rapport avec son sujet ;
- Le ravitaillement des avions dans des conditions fixées par le ministère du transport, l'entretien, la réparation, la révision et toutes les autres opérations de maintenance des aéronefs et des équipements pour son compte et le compte des tiers ;
- La gestion et le développement des installations destinées au public et autres opérations de fret ;
- L'exploitation et la gestion des installations en vue de promouvoir les prestations commerciales au niveau des aéroports ;
- L'obtention de toutes les licences de vol et autorisations des Etats étrangers.

2.2. Les objectifs de la compagnie

L'objectif principal de la compagnie est la satisfaction et la fidélisation des clients en leur garantissant de bonnes conditions de voyages et ce en :

- Favorisant la mobilité sociale à travers le territoire national en mettant le prix du voyage par avion à la portée de tous les citoyens ;
- Satisfaire de manière ponctuelle et régulière la demande de la clientèle ;
- Fidéliser la clientèle ;
- Mettre en place des méthodes et des techniques de production notamment la base de maintenance, la flotte aérienne et le catering ;
- Soutenir l'action de la décentralisation ;
- Contribuer à l'équilibre régional ;
- Améliorer la qualité de service (Sécurité, Hygiène, Confort) ;
- Améliorer l'image de marque ;
- Augmenter ses parts de marché.

3. Ressources et organisation de la compagnie Air Algérie

Air Algérie est considérée comme étant l'une des plus grandes entreprises nationales vu l'importance de ses ressources ainsi que sa place et sa contribution à l'économie algérienne.

3.1. Les ressources de la compagnie

Le réseau couvert par Air Algérie est de 96 400 km et jusqu'à 120 vols quotidiens en programme de pointe. Plus de 3 000 000 de passagers et près de 20 000 tonnes de fret sont transportés chaque année par la compagnie aussi bien à travers le réseau international que le réseau domestique. La compagnie dispose aujourd'hui des moyens nécessaires pour répondre à la demande de la clientèle.

3.1.1. Les ressources humaines

Dès le début de sa création, la compagnie Air Algérie a investi dans la formation de ses cadres, ce qui lui assure aujourd'hui un personnel d'élite à majorité Algérienne pour les conduites des aéronefs qui lui confère une grande réputation de sécurité;

La compagnie possède aussi un centre hôtelier ou commissariat (catering) lui permettant de couvrir ses besoins au départ de l'Algérie, ainsi que l'assistance des compagnies étrangères.

L'évolution de l'effectif durant la période 2006-2010 est présentée dans le tableau:

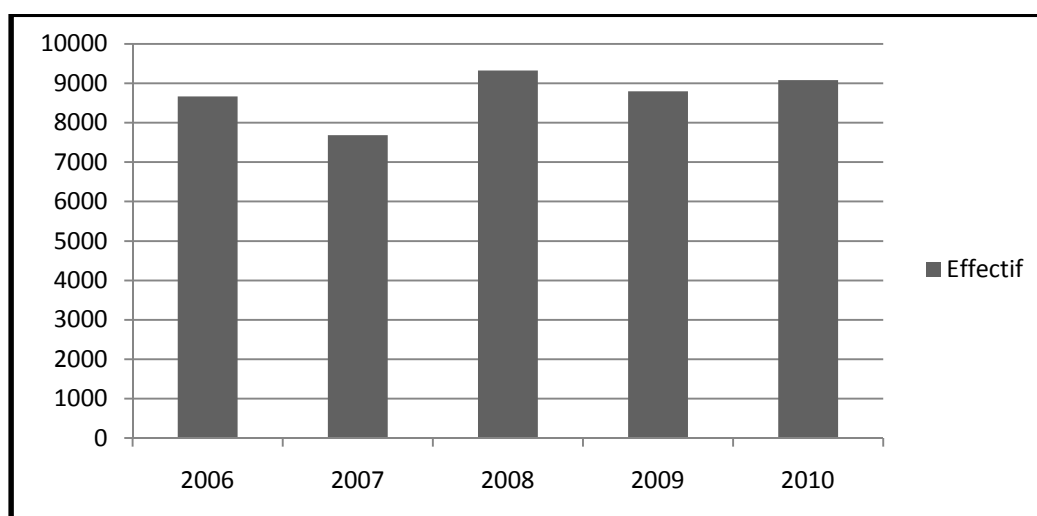
Tableau N°22 : Evolution de l'effectif de la compagnie Air Algérie entre 2006 et 2010 en nombre

Année	2006	2007	2008	2009	2010
Effectif	8670	7 687	9327	8800	9 078

Source : Document interne à la Direction finance d'Air Algérie.

Le graphe ci -après représente l'évolution de l'effectif de la compagnie Air Algérie entre 2006 et 2010 en nombre :

Graphe N°15 : Evolution de l'effectif de la compagnie Air Algérie entre 2006-2010 en nombre



Source : Elaboré par nos soins à partir des données du tableau N°22

L'effectif d'Air Algérie au 31 Décembre 2007 est de 7 687 personnes, en baisse de 11% (- 983 Agents) par rapport à 2006.

Durant les années 2008, 2009, il y a eu une augmentation des effectifs qui est due à une politique de recrutement (un personnel commercial à bord des avions et dans les agences et un personnel d'escale) pour l'ouverture d'une ligne directe Alger-Pékin et le renforcement des autres lignes comme Montréal, Dubaï et Djeddah.

En 2010, une baisse considérable de l'effectif est enregistrée. Ceci s'explique par le plan social mis en œuvre en 2007 qui autorise les départs en retraite avant l'âge légal. Ces départs ont concerné 1187 personnes durant la période 2008-2010. Ajoutant à cela la démission de 400 techniciens en maintenance que compte la compagnie aérienne durant la même période.

La formation de personnel est assurée au recrutement et tout au long de la vie professionnelle par le biais de la formation spécialisée et le perfectionnement dans les institutions externes ou dans ses propres centres de formation.

Le savoir-faire et la haute compétence technique de son personnel ont permis à Air Algérie de faire face à quelques problèmes de maintenance, d'entretien courant et de visites techniques des avions.

Ainsi la répartition de l'effectif d'Air Algérie durant l'année 2011 est comme présenté dans le tableau N°23 suivant :

Tableau N°23: Présentation de l'effectif d'Air Algérie en 2011

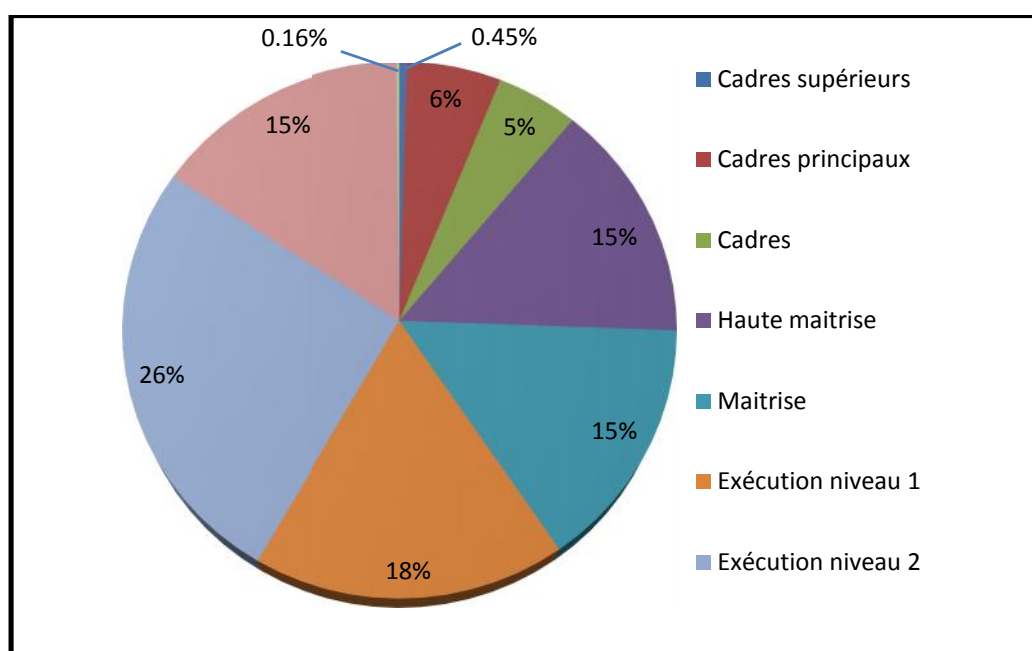
Catégorie sociaux-professionnelles	Nombre
Cadres supérieurs	39
Cadres principaux	487
Cadres	423
Haute maîtrise	1241
Maîtrise	1281
Exécution niveau 1	1523
Exécution niveau 2	2232
Personnel naviguant (hôtesses de l'air, stewards)	1326
Forfaitaire hors catégorie	14
TOTAL	8566 (Dont 430 à l'étranger)

Source : Document interne de la Direction finance.

D'après ce tableau, Il convient de remarquer que la répartition de l'effectif global par catégories socioprofessionnelles montre que les agents exécution niveau 2 représentent le plus grand nombre de personnels (2232), soit 26.05% , suivis des agents d'exécution niveau1(17.77%), puis le personnel naviguant (15.47%), les agents de maîtrise(14.95%), haute maîtrise(14.48%), les cadres principaux (5.68%), les cadres (4.93%), les cadres supérieurs (0.45%) et enfin le personnel forfaitaire hors catégorie qui représentent (0.16%) du total des ressources humaines pour l'année 2011.

Des différents taux que nous avons calculés, nous obtenons la structure de répartition de l'emploi par catégories socioprofessionnelle suivante :

Graphie N°16 : Structure de répartition de l'effectif par catégorie socioprofessionnelle



Source : Elaboré par nos soins à partir des données du tableau N°23.

3.1.2. Les ressources matérielles

Air Algérie a su investir dans les ressources matérielles si bien qu'elle dispose aujourd'hui d'une flotte importante.

3.1.2.1. La flotte de la compagnie

Compte tenu du vieillissement de sa flotte, Air Algérie a procédé au renouvellement de celle-ci. Selon son plan de développement et d'assainissement, un accord de renouvellement de la flotte a été finalisé. De cet accord résulte la décision d'acquisition de nouveaux Boeing, d'Airbus et de nouveaux ATR 72.

En 2008, Air Algérie a acquis 2 ATR 72-500 auprès du liquidateur de l'ex KHALIFA AIRWAYS. En 2011, sa flotte est de 46 appareils répartis comme il apparait dans le tableau ci-après :

Tableau N°24 : Tableau de la flotte d'Air Algérie en l'an 2011

Type d'appareil	AERONEFS ¹	Nombre d'appareils	Nombre de sièges
Flotte Jet Réacteur	Boeing B 767-300	5	253 Passagers par avion.
	Boeing B 737-800	16	147 Passagers capacité de charge 3 à 6 tonnes.
	Boeing B 737-600	5	101 Passagers capacité de charge 8 tonnes.
	Airbus A 330-200	5	264 Passagers capacité de charge 8 tonnes.
	Airbus A 310-200	1	216 Passagers capacité de charge 8 tonnes.
Flotte Turbo Propulseur	Lockheed L-382-G	2	40 Passagers Capacité de charge 136 080
	ATR 72	12	70 Passagers capacité de charge 7 tonnes.
	TOTAL	46	/

Source : Direction Financière/ département trésorerie d'Air Algérie

Grâce aux avions JET, le sud et l'extrême sud sont désormais directement reliés au nord du pays alors qu'Alger devient un carrefour aérien ouvrant la voie aux pays lointains d'Afrique et d'Europe avec lesquelles l'Algérie entretient des relations économiques.

A coté des 46 appareils utilisés pour le transport des voyageurs, Air Algérie compte une flotte de 31 appareils pour des activités annexes (travail aérien, taxi aérien et autres).

Le programme d'exploitation est par ailleurs judicieusement étudié de telle façon à offrir le maximum de vols à chaque ligne desservie dans le but de satisfaire le client sur les deux réseaux exploités (domestique et international) et pour répondre à la demande, la compagnie a du augmenter et diversifier ses activités, ainsi le nombre d'avion est passé de 12 en 1970 à 46 en 2011.

3.1.2.2. Les agences Air Algérie en Algérie et à l'étranger et sa part de marché

La compagnie dispose de 553 agences de voyages réparties dans les différentes villes Algériennes et de 58 points de vente répartis dans les différentes villes internationales desservies par Air Algérie. L'objectif de ses agences de billetteries, ainsi que les agences de voyages agréés est de garantir et faciliter le service aux clients.

¹ AERONEFS : appareils qui circulent dans l'air.

Le système de réservation d'Air Algérie est lié aux principaux GDS (Global Distribution System qui comprend Amadeus, Galiléo, Sabre, Axess, Wolrdspan, Abacus) qui desservent l'ensemble des agences de voyages réparties dans le monde entier. Le produit Air Algérie est aussi distribué via internet depuis juillet 2006.

Les ventes de billets sont assurées à hauteur de 30% par le réseau propre d'Air Algérie regroupant 103 agences en Algérie et 58 à l'étranger et par internet. Les 70% restants soit 392 agences, les ventes sont assurées par les intermédiaires agréés pour

3.1.2.2.1. Les réseaux desservis

Air Algérie compte 40 escales internationales réparties comme suit :

- **22 escales** en Europe (dont 11 en France) ;
- **11 escales** au Maghreb et au Moyen Orient ;
- **05 escales** en Afrique ;
- **01 escale** en Amérique ;
- **01 escale** en Asie ;
- Sans oublier les **29 escales** couvrant l'ensemble du territoire national.

Après la cessation d'activité de KHALIFA AIRWAYS en mars 2003, Air Algérie est la seule compagnie qui couvre les liaisons domestiques.

Aujourd'hui, Air Algérie représente le troisième transporteur en Afrique. La compagnie transporte quelque 500.000¹ passagers (employés de la compagnie pétrolière Sonatrach) par an et des pèlerins (Omra et Hadj) vers les lieux saints de l'Islam. Jusqu'à 2011, la compagnie nationale a réalisé 39 vols Djeddah-Alger soit un total de 18.000 passagers².

3.1.2.2.2. La part de marché

La part de marché (trafic passages international : services réguliers) est passée de 70,9% en 2002 à 79,4% en 2003³. Sur le marché national, la compagnie détient pratiquement le monopole suite à la cessation d'activité des autres compagnies privées.

En 2004, 2005 et 2006, la compagnie a consolidé ses parts de marché avec 78,4%,75% et 68% respectivement sur le réseau international et 100% sur le réseau domestique⁴.

Pour les années 2007, 2008 et 2009, la part d'Air Algérie sur les vols internationaux depuis l'Algérie ne dépasse guère les 54 % alors que l'État s'est fixé un premier objectif de 60 %⁵.

¹ Documents internes de la compagnie Air Algérie.

² Idem.

³ Ministère des Transports/DPC/SDSI

⁴ Idem.

⁵ Idem.

Le recul des parts de marché d'Air Algérie sur certains marchés comme la France, l'Italie et la Turquie est dû principalement à une rude concurrence émanant des autres compagnies comme Aigle Azur, Air France mais aussi du déficit en appareils malgré le renouvellement d'une partie de sa flotte (acquisition de 26 appareils sur la période 2000- 2005).

S'ajoute à cela, l'accord de partage à parts égales de la clientèle pour la période du hadj et de la « omra » avec les Saoudiens qui a fait également chuter les parts d'Air Algérie sur ce marché, alors qu'elle transportait auparavant les deux tiers des pèlerins.

En vue de conquérir de nouveaux marchés notamment en Asie et d'essayer de récupérer les parts de marché perdues, Air Algérie lance un programme de fidélisation (Air Algérie Plus) qui vise à récompenser les voyageurs fréquents et à s'intégrer dans des alliances internationales pour développer surtout le trafic de marchandises.

3.2. L'organisation de la compagnie

La direction générale est présidée par un Président Directeur Général (PDG), qui est élu par les membres du Conseil d'Administration composé de cinq (5) membres. Le PDG assure la cohérence entre les différents organes qui composent la compagnie. Ces derniers sont structurés en services qui jouissent d'une fonction de conseil et de soutien aux structures opérationnelles.

Ces structures travaillent en collaboration directe avec le PDG sont représentées par :

- Le secrétariat général et les conseillers ;
- La direction de la sécurité ;
- La direction de l'audit ;
- La direction de la qualité et de la refonte de procédures ;
- La cellule des affaires environnementales ;
- L'entité participations ;
- La direction catering.

L'organisation adoptée est du type fonctionnel qui consiste à regrouper les activités très voisines pour tirer le meilleur parti du principe de spécialisation des fonctions. Ces différentes structures sont organisées en ligne et sont sous l'autorité directe du PDG. Nous retrouvons deux (2) grands pôles:

- Le pôle « opérations » ;
- Le pôle « administration et finance ».

3.2.1. Le pôle « opérations »

Le pôle « opération » assure différentes fonctions à savoir de production, d'exploitation et de commercialisation comme il apparaît dans le tableau N°25 ci-après.

Ce pôle « opérations » se compose de quatre (4) grandes divisions qui ont pour missions :

- Production
- Maintenance et réparation des aéronefs
- Commercialisation
- Exploitation

Tableau N°25: Fonctions occupées dans le pôle « opérations »

Production	Exploitation	Commercialisat
Opérations Sol	Centre de Contrôle des Opérations (CCO)	Marketing
Opérations Aériennes	Programme d'exploitation	Distribution
Maintenance aéronautique	Cellule de Crise	Tarifification et recettes
Gestion technique de la flotte	-	Charters et grands comptes
Consignation du fret	-	Accords et Interline
	-	Fret mixte

Source: Documents internes à la direction financière.

3.2.1.1. La division production

La division « Production » est chargée des fonctions suivantes :

- Réalisation des vols d'Air Algérie;
- Gestion et formation des équipages et d'autres personnels chargés des opérations aériennes;
- Gestion des escales ;
- Entretien et réparation des aéronefs et leur maintien en état de navigabilité;
- Gestion de la consignation du fret.

Le chef de la division « Production » peut être appelé à effectuer des fonctions de représentation pour représenter l'entreprise dans certaines réunions ou manifestations.

3.2.1.2. La division commerciale

Le chef de division « Commerciale » a une mission d'accompagnement stratégique, de gestion opérationnelle et de supervision commerciale. À ce titre, sa mission est triple :

- Accompagner le dirigeant principal dans la définition de la stratégie commerciale;
- Prendre en charge la gestion commerciale opérationnelle : Il supervise et coordonne les activités courantes des structures commerciales;
- Assure la veille concurrentielle et les relations avec les partenaires.

Le chef de la division « Commerciale » peut être appelé à effectuer des fonctions de représentation pour représenter l'entreprise dans certaines réunions ou manifestations.

La mission de la division Commerciale consiste à faire évoluer la relation de l'entreprise avec les clients pour parvenir au minimum à l'étape du Client-Roi.

3.2.1.3. La division exploitation

Le chef de division «Commandement de l'exploitation» a une quadruple mission :

- Élaborer le programme d'exploitation et le mettre en exécution une fois approuvé ;
- Surveiller en permanence la réalisation des vols pour s'assurer de la conformité de leur exécution avec le programme ;
- Prendre en main toutes les commandes opérationnelles, techniques et commerciales en cas de perturbation des vols aux fins de rétablir la situation normale dans les plus brefs délais et au moindre coût ;
- En cas d'évènement majeur perturbant le fonctionnement normal de l'entreprise, déclarer l'état de crise et mobiliser la cellule de crise.

Le chef de la division «Commandement de l'exploitation » peut être appelé à effectuer des fonctions de représentation pour représenter l'entreprise dans certaines réunions ou manifestations.

3.2.1.4. La division maintenance et réparation des aéronefs

Elle a pour mission essentielle l'entretien, la révision, la réparation du matériel volant qui lui est affecté afin de permettre une exploitation de ce matériel avec le maximum de sécurité de la qualité des vols et ce, dans les conditions optimales de qualité et de rentabilité et dans le cadre de programmes, règlements et budgets.

3.2.2. Le pôle Administration et Finances

Le responsable du pôle « Administration et Finances » est placé sous l'autorité directe du président directeur général qu'il assiste pour la gestion administrative et financière de l'entreprise et la coordination de l'activité des structures en charge des fonctions suivantes :

- Finances et comptabilité;
- Planification et contrôle de gestion;
- Ressources humaines;
- Informatique et traitement de l'information;
- Affaires juridiques et assurances ;
- Logistique ;
- Affaires sociales.

Le responsable du pôle « Administration et Finances » a l'autorité sur les sept directions en charge des fonctions ci-dessus, mais aussi :

- Il doit participer aux différents projets et réflexions stratégiques de l'entreprise ;
- Il est associé aux différentes démarches managériales et ce, au plus haut niveau ;
- Il a, dans le cadre de délégations que le président directeur général lui aura confiées, à exercer une autorité hiérarchique sur l'ensemble des services et antennes de l'entreprise indépendamment des personnels qui lui sont directement rattachés ;
- Il a à gérer les instances paritaires ;

- Il peut être appelé à effectuer des fonctions de représentation pour représenter l'entreprise dans certaines réunions ou manifestations ;
- Le responsable du Pôle « Administration et Finances » est un cadre dirigeant de l'entreprise.

3.3. Air Algérie: filiale et participation

Parmi les actions structurantes du programme de mise à niveau, la réorganisation de l'entreprise constitue un élément déterminant en vue de son adaptation à l'environnement du transport aérien.

En effet, l'organisation d'Air Algérie a été jusque là basée sur le modèle classique, où toutes les opérations sont intégrées dans une seule entreprise au sein d'une seule entité juridique, les différentes activités de l'entreprise sont gérées à travers des divisions ou départements. Ce modèle représente l'organisation traditionnelle des compagnies aériennes nationales qui regroupe dans une seule entreprise les opérations de vol avec des activités très diverses comme la maintenance, le catering et les opérations aéroportuaires. Les principaux inconvénients de ce modèle d'organisation sont :

- Les difficultés d'arbitrage dans l'affectation des ressources et des moyens vers les différentes structures ;
- Une réactivité insuffisante face aux exigences de l'environnement ;
- La diversité des activités empêche la concentration sur le métier de base qui est le transport aérien.

La solution alternative, de plus en plus fréquente ces dernières années est la création d'une structure de Groupe qui comprend une série de filiales spécialisées chacune dans des opérations bien spécifiques. A l'instar des autres compagnies internationales comme Lufthansa, Air France, British Airways, etc., qui sont aujourd'hui structurées sous forme de Groupes avec un nombre important de filiales, spécialisée chacune dans une activité annexe au transport aérien.

Le modèle de Groupe présente des avantages importants car former des entités indépendantes spécialisées permet :

- La focalisation de chaque entité sur son domaine d'activité ;
- Le choix de la meilleure organisation pour chaque filiale ;
- La transparence et l'établissement d'objectifs clairs.

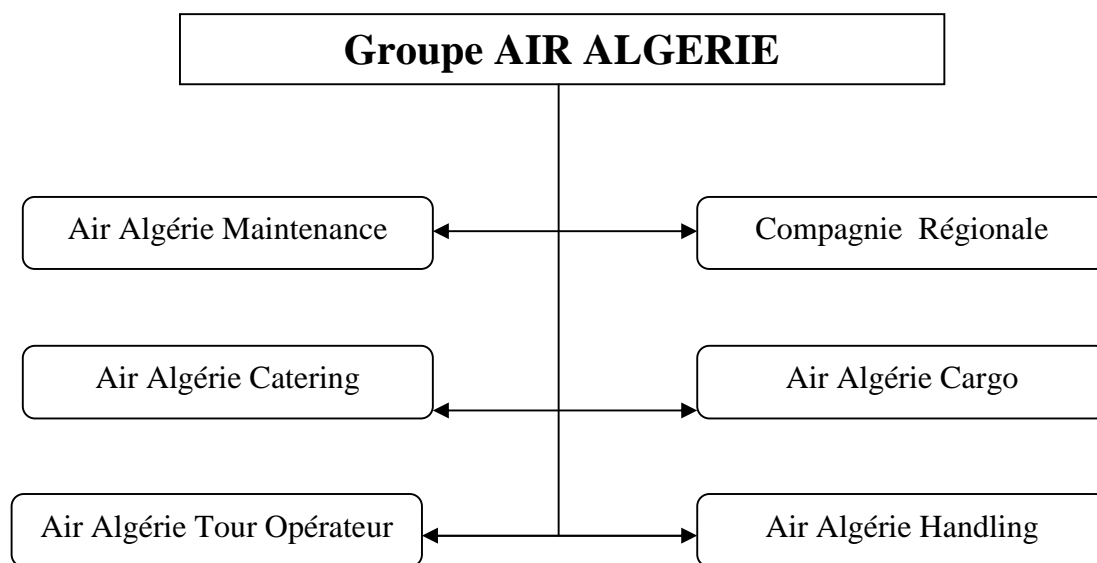
Ces avantages offerts par une structure de type Groupe sont complétés par une plus grande flexibilité en matière d'alliances stratégiques, par un plus grand choix de partenaires potentiels et aussi par une meilleure mesure des résultats réels obtenus par chaque activité.

Le Groupe Air Algérie comprend notamment les filiales spécialisées dans les activités suivantes :

- La compagnie régionale ;
- Le cargo ;
- Le Catering ;
- La maintenance ;
- Handling ;
- Tour opérateur.

Ainsi, l'organigramme du groupe Air Algérie est comme suit :

Figure N° 10 : Organigramme du groupe Air Algérie



Source : Elaboré par nos soins d'après les documents internes d'Air Algérie

NB :

L'assemblée générale extraordinaire d'Air Algérie, présidée par le Ministère Transports qui s'est tenu le 26 Mars 2005, a décidé de la cession au partenaire Sonatrach de l'intégralité des parts détenues par Air Algérie dans le capital de Tassili Airlines.

Les PDG (Président Directeur Général) de Sonatrach et d'Air Algérie ont signé le 30 Avril 2005 l'accord portant cession par Air Algérie à Sonatrach des 49% des parts qu'elle détenait dans Tassili Airlines.

3.4. Caractéristiques essentielles de l'activité de la compagnie

Les principales activités de la compagnie sont :

- Le transport aérien de personnes et de fret (marchandises, fardeaux, etc.);
- Services réguliers et non réguliers (vols charter) ;
- Transport aérien de bagages et de poste (le transport du courrier) ;
- Maintenance aéronautique des avions et des équipements pour son propre compte ainsi que pour le compte des tiers dans le cadre d'une convention d'assistance.

Les autres activités sont relatives aux ventes à bord des appareils, aux prestations fournies aux compagnies étrangères dans le cadre d'une convention d'assistance ; assistance en escale et aux prestations hôtelières.

4. Présentation de la direction financière

La direction financière est placée sous l'autorité directe du responsable du pôle «Administration et Finances ».

Ainsi, la politique financière de l'entreprise est définie en accord avec la Direction Générale. Son rôle est :

- D'assurer l'équilibre financier et à ce titre, de participer à l'élaboration du plan de développement de l'entreprise ;
- D'assurer le financement de l'ensemble des opérations engagées par l'entreprise dans le cadre des objectifs assignées par la direction générale ;
- De traduire en comptabilité toutes les opérations réalisées ou engagées par l'entreprise ;
- D'exercer une autorité fonctionnelle sur toutes les structures de permanence dont l'activité recouvre des attributions d'ordre financier et comptable ;
- De veiller au respect de la réglementation financière et comptable dans l'entrepont l'organisation et les attributions de cette direction et dans un deuxième point, nous présenterons la sous direction Trésorerie.

4.1. Organisation et attributions de la compagnie

La sous direction trésorerie compte plusieurs départements. Le département financement est subdivisé en services: Service gestion trésorerie, Service recouvrement des créances et service Gestion des Emprunts (l'organigramme détaillé est présenté en annexe).

Dans ce qui suit nous allons seulement présenter le service gestion des emprunts qui constitue le service dans lequel nous avons effectué notre stage ;

4.2. Présentation du service gestion des emprunts

Les importations de biens et services entrant dans le cadre d'un projet planifié font généralement l'objet d'un financement extérieur, elles sont inscrites au plan de développement de l'entreprise et communiquées à ce service sous forme de crédits de paiement annuels.

L'intervention du service consiste à participer et à veiller à l'exécution des principales tâches suivantes:

- Mise en œuvre des moyens de financement;
- Utilisation du crédit;
- Suivi et remboursement du prêt;
- Situations diverses.

4.2.1. Mise en œuvre des moyens de financement

- Les informations nécessaires sur le dossier à financer sont obtenues, au moment des négociations du contrat commercial, auprès du département contrat (DF) ;
- Des offres de financement éventuelles peuvent être proposées par le partenaire étranger lors des négociations du contrat commercial ;
- Sur la base de ces éléments d'informations, une demande est introduite auprès de l'organe concerné (BNA-BAD)¹, soit pour soumettre des propositions éventuelles, soit pour la prospection d'un financement approprié ;
- L'obtention du crédit est formalisée par l'établissement d'une convention, devant lier l'entreprise au prêteur sous conditions auxquelles elle doit satisfaire ;
- Après examen et signature, la convention est retournée au prêteur à l'appui des documents suspensifs (statut de l'entreprise, pouvoir de signature, garanties, etc.) requis pour la mise en vigueur du crédit ;
- Une demande d'émission d'une garantie au titre de l'opération est introduite auprès de la banque en même temps qu'une demande d'autorisation d'endettement ;
- Les services de la Banque d'Algérie « chargés de gérer la dette » sont informés par la transmission d'une Fiche d'Identification Dette (FID) dûment renseignée et signée par le Président Directeur Général (PDG) d'Air Algérie ;
- Après délivrance de l'autorisation d'endettement par la BNA-DRICE, Air Algérie transmet l'original à l'agence d'exécution (BNA) et conserve une copie pour le suivi du dossier ;
- Préalablement aux déboursements, intervient la facturation des commissions (gestion, engagement) et frais éventuels ;
- Vérification, contrôle et paiement de la facturation.

4.2.2. Utilisation du crédit

- Réception de l'information concernant la réalisation du déboursement effectif ;
- Récupération de la facture ordonnancée y afférant.
- La sous direction budget est informé pour procéder à l'imputation de l'opération de déboursement;
- Sur la base de tous ces éléments précités, il est demandé au département finance et comptabilité de procéder à la comptabilisation du crédit;
- Parallèlement, Air Algérie communique l'information du déboursement à la BNA pour les besoins de statistiques de la dette ;
- La banque d'Algérie est informée au moyen d'une Fiche Echancier Dette (FED).

4.2.3. Suivi et remboursement du prêt

- Pour chaque crédit est prévu un échancier de remboursement fixant le principal et les intérêts ;
- Un mois avant la date d'échéance, il y a mandatement, comptabilisation de la dépense et instruction de paiement ;

¹ Banque Nationale d'Algérie-Banque Africaine de Développement.

- Le bénéficiaire, la Banque d'Algérie et l'organisme garant (BAD, Ministère des Finances) sont aussitôt avisés par courrier de l'initiation du paiement ;
- Le traitement et le suivi des réclamations liées aux emprunts de l'entreprise.

4.2.4. Situations diverses

Participation aux travaux du budget de l'entreprise et aux travaux du bilan comptable :

- Préparation des états annuels (en trois exemplaires) des prévisions budgétaires pour la Sous Direction du Budget (charges à décaisser, charges imputables à l'exercice et remboursement dette) ;
- Préparation des états annuels (en deux exemplaires) des emprunts et des charges à payer pour le département finances et comptabilité ;
- Pour les besoins d'assurance, un état annuel des crédits restants dus au titre des aéronefs est communiqué à la sous direction juridique ;
- Etablissement d'une situation trimestrielle des crédits destinés à la tutelle, la banque d'Algérie et BNA-DRICE (section de la BNA);
- Participation à d'autres travaux occasionnels demandés par diverses structures ;
- Transmission du bilan comptable aux organismes prêteurs ;
- Etude et traitement de cas éventuellement litigieux et liés à l'activité du poste.

Section 2 : Procédure d'émission d'un emprunt obligataire chez Air Algérie

La décision de financement d'une entreprise découle du besoin de disposer dans l'immédiat des capitaux lui permettant de financer des projets d'investissement.

Air Algérie a eu un besoin de financement pour l'achat et le renouvellement de sa flotte, pour cela elle a fait appel à l'emprunt obligataire.

Dans cette section, nous allons d'abord présenter les emprunts effectués par Air Algérie sur le marché obligataire Algérien et par la suite, nous essayons de cerner la procédure suivie à travers une étude détaillée sur un seul emprunt.

I. Evolution de l'emprunt obligataire chez Air Algérie

La compagnie Air Algérie a été la troisième entreprise à recourir à ce procédé en lançant trois emprunts obligataires en l'espace de 14 mois pour un montant total de 42,42 milliards DA destinés au financement de l'acquisition d'aéronefs¹.

Depuis 1999 jusqu'à 2005, Air Algérie, compagnie nationale de transport aérien s'était engagée dans un vaste programme de renouvellement de sa flotte. Un renouvellement qui s'est opéré en deux grandes étapes :

- **La première étape** a permis à Air Algérie d'acquérir 12 avions BOEING de nouvelle génération (7 BOEING 737-800 et 5 BOEING 737-600) entre 2000 et 2002;

¹ Rapport Air Algérie 2007 – 2008.

- **La seconde étape** consistait en un renouvellement lié à un plan de retrait de la vieille flotte. Air Algérie voulait acquérir 14 avions (6 ATR 72-500, 5 Airbus A 330-200, 3 Boeings B 737-800) entre 2003 et 2005 et ainsi, pouvoir retirer de l'exploitation la flotte ancienne (à l'exception des 3 B 767-300) durant l'exercice 2004.

En 2005, la flotte d'Air Algérie a été planifiée pour se voir entièrement renouvelée.

Le plan de financement d'Air Algérie a été conduit par la nécessité de laisser place à la modernisation et l'homogénéisation de la flotte qui lui permettra notamment :

- De rajeunir sa flotte considérablement : La moyenne d'âge est passée de 17 ans en 2003 à 3,5 ans en 2006 ;
- D'offrir aux passagers une meilleure qualité de service, d'améliorer la qualité des vols et de donner les moyens à la compagnie pour mieux affronter la concurrence au travers d'une meilleure fidélisation de la clientèle ;
- Une baisse significative des coûts d'exploitation (notamment pour les rubriques carburant et entretien avions) ;
- D'améliorer l'utilisation des appareils grâce à une plus grande flexibilité dans le planning des appareils ;
- De procéder à la mise en conformité de sa flotte aux nouvelles normes de navigabilité en vigueur dans l'espace européen.

Afin de pouvoir financer le programme d'acquisition de ses 14 appareils¹ (autofinancés à hauteur de 20 %, mais ayant recours à un financement extérieur garanti par les banques ECA's et EXIMBANK US pour les 80% restantes), le choix des différents Conseils Interministériels avait porté sur l'emprunt obligataire national par appel à l'épargne publique et privée. A ce titre Air Algérie a lancé trois (03) emprunts obligataire (deux (02) en 2004 et un(01) en 2005).

1. Première emprunt obligataire

Le premier emprunt obligataire de la compagnie Air Algérie d'un montant **de 4,4 milliards de dinars**, mobilisé en mars 2004 par appel restreint auprès des institutions financières, avait été prévu pour le financement des 6 ATR 72-500. Les Caractéristiques, garantie et utilisation des fonds collectés par cet emprunt, sont énumérés dans ce qui suit :

- Type d'Obligations : ordinaires ;
- Montant de l'emprunt : 4,4 Milliards de dinars émis en deux tranches :
 - 1ère tranche : 1,8 Milliards de DA sous le mode de « titres sériés » ;
 - 2ème tranche : 2,6 Milliards de DA.
- Durée :
 - Obligation de la 1ère tranche : 4 - 3 – 2 et 1 ans ;
 - Obligation de la 2ème tranche : 5 ans.
- Date d'émission : 29 et 30 mars 2004 ;

¹ Rappel : 6 ATR 72-500, 5 Airbus A 330-200 et 3 Boeings B 737-800.

- Echéance :
 - 1ère tranche : 1er Avril 2005 – 1er avril 2006 – 1er avril 2007 et 1er avril 2008 ;
 - 2ème tranche : 1er avril 2009.
- Valeur nominale du titre : 10.000 DA ;
- Nombre de titres : 440.000 ;
- Taux du coupon : 3% pour la 1ère tranche et 3,75% pour 2ème tranche ;
- Taux de rendement moyen obligation 1ère tranche : 2,07% ;
- Taux de rendement moyen obligation 2ème tranche : 2,36% ;
- Prix moyen de l'obligation 1ère tranche : 102,22 ;
- Prix moyen de l'obligation 2ème tranche : 106,47 ;
- Echéance des intérêts : annuelle (1 avril de chaque année) ;
- Type d'amortissement : in fine (Remboursement de l'emprunt dans son intégralité à la date d'échéance) ;
- Procédé d'émission : Adjudication à la hollandaise, appelée aussi « à prix demandé »
- Les Investisseurs ciblés: Investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances, caisses de retraites, Sicav, etc.) et la Banque accompagnatrice: Banque Nationale d'Algérie;
- Négociation : les obligations ne sont pas cotées en bourse. Toutefois, elles peuvent être négociées sur le marché hors bourse entre les intermédiaires habilités ;
- Visa de la COSOB : N° 04/01 du 11/03/2004 ; la notice d'information revêtue du visa temporaire de la COSOB (n° 04/01 du 11 mars 2004) a permis à Air Algérie de se présenter sur le marché national des capitaux en désignant la Banque Nationale d'Algérie, comme accompagnateur, courtier accrédité et chef de file. Air Algérie a signé avec la B.N.A. dans le cadre de cette opération une convention de courtage et d'ouverture d'un compte spécial. Après dépôt auprès de la COSOB de la notice d'information complétée par les informations résultant des séances d'adjudication (prix d'émission, taux de rendement, etc.) le visa définitif de la COSOB pour la notice d'information a été accordé à Air Algérie.
- Garantie de l'emprunt: Les six appareils sont hypothéqués au profit de la masse des obligataires. Affectation de la subvention annuelle versée par l'Etat au titre de sujétion de service public et réservée exclusivement au paiement des coupons ;
- Utilisation du produit de l'émission : Le produit net des obligations sera utilisé par l'émetteur pour financer 80% du coût d'acquisition de six (6) appareils aéronaves type ATR72-500. La proclamation officielle des résultats des adjudications a eu lieu le jeudi 1^{er} avril 2004. L'offre (18,59 milliards de dinars) a dépassé de (+ 422 %) la demande (4,4 milliards de dinars) d 'Air Algérie confirmant l'intérêt porté par les souscripteurs à cette opération .

2. Deuxième emprunt obligataire

Le deuxième emprunt obligataire est d'un montant de **24,89 milliards de dinars** mobilisé en Décembre 2004 pour le financement des 4 premiers Airbus A 330-200 qui étaient livrables en janvier 2005 (1 Airbus) , février 2005 (2 Airbus) et mars 2005 (1 Airbus) mais aussi de moteurs et pièces de rechange. Cet emprunt est effectué en deux tranches:

➤ **La première tranche** est d'une valeur de 14,18 milliards de dinars mobilisée auprès du grand public. Les Caractéristiques de l'emprunt obligataire d'Air Algérie destiné au grand public sont :

- Type d'Obligations : ordinaires ;
 - Forme des titres : dématérialisée ;
 - Montant de l'emprunt : 14,18 Milliards de dinars ;
 - Type d'amortissement : in fine (Remboursement de l'emprunt dans son intégralité à la date d'échéance) ;
 - Durée : 6 ans ;
 - Période de placement: du 02 Novembre au 09 Décembre 2004 ;
 - Lieu de souscription : les agences principales des banques suivantes : BNA –BEA – CPA- BDL – BADR ;
 - Echéance : 1 décembre 2010 ;
 - Valeur nominale du titre : 10.000 DA ;
 - Taux du coupon : taux progressifs ;
 - 3,75% pour les années (2005-2006) ;
 - 4,5% pour les années (2007-2008) ;
 - 6% pour les années (2009-2010) ;
- Soit un taux moyen de 4,75% à la fin de l'échéance de l'obligation.
- Echéance des intérêts : annuelle (1er décembre de chaque année) ;
 - Prix de l'obligation : 100% ;
 - Montant minimal à souscrire : 50.000 DA ;
 - Date d'admission en bourse : 12 février 2007 ;
 - Premier cours d'admission : 100,90.

➤ **La deuxième tranche** est de 10,71 milliards de dinars mobilisée auprès des investisseurs institutionnels :

- Type d'Obligations : ordinaires
- Forme des titres : dématérialisée
- Montant de l'emprunt : 10,71 Milliards de dinars émis en deux tranches :
 - 1^{ère} tranche : 7,5 Milliards de DA sous le mode de « titres sériés » ;
 - 2^{ème} tranche : 3,21 Milliards de DA.
- Durée :
 - Obligation de la 1^{ère} tranche : 4, 3 et 2 ans.
 - Obligation de la 2^{ème} tranche : 5 ans.
- Date d'émission : 19 Décembre 2004 ;
- Echéance :
 - 1^{ère} tranche : 20 Décembre 2006, 20 Décembre 2007 et 20 Décembre 2008.
 - 2^{ème} tranche : 20 Décembre 2009.
- Valeur minimale de souscription : 50 000 DA
- Valeur nominale du titre : 10.000 DA
- Taux du coupon : 3% pour l'obligation de la 1^{ère} tranche et 3,75% pour l'obligation de la 2^{ème} tranche.

- Taux de rendement moyen pour l'obligation : - la 1^{ère} tranche : 1,48%
- la 2^{ème} tranche : 2,26%
- Prix moyen de l'obligation : -la 1^{ère} tranche : 104,44
-la 2^{ème} tranche : 106,97%.
- Echéance des intérêts : annuelle (20 décembre de chaque année) ;
- Type d'amortissement : in fine (Remboursement de la 1^{ère} tranche aux échéances respectives 2006, 2007 et 2008 ; celui de la 2^{ème} tranche en 2009) ;
- Procédé d'émission : Adjudication à la hollandaise, appelée aussi « à prix demandé» ;
- Investisseurs ciblés: Investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances, Sicav,etc.) ;
- Fiscalité des titres de l'emprunt : Exceptées les obligations de la 1^{ère} tranche « titres sériés », les obligations bénéficient de l'exonération fiscale (IRG ou IBS) prévue à l'article 26 de la loi de finance 2004 ;
- Utilisation du produit de l'émission obligataire 2004 : Le produit net de l'émission sera utilisé par l'émetteur pour financer partiellement le coût d'acquisition de quatre (4) avions type A330-200, des moteurs et pièces de rechanges pour ces appareils. Les fonds levés seront déposés dans un compte « sous écrou » auprès de la BNA. Ils sont destinés exclusivement au paiement du coût des avions à acquérir dont la livraison est prévue au début 2005.

Le titre obligataire du transporteur aérien public a réuni les conditions d'admission à la cotation prévues par le règlement général de la Bourse puisque l'encours de l'emprunt obligataire a dépassé le seuil exigé des 100 millions de Dinars et sa diffusion a été opérée en direction de plus de 100 détenteurs de titres. Le cours de référence de la première séance de négociation en bourse du titre obligataire d'Air Algérie est fixé à 101.

3. Troisième emprunt obligataire

D'un montant de 13,13 milliards de dinars mobilisée en mai 2005 pour le financement du 5^{ème} Airbus A 330-200 et de 3 Boeings B 737-800.

Ce programme de modernisation de la flotte avait pour objet de permettre à Air Algérie de s'assurer une croissance rentable, d'accroître ses cash-flows sur les années futures et de se positionner comme compagnie leader dans le bassin méditerranéen. Son financement par appel à l'épargne publique avait contribué au développement du marché financier Algérien.

Plus récent encore, le dernier emprunt émis par Air Algérie en mai 2005, avait comme particularité l'option de remboursement par anticipation. En effet, le détenteur de ces obligations détient le privilège de se faire rembourser s'il le désire avant la date d'échéance par l'émetteur.

Un tel produit financier aura été introduit pour la première fois en Algérie et avait comme finalité de satisfaire à la fois les besoins d'Air Algérie qui requiert des fonds à moyen terme d'un côté et le désir des investisseurs qui préfèrent investir à court terme de l'autre côté.

C'est précisément pour cette raison, que nous avons jugé intéressant de voir de plus près cette nouvelle option d'emprunt fraîchement utilisée sur le marché Algérien.

Cette partie pratique portera donc sur l'étude d'une procédure d'émission suivie par Air Algérie concernant sa troisième ligne d'emprunt estimée à 13,13 milliards de dinars, une émission institutionnelle d'obligations encaissables par anticipation.

II. Etude de l'emprunt obligataire de 2005

L'assemblée générale ordinaire d'Air Algérie réunie le **29 Mars 2004** a autorisé, dans sa première résolution, le lancement d'un troisième emprunt obligataire auprès des institutions financières d'un montant de *treize milliards cent trente millions de dinars algériens* (**13 130 000 000,00 DA**) pour le financement du programme d'investissement de la société et donne mandat au conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre cette résolution.

La société doit présenter un document d'information destiné au public et dénommé «notice d'information» qui contient des renseignements sur l'organisation de l'émetteur, sa situation financière, but de l'émission et autres. Ces éléments d'information présentés doivent permettre à l'investisseur de fonder sa décision. La notice d'information est soumise au visa de la commission. Le visa porte sur la qualité de l'information fournie et sa conformité à la législation et à la réglementation en vigueur.

1. Informations concernant l'emprunt obligataire

La notice d'information est un document obligatoire qui est publiée par un émetteur de l'emprunt obligataire. Elle décrit ses activités, sa situation financière, le but de l'émission et autres informations nécessaires pour l'investisseur.

1.1. Présentation de l'émetteur

L'emprunteur est Air Algérie, entreprise d'exploitation des services aériens de transport public, régulier (vols charter), international ou intérieur, ayant pour objet le transport à titre onéreux de personnes, de bagages, de fret ou de courrier postal.

Air Algérie a le statut juridique d'une Entreprise Publique Economique (EPE), société par actions (SPA). Dans la configuration actuelle du secteur public économique adoptée par le Conseil des Participations de l'Etat (CPE) en septembre 2001, Air Algérie est classée en EPE non affiliée à une Société de Gestion des Participations (SGP).

1.2. But de l'émission

Cette émission est destinée à financer, en partie, le plan d'investissement d'Air Algérie pour l'acquisition d'un **(01) Airbus A 330-200** livrable en juin 2005 et de **trois (03) Boeing B 737** livrables en juillet 2005 (1 Boeing) et août 2005 (2 Boeing).

Cet emprunt servira à financer les 80% du coût d'acquisition des aéronefs, le reste (20%) sera autofinancé par Air Algérie.

1.3. Phase préalable à l'émission

Comme tout emprunt obligataire, l'émission d'Air Algérie nécessitait une bonne préparation. A cet effet, pour la mise en place de la première ligne d'emprunt qui a fait l'objet d'un travail intense de préparation (octobre 2003 à mars 2004), Air Algérie a bénéficié de l'assistance technique du cabinet STRATEGICA et d'experts canadiens en financement désignés par le Ministère des Finances. STRATEGICA en tant que conseiller financier a pour rôle :

- L'analyse de la situation financière de l'émetteur, sa capacité d'endettement et de remboursement ;
- De proposer un plan détaillé de financement ;
- De concevoir une structure d'emprunt adaptée aux besoins d'endettement et aux attentes des investisseurs (échéances, taux et montant appropriés à l'emprunt);
- D'accompagner l'émetteur dans la conformité aux exigences légales et réglementaires;
- D'établir une stratégie de mise sur marché des titres.

1.4. Les caractéristiques de l'emprunt

Les modalités caractérisant cette émission obligataire sont les suivants :

- **Emetteur** : L'entreprise Air Algérie, EPE-SPA ;
- **Le montant de cette émission** était donc d'une valeur de *treize milliards cent trente millions de dinars algériens* (**13 130 000 000,00 DA**) ;
- **Le nombre des titres** est de **1 313 000** obligations ;
- **Le montant des fonds levés** : **12 320 000 000,00 DA** ;
- **La valeur nominale** des obligations émises est de **10 000, 00 DA** par obligation ;
- **La durée de vie (Maturité) des obligations** est de **6 ans** à compter du 18 Mai 2005;
- **En cas d'encaissement par anticipation** la date peut être réduite à **trois (3) ans** ;
- **Particularité de l'émission** : Ces obligations peuvent faire l'objet «d'encaissement par anticipation», c'est-à-dire que le détenteur de ces titres pourra, s'il le souhaite, encaisser le montant des obligations à la date du **18 mai 2008** (période d'option : du 18/01/2008 au 18/03/2008).

Pour cela, le détenteur de ces obligations devra faire part, par écrit, à son teneur de compte conservateur, durant cette période d'option, de sa décision d'encaissement par anticipation.

Le teneur de compte conservateur transmettra, à la fin de la période d'exercice de l'option, l'état consolidé des demandes d'encaissement par anticipation à Algérie Clearing.

Algérie Clearing informera à son tour l'émetteur du nombre d'obligations qui ont fait l'objet de la demande de remboursement par anticipation au plus tard le **31 Mars 2008**;

- **Catégorie des titres** : Les titres émis sont des obligations **ordinaires** ;
- **La forme des titres émis** : Ce sont des obligations au porteur et dématérialisées. Les titres sont inscrits en compte auprès d'un des teneurs de comptes conservateurs habilités par la COSOB et choisi par l'investisseur lors de la souscription. Les titres sont admis aux opérations d'Algérie Clearing ;
- **Le mode d'émission** : L'émission est destinée exclusivement aux investisseurs institutionnels (banques, établissements financiers et compagnies d'assurance, etc.) ;
- Elle a été réalisée sous le procédé d'une **Adjudication « à la Hollandaise »** ou « à prix demandé » ;
- **La date de souscription** est le **11 Mai 2005** ;
- **La date de jouissance des obligations** est le **18 Mai 2005**, et le paiement du premier coupon interviendra le 18 Mai 2006¹ ;
- **Le taux du coupon** est de 4% par an ;
- **Les intérêts** sont payables annuellement à la date du règlement du coupon c'est-à-dire le **18 Mai de chaque année** jusqu'à la date d'échéance ;
- **La négociation des titres** se fera sur le marché du Gré à Gré entre les intermédiaires habilités, ces titres peuvent faire l'objet ultérieurement d'une demande d'admission en bourse ;
- **Prix de l'émission** : Les obligations ont été émises au prix moyen de **98,91 %** par obligation, les obligations sont intégralement réglées à la souscription ;
- **Remboursement du capital** : En totalité, à terme échu « *in fine* » à moins que l'option de remboursement par anticipation n'ait été exercée ;
- **La tenue du registre** : Les teneurs de comptes conservateurs de titres agréés se chargeront de la tenue des comptes des institutions adjudicatrices ;
- **Taux de rendement réel moyen pour le souscripteur²**: est de **4,21%** (selon le prix moyen issu de l'adjudication) si le détenteur du titre conserve l'obligation jusqu'à son échéance. Il est de 4,40% au cas de l'encaissement par anticipation (18 mai 2008);
- **Le régime fiscal** : conformément à l'article 26 de la loi de Finances 2004, modifiant et complétant l'article 63 de la loi de Finances 2003 , les intérêts et les plus values de cession des obligations sont exonérés de l'impôt sur le revenu global IRG ou sur l'impôt sur le bénéfice des sociétés IBS si le détenteur présente ses titres à l'encaissement à la date d'échéance fixée initialement le 18/05/2011. Par contre, si le détenteur choisit de présenter les titres « Encaissables par anticipation » pour rembourser à la date d'encaissement anticipée le 18 Mai 2008, les revenus perçus au cours des trois (3) années antérieures deviendront taxables et les sommes dues devront être acquittées selon les modalités fixées par la direction générale des impôts;

¹ Si c'est un jour férié, le paiement aura lieu le premier jour ouvré suivant.

² Ce taux n'est significatif que si les deux conditions suivantes sont satisfaites :

–Le souscripteur conserve son titre jusqu'à la date de remboursement de l'obligation ;

–Le montant des revenus annuels est réinvesti au taux de rendement réel moyen et ce, jusqu'à la date de remboursement de l'obligation.

– **les garanties offertes aux souscripteurs se résument aux points suivants :**

- Les obligations émises constituent un engagement direct et inconditionnel d'Air Algérie.
 - L'Airbus A 330-200 et les 3 Boeing 737-800 feront l'objet d'une hypothèque, au profit de la masse des obligataires, constituée par un acte authentique et inscrite sur le matricule aéronautique conformément aux dispositions de l'article 32 de la loi 98-06 du 27 Juin 1998 fixant les règles générales relatives à l'aviation civile
- Le produit de l'emprunt sera déposé dans un compte « sous écrou » à la Banque Nationale d'Algérie (BNA) et ne pourra servir qu'à payer l'achat des avions. A la livraison des appareils, Air Algérie s'engage à inscrire immédiatement une hypothèque au matricule aéronautique en faveur de la masse des obligations.
- Conformément aux dispositions du décret exécutif n° 03-501 du 27 Décembre 2003; Air Algérie a bénéficié durant cette année d'une subvention d'Etat en compensation financière des sujétions de service public assurées par Aire Algérie. Cette subvention est réservée exclusivement au paiement des coupons.

1.4.1. Les conditions juridiques et réglementaires en matière d'information

Une fois le profil de l'emprunt choisi, Air Algérie a soumis la notice d'information, au préalable, au visa de la COSOB. La notice, destinée aux investisseurs potentiels, comprend une étude détaillée de la faisabilité et de la rentabilité du projet. Elle constitue une base qui permet à l'investisseur institutionnel de fonder sa décision d'investissement. A cet effet, un visa N° 05-07 a été accordé à l'entreprise le 03/05/2005.

1.4.2. Désignation du chef de file

La notice d'information, revêtue du visa temporaire de la COSOB a permis à Air Algérie de se présenter sur le marché national des capitaux, en désignant la Banque Nationale d'Algérie (BNA), comme accompagnateur, courtier accrédité et chef de file.

La compagnie a signé avec la BNA dans le cadre de cette opération une convention de courtage ayant pour objet de définir et de préciser les termes et conditions selon lesquels la Banque Nationale d'Algérie BNA, en sa qualité de courtier accompagnateur, consent à la demande de l'entreprise Air Algérie, en sa qualité d'émetteur, de l'accompagner dans le processus de lancement de l'emprunt obligataire auprès des institutionnels jusqu'à l'émission finale des titres.

Ainsi, l'opération de démarchage auprès des investisseurs assurée par ce chef de file a débuté le 01/05/2005. La banque est également chargée de la gestion, du service financier de cette opération, de l'inscription de l'emprunt auprès d'Algérie Clearing et tout ce qui est lié au besoin de son inscription en bourse.

La banque est chargée aussi de l'ouverture d'un compte spécial au profit d'Air Algérie après que la convention soit signée.

1.5. Le lancement de l'emprunt

L'émission s'est opérée par voie d'adjudication dite « à la Hollandaise » ou « prix demandé », ce qui permet à l'émetteur de retenir après classement, les offres les plus intéressantes des candidats acquéreurs.

1.5.1. La préparation de la séance d'adjudication

Air Algérie communique au chef de file « BNA », cinq (5) jours avant la séance d'adjudication, la date limite de la soumission. A son tour, la « BNA » informe les investisseurs de la place par une lettre de confirmation indiquant la date d'émission, les caractéristiques des obligations émises et le montant total demandé.

A la réception de cette lettre, le front office de chaque institution financière procède à des simulations en prenant comme critères :

- Les taux limites des adjudications pour le même type d'obligations ;
- La tendance du marché obligataire ;
- La stratégie de la direction générale ;
- Le niveau de liquidité de l'institution ;
- Le produit potentiel.

Pour chacune des adjudications, il est fait au minimum trois simulations. Ces critères se font à l'aide du tableur dédié dans lequel les données suivantes sont saisies:

- Date de l'adjudication : 11/05/2005 ;
- Nature du titre, par exemple : obligation Air Algérie, 6 ans, coupon 4% échéant le 18 Janvier 2011 ;
- Maturité, exemple : 6 ans ;
- Nom de l'établissement souscripteur : BNA ;
- N° de compte courant du souscripteur, exemple : chez la banque d'Algérie ;
- Les offres exprimées en (%) du nominal ;
- Le montant total de la soumission.

Les informations ci-après sont générées automatiquement par le système :

- La durée en nombre de jours ;
- Le prix estimé de soumission ;
- Le décaissement brut ;
- Les intérêts bruts ;
- Les intérêts nets.

Ainsi, chaque délégué des différents investisseurs institutionnels prépare ses soumissions et se présente à la séance d'adjudication avec une lettre sous pli fermé et cacheté.

Les institutions éligibles à participer à l'adjudication sont les établissements bancaires et les investisseurs institutionnels.

1.5.2. L'adjudication

L'entreprise émettrice Air Algérie en collaboration avec la banque accompagnatrice BNA, procède à une large diffusion de l'information relative à l'entreprise destinée à l'investisseur potentiel (notice d'information, prospectus et la note de présentation).

Cette procédure est généralement réalisée un mois avant la date de déroulement d'adjudication, en plus, quelque jours avant l'émission, l'émetteur organise des journées d'information pour sensibiliser, informer et attirer les investisseurs désirant faire des placements dans le cadre des titres à émettre.

La séance d'adjudication a eu lieu le 11/05/2005 à l'hôtel EL AURASSI, Elle a été présidée par le courtier accompagnateur en présence de l'émetteur et d'un commissaire représentant l'autorité du marché (la COSOB), les offres devaient être déposées sous plis fermés le 11/05/2005 au plus tard à 11 heures. La date d'inscription en compte a été fixée au 18 Mai 2005.

L'adjudication s'est déroulée comme suit :

- Les investisseurs institutionnels engagés à souscrire des obligations mentionnent les montants demandés et les taux auxquels ils sont prêts à les acheter ;
- Chaque soumissionnaire doit faire une offre de 50 millions de DA au minimum. Les offres supérieures à ce seuil doivent être des multiples de (50) millions de dinars, soit 100, 150, 200, etc. Aussi, chaque soumission doit inclure au maximum 03 offres ;
- Le chef de file procède à l'ouverture des plis cachetés et à la lecture des offres en montant et en taux, tout en préservant l'anonymat des institutions présentes à la soumission ;
- A la vue des données et en fonction de la demande et des offres des souscripteurs, l'émetteur retient un taux limite pour la séance qu'il déclare publiquement. Les offres compétitives sur ses obligations sont retenues par ***ordre croissant***, en partant ***du taux le moins élevé jusqu'à épuisement du montant total de l'adjudication*** c'est-à-dire que toutes les offres exprimées en dessous du prix marginal retenu (prix limite) seront exclues ;
- En cas de soumission à des prix identiques à la dernière offre retenue, le reliquat (le reste) sera réparti au prorata des montants exprimés par chaque soumissionnaire;
- Les avis d'exécution reprenant le détail des montants adjugés seront transmis par le courrier accompagnateur aux institutions adjudicatrices.

1.5.3. Les résultats de l'adjudication

A l'issue des soumissions exprimées par les institutions, les délibérations ont donné lieu aux résultats suivants énumérés dans le tableau N°26 :

Tableau N° 26: Résultat de l'adjudication

Libellé	Obligations AH de 6 ans, 4 % échéance 18/05/2011 DZ0000020176
Montant total des offres exprimées	12 320 000 000,00 DA
Montant nominal de la soumission	13 130 000 000,00 DA
Taux plus bas adjugés	3,90 %
Taux limite retenu	5,10%
Prix limite (les prix les plus bas adjugés)	94,43 DA
Prix les plus hauts adjugés	100,53 DA
Taux moyen¹ pondéré adjugé	4,21%
Prix moyen pondéré adjugé	98,91 DA
Nombre d'offres exprimées	30 offres ²
Nombre d'offres retenues	19 offres
Nombre d'institutions soumissionnaires	20 Institutions
Nombre d'institutions adjudicatrices	8 Institutions

Source : Elaboré par nos soins d'après des documents de la direction financière d'Air Algérie.

- Parmi les banques et établissements financiers agréés : BNA, BEA, CPA, BADR, BDL, CNEP, SRH, ABC, NATEXIS-BANK, SOCIETE GENERALE, SOFINANCE, BNP PARIBAS et CITIBANK. Les souscripteurs retenus ont été : BNA, BEA, CPA, BDL et la CNEP.
- Parmi les investisseurs institutionnels agréés : SAA, CAAR, CAAT, CNMA, CCR, CASH et CIAR. Les souscripteurs retenus: SAA, CAAR et la CNMA.).

A partir de ces informations nous pouvons calculer le produit brut de cette émission.

•Produit brut de l'émission

Le produit brut de l'émission obligataire pour un montant nominal souscrit de 13 130 000 000,00 DA était de : **12 185 710 000,00 DA** ³.

1.6. Les frais relatifs à l'opération d'emprunt obligataire

A noter qu'Air Algérie, dans sa notice d'information, a donné une évaluation du montant global des charges liées à l'émission de la ligne d'emprunt, c'est-à-dire sur les 13 130 000 000,00DA levés.

¹ Selon le prix moyen issu de l'adjudication.

² Ce chiffre est une simulation de notre part, car ces informations restent confidentielles au niveau d'Air Algérie.

³ Notice d'information Air Algérie 2005.

Ainsi, nous avons procédé au calcul des charges relatives à l'emprunt étudié et ce, au prorata du montant émis.

Tableau N°27 : Les charges relatives à l'emprunt obligataire Air Algérie

Redevances de la COSOB : 0,075% du montant de l'émission	5 000 000,00 DA ¹
Rémunération d'ALGERIE CLEARING (adhésion, inscription en compte et opérations sur titres)	2 700 000,00 DA
Frais de chef de file « BNA » : 0,3 % du montant levé	36 557 130,00 DA
Frais de conseil financier « STRATEGICA »	25 000 000,00 DA

Source : Notice d'information d'Air Algérie 2005

Le montant des charges relatives à cette émission s'élève en HT à : **69 257 130,00 DA**

• **Estimation du produit net de l'émission**

Produit net = produit brut – charges de l'opération²

Produit net = 12 185 710 000,00 – 69 257 130,00

Le produit net de cette émission est donc de : **12 116 452 870,00 DA.**

Après déclaration du résultat, un procès verbal d'adjudication est dressé à cet effet et signé par les membres du comité d'adjudication avec remise d'un exemplaire pour chaque partie.

En outre, l'entreprise fait le même jour un communiqué de presse pour les médias concernant le déroulement de l'opération.

Après réalisation de ces phases, la séance est déclarée clôturée.

2. La phase de règlement/livraison

Les investisseurs dont les soumissions ont été retenues sont destinataires le jour J ou J+1 d'un avis d'exécution précisant le montant retenu, le prix et les conditions de l'offre retenus avec indication du montant total qui sera débité ou viré par l'institution.

La date de règlement-livraison est fixée à J+2 ouvrables de la date de l'émission soit, le 13/05/2005. Le règlement en espèce s'effectuera par le biais du Teneur de Comptes Conservateur « TCC » mandaté par chaque institution.

Le règlement/Livraison porte sur :

- L'espèce par paiement sur compte courant de l'institution (BNA) ;

¹ Cette redevance est plafonnée à cinq millions de dinars quelque soit le montant de l'émission (arrêté du 02/08/1998 portant application de l'article 3 du décret exécutif n° 98-170 du 20 Mai 1998 relatif aux redevances perçues par la COSOB).

² G.CAUDAMINE et J. MONTIER, Op. Cit., p.260.

- Le titre par virement au compte de l'institution chez le dépositaire central du titre.

De tout ce qui précède, nous pouvons conclure sur le fait que l'offre globale qui est de 12 320 000 000,00 DA présente seulement (93,83%) de la demande 13 130 000 000,00 DA d'Air Algérie, elle a été en dessous de 16,17%, mais restant satisfaisante et confirmant l'intérêt porté par les institutions financières qui désirent placer leurs liquidités dans de telles obligations.

Ainsi s'est déroulée et réalisée l'opération d'émission obligataire d'Air Algérie qui a sollicité le marché financier algérien.

3. Masse des obligataires

Conformément à l'article 715 bis 90 du Code du commerce (Décret législatif 93- 08 du 25 avril 1993) :« *Sauf restriction décidée par l'assemblée générale des obligataires, les mandataires ont le pouvoir d'accomplir au nom du groupement tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des obligataires* ».

Les porteurs d'obligations de cette émission sont réunis de droit dans une masse obligataire. L'assemblée générale de la masse des obligataires de l'emprunt obligataire Air Algérie a désigné la CNEP - banque en qualité de représentant des institutions financières.

Section 3 : Les critères d'aide à la décision de souscription à l'obligation Air Algérie et les résultats de l'opération

Sur le marché primaire, supposons qu'un investisseur institutionnel voulant placer une partie de sa liquidité dans les obligations d'Air Algérie. Pour ce faire, il devra faire un choix sur la base d'une étude qui déterminera sa décision en tenant compte de différents critères, parmi ces principaux critères, on trouve :

- La qualité de l'émetteur ;
- Les avantages tirés de l'opération.

I. Analyse financière d'Air Algérie avant l'emprunt obligataire 2005

En Algérie, l'investisseur institutionnel doit apprécier, lui-même, le niveau du risque d'insolvabilité de l'entreprise émettrice (Air Algérie) et ce, en s'appuyant sur les informations concernant sa situation financière actuelle et les projections faites sur la période de l'emprunt.

Les notices d'informations lui serviront donc de support puisqu'elles sont visées par la COSOB. L'analyse de la qualité de l'émetteur est alors faite par l'analyse de la situation financière de l'émetteur.

Cette analyse consiste à faire l'évaluation de l'entreprise émettrice avant le lancement de l'emprunt afin de déterminer si elle offre la possibilité d'y faire un bon placement sans courir un risque de défaut de paiement .

Air Algérie a mis à la disposition du cabinet d'expert, des conseillers financiers et des investisseurs institutionnels des états financiers (en particulier l'état des résultats et du bilan) que l'on retrouvera en (*annexes*) dans le but d'arriver à apprécier sa situation financière et ainsi, permettre d'une part, aux experts et conseillers financiers de fixer les modalités de l'emprunt en fonction des besoins de l'entreprise et de ses capacités et, d'autre part, de convaincre l'investisseur de souscrire à l'obligation qu'elle émet.

Sa santé financière et son potentiel de rentabilité sont approuvés par la COSOB, ce qui facilite la tâche à l'investisseur quant à la sincérité des informations fournies par l'émetteur.

L'information financière présentée tout au long de notre analyse est établie à partir des bilans et tableaux de comptes et de résultats de l'entreprise de 2001 à 2004 et des documents internes de la compagnie.

1. L'analyse de l'évolution des résultats

Cette analyse révèle à l'investisseur dans quelle mesure la direction fait bon usage des ressources de la société.

Nous nous intéresserons aux principaux indicateurs présentés ci-après : (*Voir les comptes de résultats en annexes*).

Tableau N° 28: Principaux indicateurs de l'évolution des résultats d'Air Algérie

(En milliers de dinars)

Indicateurs	2001	2002	2003	2004
CA (Chiffre d'affaires)	33 000 000 000	32 600 000 000	42 000 000 000	46 000 000 000
RN (Résultat Net)	116 000 000	243 000 000	11 575 000 000 ¹	279 000 000
CE (Charges d'exploitation)	36 592 190	35 258 563	41 328 094	46 564 906
RN/CA	0,35%	0,74%	27,55%	0,6%
CE/CA	1,10%	1,08%	0,98%	1,01%

Source : Fait par nos soins.

➤ Chiffre d'affaires

Durant l'année 2001, la compagnie a réalisé un chiffre d'affaires de 33 milliards de Dinars.

Pour l'année 2003, l'évolution du chiffre d'affaires est de +29% (Soit +9,4 milliards de dinars par rapport à 2002 et + 9 milliards par rapport à 2001). En 2004, il y a eu la même tendance haussière du chiffre d'affaires, il a atteint 46 milliards de Dinars, soit une augmentation de 39% par rapport à 2001.

¹ NB : Une subvention d'Etat de 12 milliards de dinars (nette d'impôts) a été octroyée à Air Algérie en 2003, pour compensation financière des sujétions de service public assurées par Air Algérie en 2000, 2001 et 2003.

➤ **Le résultat net de l'exercice**

L'activité d'Air Algérie dégage un bénéfice net en croissance continue jusqu'à 2003, il enregistre en 2002 une variation positive de plus de + 109,5% comparé à 2001 qui est due principalement à l'augmentation de la valeur ajoutée et de l'amélioration de l'excédent brut d'exploitation.

En 2004, le résultat net de la compagnie est de 2,79 milliards de dinars soit une croissance de +39% par rapport à 2001.

➤ **Les charges d'exploitation**

Les charges d'exploitation concernent toutes les dépenses identifiées par nature du groupe entrant dans le cadre de son exploitation normale. L'ensemble des dépenses de fonctionnement suit la tendance croissante du chiffre d'affaires.

Le calcul des charges d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires (ou la marge bénéficiaire d'exploitation) nous permet de constater que ces charges ont augmenté de 14% entre 2002 et 2003 (Soit + 4,3 milliards de dinars) à un rythme néanmoins inférieur à celui du chiffre d'affaires (+29% soit + 9,4 milliards de dinars).

C'est pour cette raison qu'Air Algérie avait pris en 2003 des mesures de réduction des coûts à caractère compressible et l'augmentation des recettes. Ces mesures ont permis l'amélioration des résultats de la Compagnie. En 2004 le chiffre d'affaires a atteint les 46 milliards de dinars soit une augmentation de 4 milliards de dinars par rapport au chiffre d'affaires réalisé en 2003.

2. L'analyse par les ratios

Il existe une panoplie de ratios financiers permettant d'analyser et d'apprécier la situation financière d'une entreprise.

Nous avons jugé utile, de calculer et d'interpréter les ratios clés énumérés dans le tableau ci-dessous :

Tableau N° 29 : Les ratios-clés d'Air Algérie

Intitulé	Désignation	2001	2002	2003
Ratio de liquidité générale	AE/DCT	2,05	1,12	1,36
Ratio d'autonomie	FP/Total dettes	0,99	0,87	0,92
Ratio d'endettement	Dettes/Total passif	0,46	0,53	0,42
Capacité d'endettement	FP/DLMT	1,65	1,73	2,21
Poids des intérêts	FF/CA	0,04	0,04	0,02
Rentabilité économique	RE/CA	- 0,55	-0,03	0,04
	FP/Total Actif	0,45	0,46	0,40

Source: Fait par nos soins.

Avec :

RE = Résultat d'exploitation ; CP = Capitaux permanents ; CA = Chiffre d'affaires ;
FP = Fonds propres ;
MLT = Dettes à moyen et long terme ;
AE = Actif d'exploitation (stocks+ clients + autres valeurs réalisables+ trésorerie) ;
DCT = Dettes à court terme (Dettes fournisseurs+ autres dettes à court terme) ;
FF = Frais financiers ; AN = Actif Net ;
CS = Capital Social.

Notre analyse se fera en fonction des trois (3) ratios de:

- Liquidité générale (solvabilité à court terme) ;
- Risque lié à l'endettement (la capacité d'endettement et la solvabilité à moyen et long terme) ;
- Rentabilité (économique et financière).

➤ La liquidité générale

Nous constatons une détérioration du ratio de liquidité générale traduite par une variation négative de -9,3% entre l'année 2001 et 2002 et qui connaît une légère amélioration en 2003. La capacité d'Air Algérie à honorer ses dettes à court terme est satisfaisante (l'actif d'exploitation peut faire face aux exigibilités des dettes à court terme, à titre d'exemple en 2003 il les couvre à 136%). *Air Algérie est une entreprise solvable à court terme.*

➤ Le risque d'endettement

- Le ratio d'autonomie financière

Face à une diminution des fonds propres de l'entreprise entre les années 2001 et 2002, le ratio d'autonomie financière a connu une variation négative de -12% passant de 0,99% à 0,87% (Air Algérie a consolidé sa structure financière par la mise en réserves du bénéfice), puis une amélioration de ce ratio est constatée en 2003.

La structure financière présentée par Air Algérie sur les trois derniers exercices est bonne en termes d'importance des fonds propres par rapport à la dette totale.

– **Le ratio d'endettement ou poids de la dette**

Entre 2001 et 2002, ce ratio est passé de 0,46 à 0,53 enregistrant ainsi une variation de +7%, et une variation de -11% entre 2002 et 2003, les dettes en représentent alors 42% des ressources en 2003. *Les créanciers d'Air Algérie sont protégés contre les pertes possibles en cas de liquidation.*

– **La capacité d'endettement**

On peut constater une nette amélioration de la capacité d'endettement de l'entreprise allant de 1,65 en 2001 à 1,73 en 2002 (variation positive de +8%) jusqu'à atteindre 2,21 en 2003 (évolution de 48%). Air Algérie a la capacité de remboursement de toutes ses dettes à moyen et long terme puisque le ratio est **supérieur à 1**, la norme est ainsi assurée. Nous déduisons donc que *l'autonomie financière est assurée à la fin 2003, donc pas de risque quant à la politique financière engagée. Donc, Air Algérie bénéficie d'une capacité d'endettement satisfaisante.*

– **Le poids des intérêts**

Sachant que ce ratio ne doit pas dépasser 3%¹, le rapport FF/CA est excellent, il a connu une importante baisse durant tous les trois (3) exercices, il est presque nul en 2003 et ce grâce aux remboursements de dettes antérieures et en parallèle une augmentation du chiffre d'affaires.

La rentabilité de l'entreprise permet de couvrir les frais financiers.

➤ **La rentabilité**

La rentabilité économique d'Air Algérie est de (-0,55) en 2001, elle enregistre une amélioration de (+52%) en 2002 passant ainsi de (-0,55) à (-0,03). Cette amélioration va continuer jusqu'à 2003 pour atteindre 0,04 (soit une augmentation de 7%). Ce dernier point s'explique par une augmentation du résultat d'exploitation qui suit l'évolution du chiffre d'affaires.

➤ **Le niveau des FP/Total actif**

Il est passé de 0,45 en 2001 à 0,40 en 2003. Cela veut dire qu'au 31/12/2003, plus de la moitié des actifs étaient financés par les fonds propres.

La structure financière présentée par Air Algérie sur les trois derniers exercices est bonne en termes d'importance des fonds propres par rapport à la dette totale.

Air Algérie présente au 31/12/2003 une situation financière saine.

¹ J.L. AMELON, « *Gestion financière* », Ed. Maxima, Paris, 2004, p.83.

II. Analyse financière pendant la période de l'emprunt obligataire

Sachant que cette partie n'entre pas dans la procédure d'émission d'un emprunt obligataire, mais elle vient à postériori ; nous avons souhaité néanmoins donner un aperçu sur la situation financière de la compagnie durant la phase de remboursement de l'emprunt ainsi que le fonctionnement du mode d'amortissement choisi pour cet emprunt *in fine* avec des données réelles tirés des documents fournis par Air Algérie.

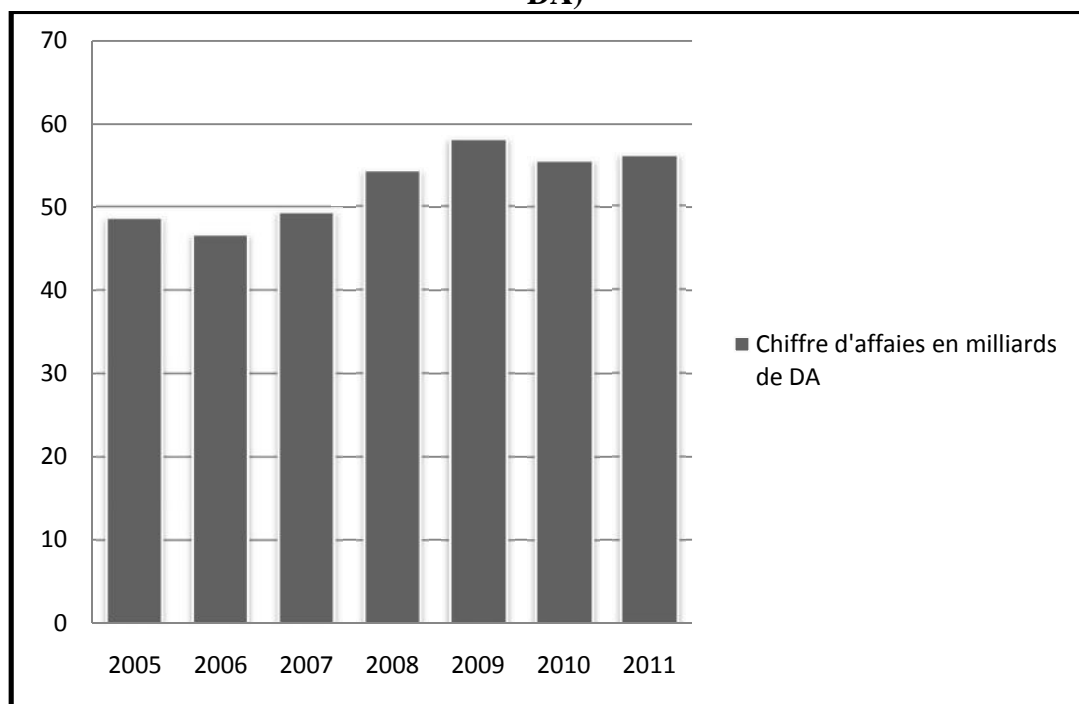
Dans ce qui suit nous allons procéder à l'analyse approximative de la situation financière durant la période 2005 - 2010 à partir de l'état des résultats et de ratios. Les informations sont extraites des bilans, des tableaux des comptes et de résultats non audités et d'autres documents de la compagnie.

1. Analyse et interprétation de la rentabilité par des extraits de tableau de compte et de résultat (TCR)

L'examen des résultats sera basé sur les chiffres d'affaires réalisés ainsi que les bénéfices nets de la compagnie durant la période citée précédemment.

Le graphe N° 17 présente l'évolution du chiffre d'affaires durant la période 2005- 2011.

Graphe N°17 : Evolution du Chiffre d'Affaires d'Air Algérie de 2005-2011 (en milliards de DA)



Source : fait par nos soins la base des documents internes d'Air Algérie

L'apparition de la concurrence en 2005-2006 a fait perdre à la compagnie beaucoup de parts de marché qui se traduit par la diminution du chiffre d'affaires de 48 milliards de dinars en 2005 à 46 milliards en 2006, soit une baisse de (4,1%).

Mais avec les changements de programme des vols, l'assainissement de la comptabilité, une politique tarifaire, appliquée notamment vers les destinations européennes et la révision des prix vers les destinations de l'Extrême-Sud du pays, la tendance a été renversée en 2007.

En effet, durant l'année 2007, Air Algérie affiche une progression du chiffre d'affaires de 6% (+2,7 milliards de dinars).

En 2008, la progression du chiffre d'affaires continue avec un montant de 54 milliards de dinars, soit 10% de plus qu'en 2007.

L'année 2009 a été la meilleure année pour la compagnie en termes de chiffre d'affaires. Il est passé de 54 milliards 364 millions de dinars en 2008 à 58 milliards en 2009, une progression de 7 %.

Air Algérie a fortement renforcé ses dessertes françaises et européennes (+669 vols) en 2010 améliorant ainsi sa présence au niveau des principales concentrations de la communauté algérienne.

Mais malgré la mise en place des capacités supplémentaires sur ces réseaux, le chiffre d'affaires réalisé est loin d'atteindre le niveau de 2009 (58 milliards de dinars).

Durant ces deux dernières années, Air Algérie a réalisé 56 milliards de dinars de chiffre d'affaires en 2011, une légère hausse par rapport à 2010 qui était de 55 milliards de dinars.

La progression moyenne du chiffre d'affaires, sur l'ensemble de la période étudiée, est de 15.1%

Dans ce qui suit nous présenterons l'évolution du résultat de la compagnie aérienne :

Tableau N° 30: Les principaux indicateurs de l'évolution du résultat d'Air Algérie

(En milliers DA)

Indicateur	2005	2006	2007	2008	2009
CA	48 000 000 000	46 000 000 000	49 000 000 000	54 000 000 000	58 000 000 000
RN	7 954 671	6 410 773	2 107 252	2 989 171	4 023 287
CE	53 197 561	50 281 013	54 436 458	57 731 849	63 738 656
RN/CA	16,5%	13,9%	4,3%	5,5%	6,9%
CE/CA	1,1%	1,09%	1,11%	1,06%	1,09%

Source : fait par nos soins sur la base des documents internes à Air Algérie

Durant la période 2005 - 2009, le bénéfice net d'Air Algérie est en baisse successive; il est passé de 7,9 milliards DA en 2005 à 4 milliards en 2009.

L'entreprise dispose d'une marge nette (rentabilité commerciale) très satisfaisante (bénéfice net/chiffre d'affaires) de 16,5% en 2005 et de 13,9% en 2006, en baisse en 2007 à 4,3%.

Le bénéfice après impôts, est passé de 2 milliards 10 millions en 2007 à 2 milliards 289 millions en 2008. Les résultats en nette amélioration en 2008 et 2009.

Cette baisse du résultat est due à plusieurs facteurs à savoir :

- L'augmentation des charges (Frais de maintenance des avions, les amortissements des avions et les pièces de rechange révisables, etc.) ;
- Taux de remplissage des avions "relativement bas" sur la plupart des lignes ;
- Ponctualité des vols et qualité des services tant au sol qu'à bord "dégradées" ;
- La subvention des billets des vols intérieurs et ce malgré le monopole d'Air Algérie institué sur cette catégorie de vol ;
- La révision des prix vers les destinations de l'Extrême-Sud du pays avec pour but d'accompagner le développement du tourisme ;
- Diminution du trafic sur les lignes régulières ;
- La politique tarifaire, appliquée notamment vers les destinations européennes, que la concurrence a imposé;
- L'insuffisance de la taille de la flotte au vu des ambitions politiques de l'État (ouverture de vols longs courriers vers la Chine et l'Amérique du Nord).

En 2006, les charges d'exploitation ont baissé de 19% par rapport à l'année qui précède suivant ainsi la baisse du chiffre d'affaires qui était de 48 milliards de Dinars en 2005 à 46 milliards de Dinars une année après.

A partir de 2007, l'ensemble des charges de fonctionnement (la marge bénéficiaire d'exploitation) suit la tendance croissante du chiffre d'affaires.

Les indicateurs financiers enregistrés au cours de l'exercice 2008 comparativement à l'exercice 2007 nous renseignent sur une progression significative du chiffre d'affaires avec une évolution positive de 10% et une augmentation limitée des charges d'exploitation (de 6%).

Nous constatons que sur l'ensemble de la période 2006 -2009, les charges ont augmenté de 20%.

En résumé, Les produits d'exploitation de la compagnie ont augmenté de 25% en cinq ans (2005 -2010) alors que les charges ont grimpé de 31%. Autrement dit, les charges ont augmenté plus vite que les recettes et les résultats d'exploitation sur les cinq dernières années ont baissé de 71%.

L'appréciation et le suivi de l'évolution de la situation financière de la compagnie peut être faite aussi par la méthode des ratios. Dans ce qui suit, nous allons nous intéresser au calcul de quelques ratios qui mettent en évidence la situation de l'entreprise durant la période 2006 -2009.

2. Analyse et interprétation de d'autres indicateurs financiers de la compagnie (par les ratios)

Pour l'analyse par les ratios, nous résumons dans un premier point, dans le tableau ci- après les différents ratios calculés pour la période 2006-2009 et dans le deuxième point, présenter l'analyse et l'interprétation des ratios calculés.

Tableau N°31 : Ratios déterminants l'évolution de la situation financière d'Air Algérie durant la période [2006 - 2009]

Ratios	2006	2007	2008	2009
Investissements : Investissements nets/total de l'actif	63%	58%	55%	51%
Stabilité financière : Capitaux permanents/ total passif	84%	81%	80%	73%
Autonomie financière à terme : Fonds propres/Capitaux permanents	64%	54%	58%	69%
Solvabilité immédiate : Disponibilités/Dettes à court terme	1,6	1,45	1,4	0,97
Couverture des intérêts : Bénéfice net + (impôts + intérêts)/intérêts ¹	3,07	2,05	3,2	3,5
Capacité d'endettement : FP/DLMT	103%	120%	134%	229%

Source : fait par nos soins sur la base des documents internes d'Air Algérie.

Avant de commencer l'analyse, il faut mentionner que vu l'importance du programme d'investissement lancé en 2004, le conseil d'administration de la compagnie a décidé que les bénéfices réalisées durant la période 2005- 2010 soient affectés en réserves.

La part significative des investissements durant la période 2005- 2009 est induite par les opérations suivantes : l'acquisition de nouveaux avions, un simulateur de vols, des pièces de rechanges et les études constatées en investissement pour la construction du nouveau siège de la compagnie à Dar El Beida.

Les investissements 2009 s'élèvent à 1,8 milliards de Dinar dont 0,4 milliards de dinars d'investissement aéronautiques.

L'actif immobilisé net est passé 63% en 2006 à 58% en 2007 puis à 51% en 2009. Cette baisse est justifiée par le niveau trop élevé des amortissements constaté sur le principal poste des immobilisations de la compagnie qui renferme les investissements aéronautiques.

Les capitaux permanents représentent durant la période 2006 -2009 successivement 84%,81%, 80% et 73% des ressources totales de la compagnie. Un ratio jugé correct pour le secteur d'activité (transport aérien).

¹ J.L. AMELON, *Op.Cit.*, p.90.

L'autonomie financière est assurée pour un ratio supérieur à 50%. Air Algérie affiche une bonne santé financière.

Le ratio de solvabilité immédiate mesure la capacité de l'entreprise à payer ses dettes à court terme par l'utilisation des disponibilités. Ce ratio doit être supérieur à 0,3¹. Le ratio d'Air Algérie est toujours plus élevé par rapport à la norme durant cette période.

Le ratio de couverture des intérêts indique la capacité de l'entreprise à s'acquitter des intérêts sur emprunts. Air Algérie peut faire face deux (2) fois en 2007 et trois (3) fois en 2006, 2008 et 2009 à ses paiements d'intérêts.

Air Algérie a une forte capacité d'endettement avec un ratio qui dépasse les 100% tout au long de la période 2006 - 2009.

En résumé, l'équilibre financier de la compagnie Air Algérie se maintient encore grâce à certains produits hors exploitation telles que la maintenance et l'assistance au sol ainsi que les subventions de l'Etat qui lui permettent de couvrir le déficit sur les dessertes internes.

Les déficits des résultats d'exploitation peuvent être expliqués par des situations qui n'ont pas évolué depuis la création de la compagnie dont les plus importants sont:

- L'emplacement à l'étranger des agences Air Algérie dans des quartiers de prestige à loyers ultra chers alors que le développement d'internet ne justifie plus l'existence même de ces agences;
- La politique de recrutement de la compagnie qui engendre des charges d'exploitation supplémentaires. A noter qu'en 2002, un bureau d'audit américain (spécialiste des conseils en stratégie) avait recommandé à la direction générale d'Air Algérie de fonctionner, pour la pérennité de l'entreprise, avec 5500 employés au plus.
- La politique estivale de leasing des avions et de leurs équipages qui n'est pas rentable;
- L'externalisation des formations (bien que la compagnie dispose de simulateurs) ;
- La maintenance qui coûte très cher à la compagnie ;
- La qualité du service de la compagnie est très faible.

Toutefois Air Algérie a honoré ses engagements vis-à-vis de ses prêteurs et elle a remboursé son troisième emprunt dans les délais prévus.

Le tableau ci-après a pour objet de présenter brièvement l'échéancier de l'emprunt concerné.

¹ J.L. AMELON, *Op.Cit.*, p.95.

Tableau N°32: Echancier de remboursement de la troisième ligne d'emprunt Air Algérie

Ballon (in fine) Echéance 18/05/2011		
Montant levé : 12 320 000 000,00 DA		
Date	Intérêt	Principal
18/05/2006	492 800 000,00	
20/05/2007 ¹	492 800 000,00	
18/05/2008	492 800 000,00	
18/05/2009	492 800 000,00	
18/05/2010	492 800 000,00	
18/05/2011	492 800 000,00	12 320 000 000,00
Total	2 956 800 000,00	12 320 000 000,00

Source : Direction des finances (année 2011).

Comme on peut le constater, le remboursement du capital s'est effectué à la date d'échéance, comme prévu au préalable, dans les conditions posées dans la notice d'information. Les coupons d'intérêts, quant à eux, sont remboursables le 18 Mai de chaque année.

III. Les avantages de l'opération d'emprunt obligataire pour Air Algérie

L'emprunt obligataire a permis à la compagnie nationale de tirer plusieurs avantages à savoir:

- Bénéficier de tous les avantages liés à la transformation d'un endettement extérieur classique de type crédit export ou leasing financier en un endettement national libellé en dinars sans garantie de l'Etat ;
- Le recours au marché obligataire national a permis à Air Algérie de minimiser le coût de l'emprunt et de se financer à un taux nettement inférieur au crédit bancaire classique (tant interne qu'externe) ;
- Cet emprunt domestique libellé en dinars élimine totalement le risque de change et la prime de risque associé à un financement extérieur,
- Position d'Air Algérie renforcée vis à vis de ses partenaires étrangers.
- Le marché a permis à la compagnie de diversifier les sources de financement puisque la masse obligataire (les créanciers) ne s'est pas limitée aux banques mais elle s'est élargie aux institutionnels et au grand public.

¹ Le 18/05/2007 était un jour férié (vendredi) pour cela, le paiement de l'intérêt s'est fait le premier jour ouvrable.

Fondé sur une enquête menée auprès de la compagnie d'Air Algérie, notre recherche nous a permis de comprendre les étapes essentielles de lancement d'un emprunt obligataire ainsi que les opportunités tirées de cette opération.

Le choix de ce type de financement pour la compagnie a été dicté par l'importance des fonds dont elle a besoin pour son investissement. De plus, l'emprunt obligataire a permis en effet à la société de se procurer les sommes d'argent dont elle a besoin à des conditions avantageuses et sans avoir à redouter un bouleversement de son actionnariat.

Pour ses obligataires, la compagnie leur a assuré la perception de l'intérêt annuel et d'être remboursé en priorité.

Pour cette émission obligataire, Air Algérie a été la première à introduire l'option de remboursement par anticipation afin d'offrir plus de souplesse à l'emprunt. Accompagnée par la BNA, il s'agit de son dernier emprunt conclu selon son plan d'investissement fixé au préalable.

L'émission obligataire d'Air Algérie est indéniablement un signal fort sur la place financière algérienne, pour au moins deux raisons :

- Elle inaugure une ère nouvelle ouverte sur la pratique transparente et éclairée des affaires;
- Elle apporte la substance homogène du tissu économique national et oblitère la frontière entre l'entreprise publique et l'entreprise privée.

La réussite de l'opération d'émission de l'emprunt Air Algérie indique aussi que le recours à l'emprunt obligataire est considéré comme une solution offrant une gamme étendue de possibilités accompagnées de souplesse, de simplification et de sûreté pas forcément retrouvées dans les autres modes de financement.

Pour pouvoir bénéficier de ces avantages et atteindre ainsi les objectifs fixés, une bonne préparation est plus que nécessaire au bon déroulement de l'opération.

La deuxième partie de notre travail qui consistait en une vérification et une validation empirique des expositions exploratoires et hypothèses de recherche nous amène à conclure que les entreprises algériennes font, de plus en plus, recours à l'emprunt obligataire vue l'avantage de coût qu'il présente par rapport aux autres sources de financements.

Aujourd'hui, avec les besoins de croissance rapide des entreprises, l'emprunt obligataire devient une véritable opportunité pour répondre aux besoins de financement.

Ces dernières le marché obligataire algérien a connu plusieurs opérations d'emprunts. Il a atteint en un laps de temps très court un encours de 139 Milliards de dinars¹. Un montant qui reflète réellement sa croissance rapide. Il a enregistré plusieurs émissions émanant des entreprises privées et publiques qui cherchent une diversification de leurs sources de financement à moindre coût.

Force est de constater que sur l'ensemble des emprunts obligataires émis, seuls 81,67 milliards de dinars ont pu être collectés auprès du grand public; soit presque 42% de l'encours disponible sur le marché. SONELGAZ occupe une bonne partie de ce segment avec 46 Milliards levés auprès du Grand Public, soit près de 45% de l'encours existant sur ce marché.

Par ailleurs, l'élargissement des produits obligataires offerts sur ce marché ont permis d'avoir un large choix d'investissements et qui peut être adapté aux besoins financiers variés des émetteurs.

Pour avoir des fonds nécessaires pour ses investissements, la compagnie Air Algérie s'est aussi présentée sur le marché obligataire. Elle a fait appel aux institutionnels et au grand public pour collecter un montant très important et elle a même associé à son dernier emprunt une nouvelle option qui consiste au remboursement des obligations avant la date d'échéance.

Avec le lancement de trois lignes d'emprunts, la compagnie a favorisé l'animation et la dynamisation du marché secondaire.

Le succès de ces emprunts lancées par l'ensemble des entreprises qu'elles soient privées (CIVITAL, ETRHB HADDAD, etc.) ou publiques (AIR ALGERIE, SONELGAZ, etc.) a encouragé d'autres à faire recours à ce procédé tel est le cas de Maghreb Leasing Algérie.

Grâce à notre étude du marché obligataire algérien, on a pu constater aussi que ce dernier est en développement continu, mais souffre encore de certaines faiblesses : Il est constitué principalement de titres d'Etat, de nombre réduit de titres obligataires dont certains arrivent à échéance, d'un système financier en surliquidité, d'entreprises privées qui continuent, quant à elles, à faire preuve de frilosité à se faire coter en bourse vue que la procédure exige comme on le sait, une transparence totale des comptes à laquelle les sociétés privées hésitent bien souvent à souscrire.

¹ Rapport de la COSOB 2010.

Conclusion générale

Le développement d'une entreprise est étroitement lié à son aptitude à maintenir un processus d'échange efficace et continu avec son environnement.

Outre les ressources matérielles et humaines, la relation d'échange se situe aussi au niveau des ressources financières. L'entreprise est appelée à atteindre les niveaux d'efficience, de productivité et d'ingénierie financière et commerciale de ses concurrents pour pouvoir survivre et se développer.

Pour se faire, l'entreprise est appelée, en plus de son financement interne à faire appel à des financements externes qui proviennent des banques et des marchés financiers.

Certes la banque représente une source de financement inéluctable et très importante, mais l'entreprise ne peut se financer uniquement par le crédit, au delà d'un certain niveau d'endettement, les frais financiers finissent par pénaliser de manière insupportable les résultats et à partir de là, les banques n'acceptent plus de prêter. De ce fait, les entreprises doivent trouver des moyens de financement directs, des financements qui en fait, ne deviennent exigibles qu'en cas de dissolution de la société tels que les actions, ou qui sont à très longues échéances tels que les emprunts obligataires.

A ce titre, le rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises n'a cessé de croître depuis les années 80. Ce dernier vise l'amélioration de la structure de capital des entreprises, par un meilleur équilibrage de leurs besoins en capitaux entre les emprunts et participations et le développement de leur efficacité économique.

De ce fait, procédé de financement à long terme par excellence, l'emprunt obligataire a su démontrer de nombreux avantages permettant ainsi aux entreprises de lever à long terme d'importants montants en capitaux.

Jusqu'à un passé récent, les entreprises faisaient appel, pour leur financement à des crédits obtenus auprès des banques et autres institutions financières. Mais ce système de financement a vite fait de montrer ses limites. Avec un faible taux de collecte de l'épargne de la part du système bancaire et financier, les crédits ainsi octroyés provenaient plus d'une création monétaire que d'un fond d'épargne préexistant; ce problème étant à l'origine de la forte inflation qu'a connue notre pays.

A contrario, l'emprunt obligataire s'appuie quant à lui sur la collecte directe de l'épargne. C'est dire toute l'importance liée à ce moyen de financement, qui outre le fait de procurer des ressources stables aux entreprises, permet également un financement sain de l'économie.

Pourtant, ce mode de financement se distingue par sa souplesse. L'entreprise émettrice peut avoir accès à plusieurs investisseurs à la fois et répond à des besoins en liquidité.

A cela, s'ajoute le fait que l'émission obligataire est un outil de financement dont le coût est faible contrairement aux autres modes.

Malgré un certain nombre d'opportunités de développement du marché financier Algérien, porté notamment par le processus de privatisation, le financement direct par l'emprunt obligataire ne s'est pas imposé dans la réalité économique et cela est dû à quelques contraintes aux quelles les entreprises algériennes se heurtent à savoir :

- La non-diversité des produits, le marché comprend principalement des obligations de cinq (5) ans, ce qui n'offre pas beaucoup d'alternative de financement.
- Une base limitée d'investisseurs faisant ressortir une proportion importante d'investisseurs bancaires, principaux joueurs sur le marché, notamment primaire. L'horizon de ces investisseurs reste plutôt court compte tenu de la structure de leurs ressources en comparaison avec d'autres investisseurs institutionnels tels que les assurances ;
- L'absence de culture boursière : Nous pouvons dire qu'il n'existe pas de culture boursière ou du moins il faudra beaucoup de temps et de moyens pour inculquer aux algériens une culture boursière. Cette dernière est donc loin d'être atteinte surtout lorsque la culture financière elle-même n'est pas présente dans la vie de la plupart des citoyens algériens. Ce qui fait qu'ils préfèrent mieux garder leurs argents chez eux (thésauriser) plutôt que de les déposer dans des comptes en banque. C'est claire, que ne connaissant pas ou n'ayant jamais entendu parler de la bourse des valeurs mobilières, l'investisseur ou l'entreprise ne s'orientera pas vers le marché boursier pour épargner ou bien collecter des fonds ;
- Le système financier Algérien ne dispose pas d'un éventail d'instruments financiers qui offre à l'épargnant le choix de type de placement selon ses objectifs ;
- L'absence d'un réservoir de ressources Les agents économiques garder leurs épargnes ou se contenter des produits traditionnels au lieu de les placer en bourse par crainte de ne pas être remboursés ;
- La faiblesse de la concurrence en raison d'un manque de compétitivité des émissions obligataires par rapport au financement bancaire. Des conditions d'octroi de crédit bancaire plus restrictives pourraient inciter les moyennes entreprises à s'adresser davantage au marché obligataire pour leur financement.

Le marché obligataire a pourtant fortement besoin d'être développé. Il y va de la santé de notre économie, en général, et celle des entreprises, en particulier, car l'option, actuellement prise, de faire appel quasi exclusivement aux banques pour financer le développement des entreprises risque d'être compromise à terme eu égard aux ratios prudentiels extrêmement restrictifs, qu'elles doivent respecter au détriment d'un grand nombre d'entreprises qui ne réunissent pas les critères d'éligibilité aux crédits bancaires.

Ce type de financement procure également des fonds disponibles de suite, juste après la clôture de la période de souscription et ce, à des conditions financières relativement avantageuses.

De plus, ce dernier n'étant assorti d'aucune condition quant à l'affectation des montants, il permet ainsi à l'entreprise d'évoluer en toute flexibilité.

Si le recours à l'emprunt obligataire semble attrayant pour les grandes entreprises, les pouvoirs publics le considèrent comme un excellent moyen de financement.

Ce marché peut efficacement contribuer à renforcer la Banque d'Algérie dans son rôle de régulateur de liquidité en incitant notamment les banques en surliquidités à convertir une part de leurs avoirs dormants en titres acquis sur les marchés obligataires.

Toutefois, un certain nombre de mesures peuvent être entreprises afin d'encourager l'essor de ce marché en Algérie telles que :

- Encourager l'émergence de réflexes d'épargne et de placement à long terme chez les agents économiques en prenant des mesures concrètes pour combattre la préférence générale pour la liquidité et la thésaurisation. Dans ce cadre, il est nécessaire de restaurer leur confiance en proposant des produits réellement rémunérateurs, sécurisés et bien assimilés du grand public. Il s'agit également de moderniser les services bancaires pour une meilleure qualité de prestations ;
- Instaurer une culture boursière dans la société de nature à favoriser la prédisposition des agents économiques à investir leurs épargnes en titres négociables en bourse. Une véritable politique de marketing boursier, visant faire connaître aux agents économiques (tant demandeurs que offreurs) l'utilité et l'importance du marché boursier, s'avère donc nécessaire. En effet, en introduisant les notions du marché boursier dans le système éducatif et à travers l'utilisation des différents médias et différents réseaux de communication (radio, télévision, journaux, revues, etc.), on fait connaître tous les boursiers aux investisseurs potentiels ;

- Pour gagner la confiance de l'épargnant, il est aussi souhaitable de l'assister et lui fournir des conseils en matière de placement, des bonnes opportunités pour investir et de se désinvestir. Inciter les entreprises publiques ou privées à adhérer à la cotation. Pour les entreprises privées, étant donné que la quasi-totalité sont constituées sous forme de SARL ou SNC, il serait opportun de les inciter à se constituer en sociétés par actions (SPA). Faut-il encore atteindre le capital requis pour se faire admettre en bourse et qui est de 100.000.000DA, ce niveau de capital paraît énorme pour les nombreuses « SARL à 100.000DA du secteur privé » ;
- Donc, il serait peu être judicieux, de segmenter le marché financier en marché officiel, second marché et hors cote selon le principe d'hierarchisation des normes d'accès/sortie. Cette hierarchisation permet d'ailleurs aux PME dynamiques n'ayant pas encore la dimension nécessaire pour accéder immédiatement à la cote officielle, de faire leurs premières armes en matière d'apprentissage boursier ;
- Mettre en place un système régulier d'information et d'analyse des sociétés faisant appel public à l'épargne ;
- Assainir et redresser les grandes entreprises afin qu'elles puissent redémarrer avec des structures financières leur permettant d'affronter la compétition et de consolider leur solvabilité, condition première pour leur intervention sur le marché financier dont le dynamisme dépend à son tour de leur présence ;
- Développer l'expertise auprès des banques en matière de montage et de conduite des grandes opérations financières ;
- Réduire le montant des garanties qui empêchent les entreprises privées de se lancer dans ce type de financement ;
- La mise en place d'une fiscalité de placement dans les valeurs mobilières adéquate : cette fiscalité doit être progressive. En effet, dans un premier temps (durant la phase de démarrage) il serait plus opportun d'attirer les investisseurs et non les spéculateurs vers le marché boursier, il faudra donc exonérer totalement les revenus variables (dividendes) et les revenus fixes (intérêts). Par ailleurs, pour décourager la spéculation, il faudra soumettre les plus values, issues de la cession des titres, à un taux d'impôt assez élevé. Dans ce cadre, la loi de finances pour 2004 a introduit des exonérations fiscales sur les valeurs mobilières inscrites à la cote officielle de la bourse pendant une période de cinq (5) années à compter de 2003 et ce conformément aux dispositions de l'article 26 de la loi de finances ;

- Il faut également penser à réduire les taux d'impôts sur les revenus issus de l'activité des OPCVM, à imposer faiblement les IOB afin d'attirer les intervenants sur ce marché ;
- Il faut aussi revoir les conditions d'accès au marché pour les entreprises. Certaines entreprises trouvent déjà que l'exigence des garanties constitue un facteur de blocage dans la mesure où ces garanties rendent davantage onéreux le coût final des émissions. De plus, il est impératif de réduire les commissions d'accès prélevées par différents organes (COSOB, Algérie clearing, etc.) qui sont excessives, ce qui peut constituer un frein au développement du marché.
- L'innovation de taille serait d'incorporer dans la note ou un indicateur d'appréciation du risque de solvabilité financière d'une opération ou d'une entreprise et à octroyer une mention correspondant aux perspectives de remboursement des créanciers. Elle fournirait une appréciation indépendante et fiable sur la capacité d'un émetteur à assurer le service de sa dette.

En somme, nous pouvons déduire que les fondements du marché obligataires sont là, mais il y a beaucoup d'efforts à faire encore vers un marché liquide et actif. Ceci dépendra sans doute du rôle à jouer par tous les intervenants : régulateurs, émetteurs et investisseurs.

A l'issue de ce modeste travail et à travers le cas pratique étudié, nous soulignons l'importance du marché obligataire dans le financement des entreprises, qui assurent à celles-ci une nouvelle alternative de financement plus avantageuse en matière de diversification, de coût et de régime fiscal.

Bibliographie

Références bibliographiques

I. Ouvrages

- AMELON J.L., « Gestion financière », Ed. Maxima, Paris, 2004.
- ANTOINE J. et CAPIAUHUART M .C, « Titres et bourse», Ed. De Boeck, Paris, 1999.
- ANTRIGUE D., « Comptabilité des sociétés et des groupes : Emprunts obligataires émis par les sociétés », PUF, 2010.
- ARNAULD D., « La bourse et les produits boursiers, marché, indices, action, produits dérivés», Ed. Ellipses, Paris, 2004.
- ARVISENET P., « Finance internationale », 2^{ème} édition, Ed. Dunod, Paris, 2008.
- ASPARRE H., « Apprendre la Bourse », Ed. Edouard Valys, Paris, 2005.
- BARREAU J., DELAHAYE J. et DELAHAYE F., « DECF 4, manuels et applications, gestion financière » 4^{ème} Edition, Ed. DUNOD, Paris 2005.
- BOUERE J.P., « Titres et emprunts obligataires », Banque édition, Paris, 1998.
- BRADLEY X. et DESCAMPS C., «Monnaie, banque, financement», Ed. Dalloz, Paris, 2005.
- BREALEY R., MYERS S. et ALLEN F., « Principe de gestion financière, 8^{ème} édition, Ed. Pearson, Paris, 2006.
- CAUDAMINE G. et MONTIER J., « Banque et marché financiers », Ed. Economica, Paris, 1998.
- CHOINEL A. et ROUYER G., « Le marché financier : structures et acteurs », Banque Editeur, Paris, 1993.
- CUTHBERTSON K., « Economie quantitative : actions, obligations et taux de change », Ed. De Boeck, Paris, 2000.
- De La BRUSLERIE H., « Gestion obligataire, marchés, taux d'intérêt et actifs financiers », Ed. Economica, Paris, 2002.
- DE LA BRUSLERIE H., « Gestion Obligataire Internationale », Ed. Economica, Paris, 1997.
- DEFOSSE G. et BALLEY P., « Les valeurs mobilières », Ed. Presses Universitaires de France, 1987.
- DE POSSON P., « Cours d'Economie financière et gestion de portefeuille », Ed. ICHEC, Bruxelles, 2006.
- DESBARRIERES N., « La bourse et ses back-offices », Ed. Economica, Paris, 1998.
- DE VAUPLANE H. et BORNET J., « Droit de la bourse», Ed. Dalloz, Paris, 1993.
- FERRANDIER R. et KOEN V., « Marché de capitaux et techniques financières », Ed. Economica, Paris, 1997.
- GITMAN L. et al : « Investissement et marché financier », 9^{ème} éd, Ed. Pearson, Paris, 2005.
- HUTIN H., « Toute la finance d'entreprise en pratique », Ed. Organisation, Paris, 2002.

JAFFEUX C., « La bourse et le financement des entreprises », Ed. Dalloz, Paris, 1994.

JEANNICOT K. et BEN LARBI S., « Management des risques financiers et marchés organisés », Ed. ECONOMICA, Paris, 2004.

JUGLAR M., « Traite de droit commercial », Banque édition, Paris, 1998.

JUVIN H., « Les marchés financiers », Ed. Organisation, France, 2003.

KOLIFRATH G. et JOURNE T., « Marchés monétaire et obligataire » tome 1, Ed. Revue Banque, Paris, 2003.

LEHMANN P.J., « Bourse et marchés financiers », Ed. Dunod, Paris, 2002.

LE SAOUT E., « Introduction aux marchés financiers », Ed. Economica, Paris, 2006.

MAINA E., « La gestion obligataire » Revue Banque Editeur, 2006.

MONTEIRO DA ROCHA P., « Financer votre projet d'entreprise », Ed. Organisation, Paris, 2000.

MATHIS J., « Marchés Internationaux des capitaux et gestion d'actifs », Ed. Economica, Paris, 2001.

MORISSETTE D., « Valeurs mobilières et gestion de portefeuille », Ed. SMG, Québec, 1993.

MYKITA P. et ALLATI C.J., « Comptabilité des sociétés », Ed. Foucher, Paris, 2007.

NAVATTE P., « Instruments et marchés financiers », Ed. LITEC, Toulouse, 1992.

OQIEN D., « Pratique des marchés financiers », Ed. Dunod, Paris, 2005.

PAGET-BLANC E. et PAINVIN N., « La notation financière : rôle des agences et méthodes de notation », Ed. Dunod, Paris, 2007.

PAINVIN P. B., « La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation », Ed. Dunod, Paris, 2007,

PICHET E., « Guide pratique des obligations » ; Ed. Sefi , Paris, 2007.

POTRAIT R. et PONCET P., « Finance de marché: Instruments de base, produits dérivés, portefeuille et risques », Ed. Dalloz, Paris, 2008.

QUITTARD PINON F. et Rolando T., « La Gestion du risque de taux d'intérêt », Ed. Economica, Paris, 2000.

RAVAZ G., « L'introduction en bourse, l'expérience des chefs d'entreprise », Ed. Galino, Paris, 2003.

RIPERT V.G. et ROBLOT R., « Traité de droit commercial », Ed. LGDJ, Paris, 1998.

RONCALLI T., « La gestion des risques financiers », Ed. Economica, Paris, 2004.

SCANNAVINO A., « Les marchés financiers internationaux », Ed. Dunod, Paris, 1999.

SIMON Y. et LAUTIER D., « Techniques financières internationales », Ed. Economica, Paris, 2003.

TEULIE J. et TOPSACALIAN P., « Finance », Ed. Vuibert, Paris, 1997.

TRIBULLE F.G., « L'émission de valeurs mobilières », Ed. Economica, Paris, 2000.

VITRAC D., « Droit de l'introduction en bourse », Ed. Revue banque, Paris, 2003.

II. Articles

Banque Royal de Canada, « Principes fondamentaux du marché obligataire », RBC DOMINION VALEURS MOBILIÈRES, Canada, 2005.

BOUGHAZI S., « Le marché obligataire en baisse : Des mesures pour un nouveau souffle », Jeune-Indépendant, 16/03/2011.

FLECHIR L. et VASELIN J.M., « La naissance du marché obligataire », LE MONDE ECONOMIE, de 3/07/1998.

KRUGMAN P., « Les marchés obligataires internationaux », La revue du financier, Ed. Dumont, Paris, N° 200, Mars- Avril 2011.

MALKIEL B.G, « Exception, bonds prices and the term structure of interest rates », Quarterly Journal of Economics, May 1962.

III. Mémoires et Thèses soutenus

AID H., « Bourse d'Alger, entre la réalité et les perspectives », mémoire de fin d'études en PGS, Ecole Supérieure de Banque, 2004.

BERRAG M., « Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances », Mémoire de fin d'études en PGS, Ecole Supérieure de Banque, 2006.

BOUKROUH F., « Gestion de portefeuille obligataire », Mémoire de fin d'études, École Supérieure de banque, 2008.

HAFIANE M. F., « La gestion de portefeuille obligataire au sein des banques : Cas de la BADR », Mémoire de fin d'études, École Supérieure de banque, 2010.

KUIATE SOBNGWI C., « Les enjeux de l'émission obligataire par les collectivités territoriales décentralisées », Mémoire de fin d'étude, Institut des Relations Internationales du Cameroun - DESS 2006.

NASSOUR I., « Stratégies de gestion obligataire et choix de benchmark, Mémoire de fin d'étude, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Agadir, 2004.

OMAROUYACHE R., « Le marché des valeurs mobilières et le rôle de la banque », Mémoire de fin d'études, Institut Supérieur de Gestion et de Planification (ISGP), post de graduation spécialisée, 2000.

YACOUBA D., « Le marche financier régional de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine », Mémoire de fin d'étude, Ecole Nationale d'Administration et de Magistrature (ENAM), Burkina Faso, Cycle Supérieur 2008.

IV. Textes officiels et réglementaires

Loi n° 88-01 du 02 janvier 1988.

Loi n° 03-04 du 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

Article 715 bis 36 du code de commerce.

Article 715 bis 81 du Code de Commerce Algérien.

Article 715 bis 82 du code de commerce.

Article 715 bis 103 du code de commerce.

Article 715 bis 114 (décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993) relatif aux obligations convertibles en actions de la sous section autres valeurs mobilières du code de commerce algérien.

Article 715 bis 116.

Décret exécutif n°91-169 du mai 1991, portant organisation des transactions sur valeurs mobilières.

Décret législatif n° 93-08 du 25 avril 1993.

Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, relatif à la bourse des valeurs mobilières, modifié et complété par l'ordonnance n° 96-10 du 10 Janvier 1996 et la loi n° 03-04 du 17 Février 2003.

Décret exécutif n°91-170 se rapportant aux variétés et formes de valeurs mobilières, ainsi que les conditions de leurs émissions.

Décret exécutif n°91-171 relative à la commission de bourse.

Décret exécutif n° 94- 175 du 13 juin 1994, portant statut du président de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse « COSOB ».

Décret exécutif n°94-176 du 13 Juin 1994, portant application de l'article 61 du décret législatif n° 93-10.

Décret exécutif n°96-102 du 11 Mars 1996, portant application du l'article 32 du décret législatif n° 93-10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

Décret n° 96- 134 du 13 Avril 1996, relatif aux modalités d'acquisition par le publique des actions et autres valeurs mobilières des entreprises publiques à privatiser.

Décret exécutif n° 96- 474 du 28 Décembre 1996, relatif à l'application des articles 8 et 23 de l'ordonnance n° 96-08 du 10 Janvier 1996, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), (SICAV), (FCP).

Ordonnance n° 95-22 du 26 Aout 1995, relative à la privatisation des entreprises publiques; Ordonnance n°95-25 Septembre 1995.

Ordonnance n° 96-08 du 10 Janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM, FCP, SICAV).

Arrêté de la 02/08/1998 portante application de l'article 3 du décret exécutif n° 98-170 du 20 Mai 1998.

Règlement COSOB N°96-02 du 22/06/1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission des valeurs mobilières.

Le règlement COSOB n° 96-03 du 03 juillet 1996.

Instruction COSOB N°97-03 du 30/11/1997.

V. Autres références bibliographiques

Communication dans les séminaires et colloques

Atelier Régional de Libreville (Gabon), Séminaire sur, « Développement du marché financier de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale », Douala, Cameroun, 29 et 30 Octobre 2009.

BOMPAIRE Frédéric, Séminaire sur : « Le marché obligataire », Hôtel EL Aurassi, Alger, 28 Avril 2007.

Commission d'Organisation et de Surveillance des opérations de Bourse, Séminaire sur « La procédure

d'appel public à l'épargne : Cas des emprunts obligataires », Hôtel EL Aurassi, Alger, 27/09/2004.

Commission d'Organisation et de Surveillance des opérations de Bourse, Séminaire sur «L'organisation et le fonctionnement de la bourse », Hôtel El Aurassi, Alger, 19,20 et 21 Novembre 2005.

LIZE Pierre, Séminaire sur « Les titres d'emprunt : Projet de renforcement de la COSOB, Hôtel El Aurassi, Alger, 27 Septembre 2004.

RABIA Hadj, Communication sur, « Le financement des entreprises par recours à l'emprunt obligataire », Hôtel EL Aurassi, Alger, septembre 2004.

Schumann Franck, Séminaire sur « Bourse: Théorie et pratique pour optimiser son portefeuille Courant », Hôtel Mercure, Paris, Novembre 2010.

Institut canadien de valeurs mobilières, Le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada, volume 2, Canada, 1997.

Dictionnaires

BRAUDO Serge, « Dictionnaire de droit », Paris, 1996.

DE LA BRUSLERIE H., «Encyclopédie des marchés financiers», Ed. Economica, Paris, 1997.

MARIN X., «Encyclopédie valeurs mobilières», Dalloz, Paris, 2003.

Rapports et notices d'information

Documents internes à la compagnie Air Algérie.

COSOB, Guide fonctionnement de la bourse.

COSOB, Règlement n°96-03 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse, Juillet 1996.

Notice d'information, Emprunt obligataire Société de Refinancement Hypothécaire, 2003.

Notice d'information, Emprunt obligataire Air Algérie, Mars 2004.

Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire Sonelgaz, Mars 2005.

Notice d'information, Emprunt obligataire ENAFOR, Novembre 2005.

Notice d'information, Emprunt obligataire CIVITAL, Décembre 2005.

Notice d'information, Emprunt obligataire Algérie Télécom, Septembre 2006.

Notice d'information, Emprunt obligataire EEPAD, TISP, Mai 2007.

Notice d'information, Emprunt obligataire ENTP, Décembre 2007.

Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire Sonelgaz, Juin 2008.

Notice d'information, Emprunt obligataire Dahli, Novembre 2008.

Notice d'information, Emprunt obligataire ETRHB Haddad, Juillet 2009.

Rapports annuels de la COSOB, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.

Rapport conjoint de FMI-Banque mondiale sur l'évaluation du secteur financier de l'Algérie, Juin 2004.

Listes des tableaux, graphes et figures

<i>Désignation</i>	<i>Titre</i>	<i>Page</i>
<u>Tableaux :</u>		
Tableau N°01	Structure de bilan avant recours à l'emprunt	16
Tableau N°02	Structure de bilan après augmentation de capital (recours à l'emprunt)	17
Tableau N°03	Présentation des émetteurs par catégorie des TCN	23
Tableau N°04	Prime relative aux obligations	41
Tableau N°05	Le remboursement in fine	47
Tableau N°06	Le remboursement constant	48
Tableau N°07	Le remboursement par annuités constantes	49
Tableau N°08	Les comptes utilisés chez la société émettrice d'un emprunt obligataire	56
Tableau N°09	Asymétrie des variations des prix des obligations	73
Tableau N°10	Variation des prix des obligations selon la maturité	75
Tableau N°11	Le montant de coupon	76
Tableau N°12	Effet du coupon sur la variation du prix des obligations	77
Tableau N°13	La convergence vers le pair des prix obligataires	78
Tableau N°14	L'échelle de notation des obligations selon Moody's et Standard & Poors et Fitch rating	91
Tableau N°15	La duration actuarielle	94
Tableau N°16	La sensibilité	96
Tableau N°17	Les conditions et garantis d'agrément des IOB	129
Tableau N°18	Exemple de fixing	138
Tableau N°19	Le marché des obligations corporatives cotées	164
Tableau N°20	Le marché des obligations corporatives non cotées	165
Tableau N°21	Fiche signalétique de l'identité d'Air Algérie	177
Tableau N°22	Evolution de l'effectif de la compagnie Air Algérie entre 2006 et 2010(en nombre)	179
Tableau N°23	Présentation de l'effectif d'Air Algérie en 2011	180
Tableau N°24	La flotte d'Air Algérie en l'an 2011	182
Tableau N°25	Fonctions occupées dans le pôle « opérations »	185
Tableau N°26	Résultat de l'adjudication	202
Tableau N°27	Les charges relatives à l'emprunt obligataire Air Algérie	203
Tableau N°28	Principaux indicateurs de l'évolution de résultat d'Air Algérie	205
Tableau N°29	Les ratios-clés d'Air Algérie	207
Tableau N°30	Les principaux indicateurs de l'évolution du résultat d'Air Algérie	210
Tableau N°31	Ratios déterminants de l'évolution de la situation financière d'Air Algérie de 2006 – 2009	212

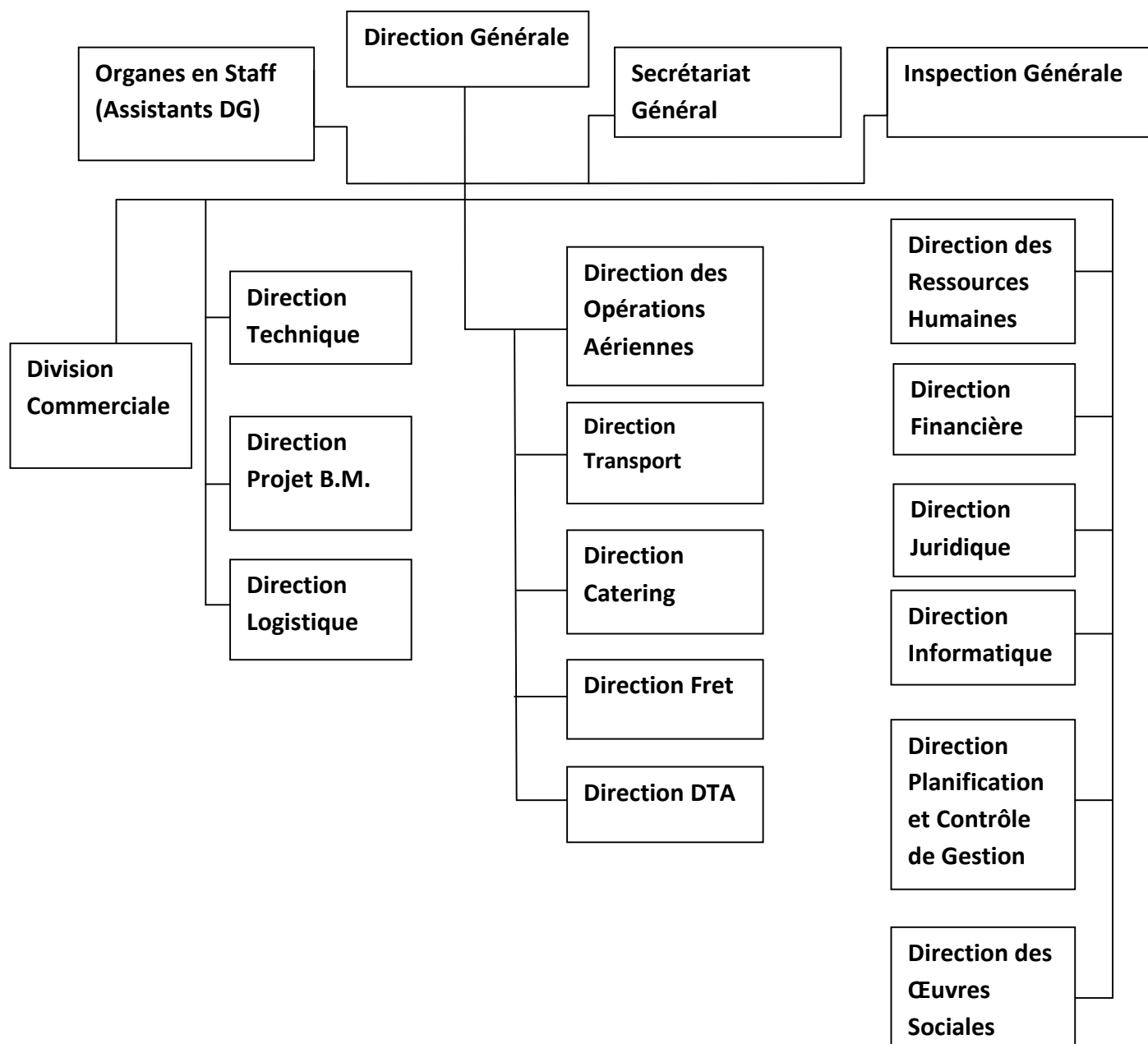
Tableau N°32	Echéancier de remboursement de la troisième ligne d'emprunt Air Algérie.	214
<u>Graphes :</u>		
Graphe N°01	Le remboursement in fine	47
Graphe N°02	Le remboursement constant	48
Graphe N°03	Le remboursement par annuités constantes	50
Graphe N°04	Relation entre le prix d'une obligation et le taux d'intérêt	72
Graphe N°05	Asymétrie des pertes et gains	74
Graphe N°06	Effet maturité	75
Graphe N°07	Effet coupon	77
Graphe N°08	Convergence vers le pair	78
Graphe N°09	Répartition du portefeuille euro- obligataire au 31/12/2010	115
Graphe N°10	Notation des émetteurs	116
Graphe N°11	Composition du portefeuille obligataire de marché en 2010(vente de titres)	153
Graphe N°12	Evolution des émissions corporatives de 1998 à 2010	159
Graphe N°13	Composition du portefeuille corporatif coté du marché	164
Graphe N°14	Composition du portefeuille corporatif non coté du marché	166
Graphe N°15	Evolution de l'effectif de la compagnie Air Algérie entre 2006-2010 en nombre	179
Graphe N°16	Structure de répartition de l'effectif par catégorie socioprofessionnelle	181
Graphe N°17	Evolution du Chiffre d'Affaires d' Air Algérie de 2005-2011 (en milliards de DA)	209
<u>Figures:</u>		
Figure N°01	Processus d'émission d'un emprunt obligataire	14
Figure N° 02	Etapes du remboursement de l'emprunt obligataire	15
Figure N° 03	Calcul du prix d'une obligation	83
Figure N° 04	Organisation du marché des capitaux	105
Figure N° 05	Organisation du marché obligataire	106
Figure N° 06	Organisation du marché secondaire	107
Figure N° 07	Les actions d'accompagnement pour la mise en place d'un marché des capitaux.	124
Figure N° 08	Le Dépositaire Central des Titres / les Teneurs de Comptes Conservateurs	132
Figure N° 09	Organisation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger et la mission de ses acteurs	135
Figure N° 10	Organigramme du groupe Air Algérie	188

Liste des abréviations

BMTN	Bon à Moyen Terme Négociable
BNA	Banque National d'Algérie
BTA	Bon du Trésor Assimilable
BTC	Bon du Trésor en Compte Courant
BTN	Bon de Trésor Négociable
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
DLMT	Dettes à Long et Moyen Terme
FCP	Fond Commun de Placement
IOB	Intermédiaires en Opérations de Bourse
OAT	Obligation Assimilable du Trésor
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPA	Offres Public d'Achat
OPV	Offres Publiques de Vente
SARL	Société A Responsabilité Limitée
SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SPA	Société Par Action
SVT	Spécialistes de Valeurs de Trésor
TCN	Titres de Créance Négociable

Annexes

Annexe N° 01 : Organigramme général de la compagnie Air Algérie



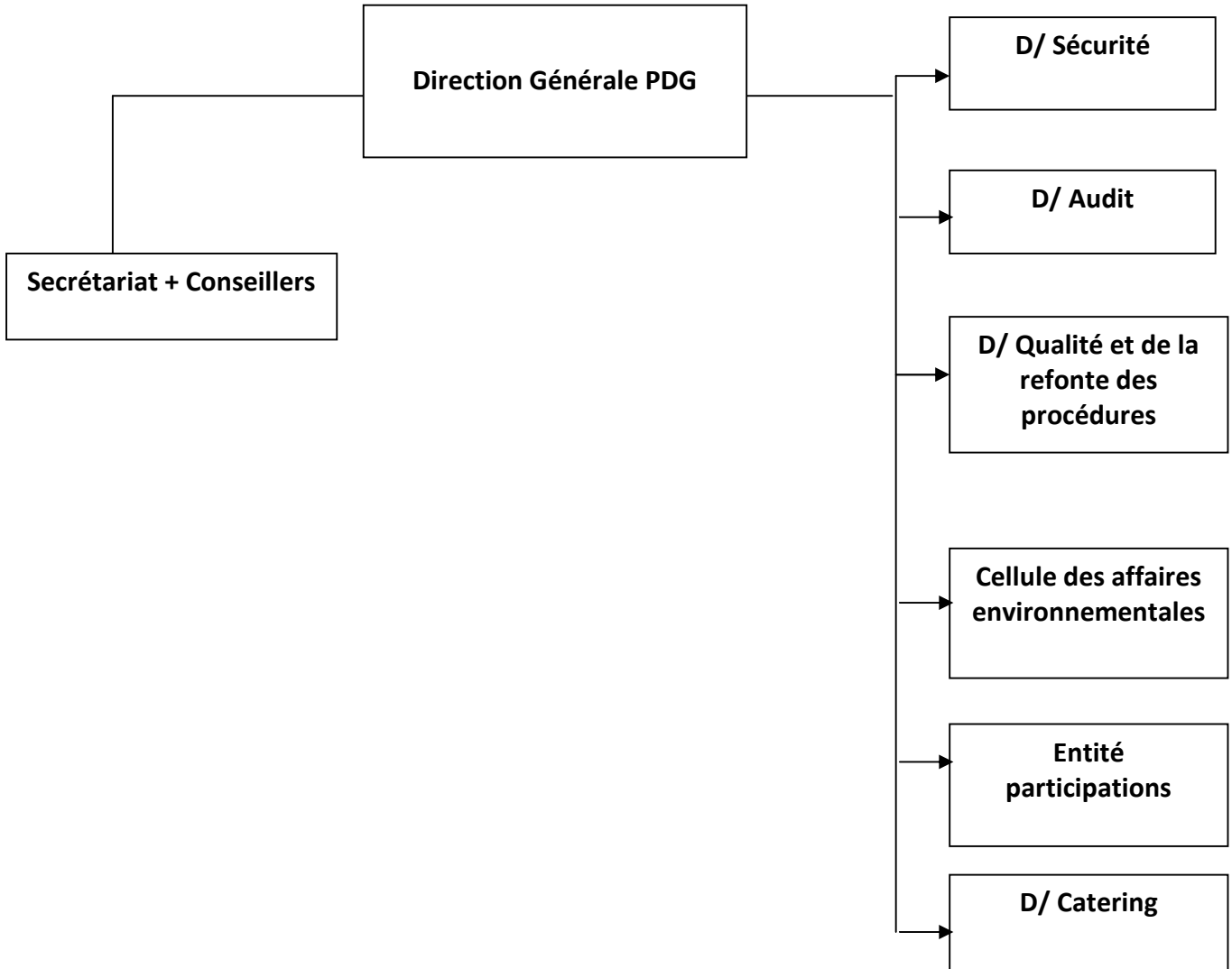
BM

DG : Direction Générale

DTA :

Source : Document interne à la direction finance

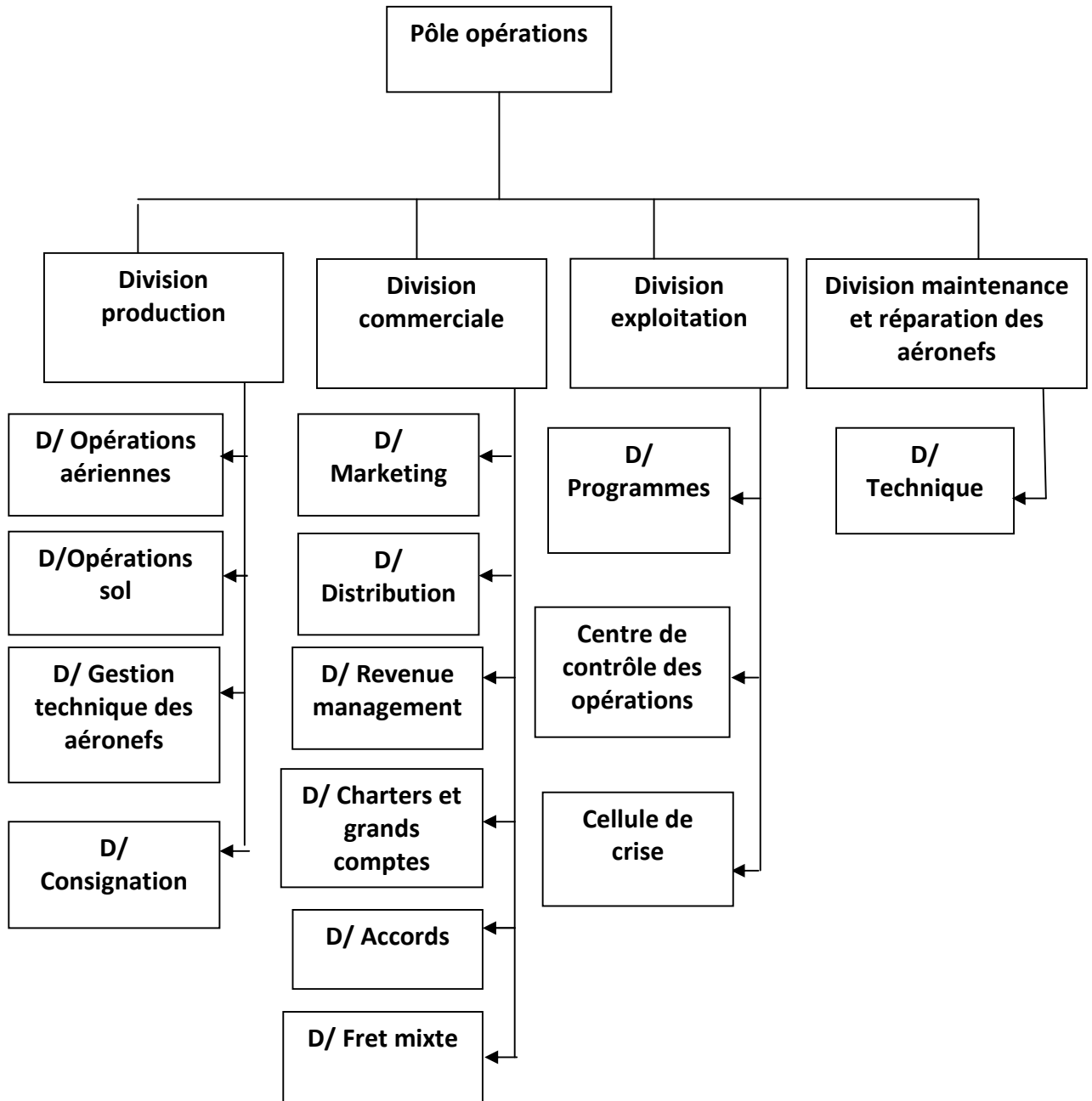
Annexe N°02 : Organigramme des structures en STAFF d’Air Algérie



D : Département

Source : Document interne à la direction financière d’Air Algérie.

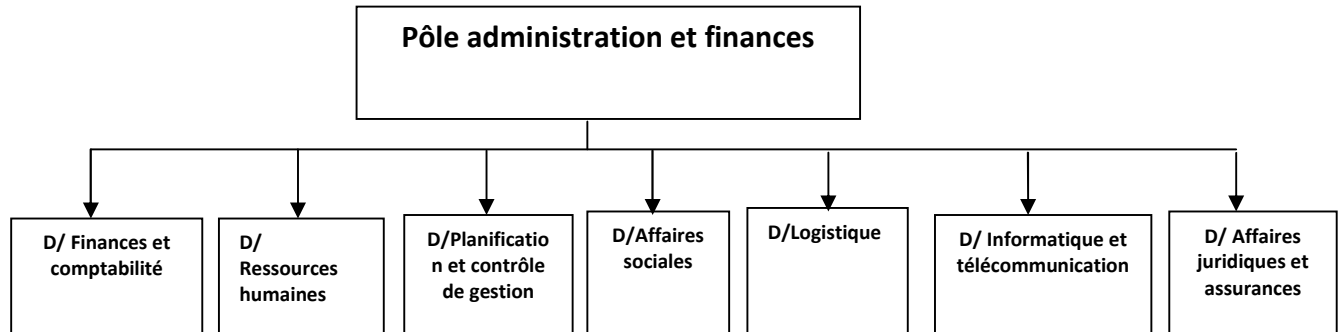
Annexe N°03 : Organigramme du pôle « opérations » d’Air Algérie



D : Département

Source : Document interne à la direction financière d’Air Algérie

**Annexes N°04 : Organigramme du pôle administration et finances d’Air
Algérie**



D : Direction

Source : *Document interne à la direction finance d’Air Algérie*

I. Informations sur l'organisme :

1. Quel est la dénomination sociale de l'entreprise ?

2. Pouvez-vous préciser l'adresse ou le siège social de l'entreprise ?
.....
.....

3. Date de création :

4. à qui appartient l'entreprise ?
a.Privé
b. L'Etat
c.Autre, précisez:.....

5. Quel est la nature juridique de l'entreprise ?
a.SPA
b.EURL
c.SARL
d.SA
e.Autre, précisez:.....

6. Quel est l'effectif de l'entreprise en 2011/2012 ?

7. L'entreprise est- elle ?
a.Un établissement financier
b.Une entreprise de production de biens
c.Une entreprise de services
d.Une entreprise commerciale
e.Autre, précisez :.....

8. Quel est l'objet social de l'entreprise?
.....
.....

9. Quel est le montant du capital social de l'entreprise ?

10. Ce capital est réparti en combien d'action ?

11. Est-ce que ce capital social est entièrement libéré ?

Oui

Non

12. Qui détient ces actions ?

a. Etat

b. Privé

c. Autre, précisez.....

13. Est-ce que l'entreprise a des filiales ?

Oui

Non

14. Quelles sont ces filiales ?

.....

.....

15. Est-ce que l'entreprise a des agences :

a. Sur le territoire national :

Oui

Non

b. à l'étranger :

Oui

Non

16. De combien d'agences commerciales l'entreprise est composée :

a. Sur le territoire national :

b. À l'étranger :

b.1. En Europe

b.2. En Afrique

b.3. En Asie

b.4. En Amérique

17. Combien de destinations la compagnie compte- elle ?

a. Internationales

b. Nationales

18. Quelles est la position concurrentielle de l'entreprise sur le marché national ?

a. Monopole

b. Oligopole

c. Autre, précisez :

19. Quel est la part de marché de l'entreprise durant la période 2005- 2011 ?

a. Sur le marché national : 2005 : 2006: 2007: 2008: 2009: 2010: 2011:

b. Sur le marché international: 2005: 2006: 2007: 2008: 2009: 2010: 2011:

20. Quel est le montant annuel moyen du chiffre d'affaires ?

II. INFORMATIONS RELATIVES AUX financements:

1. Est-ce que la société a fait appel à d'autres types de financements que l'emprunt obligataire ?

Oui

Non

2. Si oui, lesquels ?

a. Leasing Oui

Non

b. Crédit bancaire Oui

Non

c. Autofinancement Oui

Non

d. Augmentation de capital (émission d'action) Oui

Non

e. Autre, précisez

3. Est-ce que la capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise est suffisante pour couvrir ses besoins de financement ?

Oui

Non

4. L'entreprise utilise l'autofinancement pour financer ?

a. L'actif immobilisé Oui

Non

b. L'actif circulant Oui

Non

c. Trésorerie active Oui

Non

5. Est-ce que l'entreprise a procédé à l'augmentation du capital ? Oui Non

6. Cette augmentation du capital est :

a. Réservée aux anciens actionnaires

b. Avec appel à de nouveaux actionnaires

c. Par apport en nature

d. Conversion de créances

e. Autres, précisez :

7. En général quel est le type de financement à lequel l'entreprise fait appel le plus souvent ?

a. Crédit bancaire Oui Non

b. Autofinancement Oui Non

c. Autre, précisez :

8. Est ce que l'entreprise associe à chaque type d'investissement un financement spécifique ?

Oui Non

9. Est-ce que le recours aux financements externes a des conséquences sur l'équilibre financier global de l'entreprise ?

Oui Non

10. Est-ce que l'entreprise a pensé de faire recours à une nouvelle alternative de financement comme le capital investissement « venture capital » ?

Oui Non

III. Information relatives aux emprunts (endettement) :

1. Est-ce que l'entreprise a une capacité d'endettement? Oui Non

2. L'entreprise a souvent fait recours aux crédits

a. À court termes Oui Non

b. À moyen termes Oui Non

c. À long termes Oui Non

d. Autre, précisez :

3. Est ce que l'entreprise sollicite des établissements de crédit :

a. Nationaux Oui Non

b. Internationaux Oui Non

c. Autre, précisez :

4. Quel est la part de l'emprunt bancaire dans la structure de financement de l'entreprise ?
- a. Très importante
 - b. Moyennement importante
 - c. Peu importante
 - d. Autre, précisez:.....
5. Est-ce que les charges liées à l'endettement auprès des banques sont plus importantes que celles des autres modes de financement ? Oui Non

IV. INFORMATIONS RELATIVES AUX financements par emprunts obligataire :

1. Est-ce que l'entreprise a déjà émis un emprunt obligataire ? Oui Non

2. Combien d'emprunt obligataires la société a-t-elle lancé jusqu'à maintenant ?

- a. Aucun
- b. Un
- c. Deux
- d. Trois
- e. Plus

3. En quelles années ont eux lieu?

.....

.....

4. Est-ce que ces emprunts sont totalement amortis ? Oui Non

5. Ces emprunts sont t-ils des emprunts :

- a. Domestiques
- b. Internationaux (Euro-obligations)

6. Le dernier emprunt obligataire émis par l'entreprise remonte à quand?

7. L'appel à l'emprunt obligataire est dû à:

- a. L'insuffisance de l'autofinancement Oui Non
- b. La lourdeur des frais bancaire Oui Non
- c. La volonté de diversifier la structure de son capital Oui Non
- d. L'importance de montant de l'emprunt Oui Non
- e. Autre, précisez:.....

8. Quel est le montant de cet emprunt?

9. Quelle est la destination des fonds collectés ?

a. Accéder à une nouvelle technologie

Oui

Non

b. Changement de flotte

Oui

Non

c. Ouverture de nouvelles agences commerciales

Oui

Non

d. Autre, précisez:.....

10. Quelle est la banque chef de file qui va se charger de la mise en place de votre opération d'émission?

11. Qui est votre conseiller financier (personne morale)?

12. Quel est l'Établissement assurant le service financier de l'émetteur (paiement des intérêts)?

13. Est-ce qu'il ya un établissement qui va assurer le rôle de mandataire provisoire de la masse des obligataires ?

Oui

Non

14. Si c'est oui, indiquez, le nom de cet établissement ?

15. Est-ce que cet emprunt est réservé au :

a.Public

b. Banques et institutionnels

c. Autre, précisez:

16. L'emprunt est-il scindé en tranches ?

Oui

Non

17. En combien de tranches l'emprunt est divisé ?

a. Une

b. Deux

c. Trois

d. Autre, précisez:.....

18. Selon quel calendrier ?

Tranches	calendrier

19. Quel est le nombre d'obligations émis avec cet emprunt ?

20. Quelle est la valeur nominale de l'obligation ?

21. Quel est le prix d'émission des Obligations ?

22. Quel est le montant brut maximal de l'émission ?

23. Est ce que l'opération est soumise à un montant minimal ? Oui

Non

24. Quel est le montant des charges relatives à l'opération ?

25. Quel est le montant du produit net de cette émission ?

26. Si le montant final de l'opération est inférieur à celui de la fourchette présentée, est ce que l'opération est remise en cause ?

Oui

Non

27. Quelle est la durée de l'emprunt ?

a. 6 ans

b. 7 ans

c. 8 ans

d. 9 ans

e. Autre, précisez :

28. Quelle est la date de démarrage ainsi que la date d'achèvement de l'emprunt?

29. Quelle est la durée prévue de souscription ?

30. Si le nombre d'obligations disponibles pour la souscription est atteint avant la date de clôture prévue est ce que la souscription peut être interrompue avant son terme ? Oui Non

31. Quel est le type de ces d'obligations

a. Obligations à taux fixe

b. Obligation à taux variable

c. Autre, précisez :

32. Ces titres obligataires sont-ils?

a. Matérialisée

b. Dématérialisée

c. Autre, précisez

33. Les titres sont sous formes :

a. D'obligation au porteur

b. D'obligation nominative

c. Autre, précisez :

34. Existe-t-il des options associées au produit obligataire ? Oui Non

35. Est ce que l'entreprise a déjà émis des d'obligations convertibles en actions ? Oui Non

36. Le taux de l'intérêt (et le coupon) est de combien pour chaque tranche?

37. L'intérêt est-il ?

a. Fixe

b. Variable

c. Autre, précisez :

38. Cet intérêt sera t-il versé?

a. Annuellement

b. Mensuellement

c. Trimestriellement

d. Semestriellement

e. Autre, précisez

39. Est-ce qu'il présente un écart par rapport aux taux des emprunts d'Etat(OAT) ? Oui Non

40. De combien ?

41. Quel est le taux de rendement moyen réel du titre de chaque tranche ?

42. Est ce que le souscripteur va recevoir ce taux sans conditions ? Oui Non

43. Quel est le taux de rendement réel pour le souscripteur ?

44. Ces titres ont-ils fait l'objet d'une demande d'admission en Bourse ? Oui Non

45. Y- a-t-ils des conditions d'admission de ces obligations à la cote ? Oui Non

46. L'émission des obligations a été réalisée selon la méthode dite :

a. D'adjudication à la « Hollandaise »

b. D'adjudication à la « française »

c. Syndication

d. Autre, précisez :

47. Où se déroulent les séances d'adjudication ?

48. Une fois le montant exigé est atteint, comment la banque chef de fil vous communique les résultats ?

a. Téléphone

b. Fax

c. Internet

d. Autre, précisez :

49. Vous recevez les résultats de l'adjudication, quand ?

a. Le jour même

b. Le jour d'après

c. La semaine d'après

d. Autre, précisez

50. Les obligations de cet emprunt sont- elles négociées sur :

a. Le marché de gré à gré

b. Le marché organisé

c. Autre, précisez.....

51. Quel est le mode de cotation de ces titres ?

a. En continue

b. Au fixing

c. Autre, précisez :

52. Qui est chargé de la négociation des obligations ?

53. Est-ce que l'assimilation est applicable ? Oui

Non

54. Est ce que vous avez un syndicat d'émission qui va assurer la vente de ces titres auprès du public?

Oui

Non

55. Si oui, précisez son nom ?

56. Est-ce que le choix du syndicat est fait selon des critères précis ? Oui

Non

57. Est-ce que la souscription est plafonnée ? Oui

Non

58. Est ce que vous pouvez procéder au rachat des obligations ? Oui

Non

59. En cas de besoin de liquidité, est ce que le souscripteur peut négocier ses titres à tout moment auprès des intermédiaires habilités ?

Oui

Non

60. Les intérêts et autres revenus des obligations sont soumis :

a. IRG

b. IBS

c. Bénéficiant d'une exonération fiscale

d. Autre, précisez :

61. Si les obligations sont soumises à l'impôt, est ce que il va être sous forme de :

a. Prélèvement

b. Retenue à la source

c. Autre, précisez :

62. Est-ce que cette émission est adossée à une garantie spécifique ? Oui

Non

63. Différentes sortes de sûretés peuvent être constituées, quel type la société offre t- elle à ses investisseurs ?

a. Les sûretés réelles

b. Les sûretés personnelles

c. Les promesses de sûretés ou sûretés « négatives »

d. Autre, précisez.....

64. Est-ce que vous pouvez indiquer ce qui constitue ces suretés ?

a. De l'hypothèque

b. De mobilier

c. Autre, précisez :

65. Est ce que vous avez fait appel à des expert en financement ? Oui

Non

66. indiquez le nom de ces experts ?

67. Qui a désigné ces experts de financement?

a. La société

b. Le Ministère des finances

c. La bourse d'Alger

d. Autre, précisez:

68. Pour assurer le bon déroulement de l'émission obligataire, est ce que vous avez organisez des séances d'information avec les investisseurs potentiels ?

Oui

Non

69. Le produit de l'emprunt obligataire est t-il placé ?

Oui

Non

70. Comment est placé le produit de l'emprunt obligataire ?

a. Dans des comptes d'épargne rémunérés

b. dans des comptes d'épargne non rémunérés

c. dans des comptes à vue

d. Autre, précisez:

V. Traitement comptable de l'emprunt obligataire :

1. Quelle est la date de jouissance ?

2. Quelle est la date de règlement des Obligations ?

3. Quel est la date d'inscription en compte au nom du souscripteur des obligations ?

4. Selon les spécificités du contrat d'émission obligataire la modalité de remboursement de ces obligations est :

a. Le remboursement in fine

b. Le remboursement par séries « tranches égales ».

c. Le remboursement par annuités constantes

d. Zéro-coupon

e. Autre, précisez.....

5. L'obligation est remboursée :

a. Au pair

b. Au dessus du pair.

c. Au dessous du pair

d. Double prime

e. Autre, précisez :.....

6. Les obligations sont – elles remboursées :

a. Partiellement

b. En intégralité

c. Autre, précisez :.....

7. Ces obligations sont-ils remboursables :

a. Par anticipation

b. A l'échéance

c. Autre, précisez :.....

8. Est-ce qu'il y a une possibilité de remboursement de es obligations par anticipation ?

Oui

Non

9. Est-ce que toutes les obligations amorties ou achetées par ou pour le compte de l'émetteur sont annulées? Oui Non

10. Quel est la valeur comptable des suretés proposées par l'entreprise ?

VI. Impact du l'emprunt obligataire sur les performances de l'entreprise

1. Impact sur la situation financière :

1.1. Quels sont les apports positifs enregistrés par ce type de financement ?

- a. Est-ce qu'il a permis de renforcer la trésorerie nette de l'entreprise ? Oui Non
- b. Est ce qu'il a amélioré les équilibres financiers ? Oui Non
- c. Est ce qu'il a amélioré la rentabilité de l'entreprise ? Oui Non

2. Impact sur la structure de l'entreprise

2.1. Est-ce que l'investissement financé par l'emprunt obligataire à permet ?

- a. Accroissement de la production : Oui Non
- b. Réduction du prix de la prestation : Oui Non
- c. Amélioration de la qualité des services : Oui Non
- d. Autre précisez.....

3. Impact sur le marché

3.1. Est-ce que cet investissement a contribué à :

- a. Accroissement des ventes Oui Non
- b. Accroissement de la part de marché Oui Non
- c. Renforcement de la position concurrentielle de marché Oui Non
- d. Autre, précisez.....

4. Impact sur la rentabilité

4.1. Est-ce qu'il a permis :

- a. Un accroissement du chiffre d'affaire : Oui Non
- b. L'accroissement des charges : Oui Non
- c. L'accroissement du résultat : Oui NON
- d. Autre, précisez :

4.2. L'accroissement du chiffre d'affaire est il lié :

- a. Qualité des prestations : Oui Non
- b. Aux prix des prestations : Oui Non
- c. Aux quantités : Oui Non
- d. Autre, précisez :

5. Impact sur la stratégie financière :

5.1. Y-t-il une augmentation de la CAF de l'entreprise : Oui Non

5.2. La CAF sert elle à :

a. Accroître les investissements de l'entreprise : Oui Non

b. Croissance à terme : Oui Non

c. Distribution de dividende : Oui Non

d. Autre, précisez :

VII. Autres informations utiles :

1. Pensez vous que l'emprunt obligataire est le meilleur moyen de financement qui permet de procurer des ressources stables aux entreprises ? Oui Non

2. Peut-on le considérer alors comme un financement sain de l'économie ?

Oui Non

3. Est-ce que la société a rencontré des difficultés pour le lancement de l'emprunt?

Oui Non

4. Est-ce que l'opération s'est déroulée dans de bonnes conditions ? Oui Non

5. Le recours au marché obligataire national a-t-il permis à la société d'avoir des avantages comparant au crédit bancaire classique ? Oui Non

6. Selon votre expérience dans le financement par l'emprunt obligataire y a-t-il des insuffisances sur le marché financiers Algérien ? Oui Non

7. Pensez vous que ces insuffisances peuvent être remédiées ? Oui Non

8. Est ce que l'entreprise envisage le lancement d'autres emprunts obligataires à l'avenir ?

Oui Non

9. Est ce que vous conseillez les entreprises algériennes de recourir au marché obligataire pour avoir des fonds? Oui Non

10. Est-ce que l'emprunt obligataire est une réelle alternative de financement pour les entreprises Algériennes ? Oui Non

Table des matières

Table des matières

Introduction générale	01
Partie I : Les produits obligataires	05
Introduction de la partie I	06
Chapitre I : Aspects théorique de l'emprunt obligataire	07
Introduction de chapitre I	08
Section 1 : Historique et définition de l'obligation	10
I. Histoire et définition de l'emprunt obligataire	10
1. Genèse sur l'emprunt obligataire	10
2. Définitions	12
2.1. Les emprunts indivis	13
2.2. Le recours à l'emprunt obligataire.....	14
II. Les obligations et les autres valeurs mobilières.....	18
1. Définition de l'obligation.....	18
2. L'obligation et la notion de valeur mobilière.....	19
3. Les obligations comparaison avec d'autres titres	20
3.1. Obligations et actions	20
3.2. Comparaison des obligations avec les titres de créances négociables	23
3.2.1. Ressemblances entre les obligations et les TCN.....	24
3.2.2. Différences entre les obligations et les TCN.....	24
4. Les différentes formes d'obligations.....	25
5. Droits attachés aux obligations.....	25
5.1. Droit patrimonial et montant nominal	26
5.2. Droit financier.....	26
5.2.1. Le capital	26
5.2.2. Les intérêts	27
5.2.3. La prime.....	27
5.2.4. La garantie.....	27
Section 2 : Les différentes catégories des obligations	28
I. Classement des obligations par taux d'intérêt.....	29
1. Les obligations à taux fixe.....	29
2. Les obligations à taux variable.....	30
2.1. Les obligations à taux flottant	30
2.2. Les obligations à taux révisable	30
II. Classement des obligations par nature	31
1. Les obligations émises par le secteur privé.....	31
1.1. Les obligations optionnelles	31
1.1.1. Les obligations échangeables	31
1.1.1.1. Les obligations échangeables en actions.....	31
1.1.1.2. Les obligations échangeables en obligation	32
1.1.2. Les obligations convertibles en actions.....	32
1.1.3. Les obligations avec possibilité d'échange.....	34
1.1.3.1. Les obligations échangeables	35

1.1.3.2. Les obligations à bon d'échange.....	35
1.1.4. Les obligations à bon de souscription	35
1.1.4.1. Les obligations à bon de souscription d'action.....	35
1.1.4.2. Les Obligations à Bons de Souscription d'Obligations (OBSO).....	36
1.2. Les obligations à fenêtre	37
1.3. Les obligations à coupon zéro	37
1.3.1. Les véritables obligations à coupon zéro.....	37
1.3.2. Les obligations à coupon différé	38
1.3.3. Les obligations démembrées	38
1.4. L'obligation subordonnée à durée indéterminée	38
2. Les obligations d'Etat.....	39
2.1. Les bons du Trésor	39
2.2. Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)	39
Section 3 : Caractéristiques des obligations.....	40
I. Valeurs et concepts relatifs à la vie d'une obligation.....	40
1. Les valeurs des obligations	40
1.1. Le nominal ou valeur d'émission	40
1.2. Le prix de l'obligation	40
1.3. Le prix d'émission	41
1.4. La prime d'émission	41
1.5. Le prix de remboursement	42
2. Concepts relatifs à la vie d'une obligation	42
2.1. La durée de vie l'emprunt.....	42
2.2. La date de souscription ou de règlement	42
2.3. La date de jouissance	42
2.4. La maturité	42
II. Rémunération et modalités de remboursement.....	43
1. La rémunération des obligations.....	43
1.1. Le taux d'intérêt nominal ou facial	43
1.2. Le taux réel	43
1.3. Le Taux de Rendement Réel (TRR)	44
1.4. Le taux de rendement courant (current yield)	44
1.5. Le taux de rendement à l'échéance (yield at maturité) ou le taux actuariel.....	45
2. Les modalités de remboursement des obligations.....	45
2.1. Le remboursement in fine	46
2.2. Le remboursement par amortissements constants	47
2.3. Le remboursement par annuités constantes.....	49
3. Autres formes d'amortissement de la dette.....	50
3.1. Le remboursement anticipé	50
3.2. Le rachat des obligations en bourse.....	51
Conclusion de chapitre I	52
Chapitre II : Aspects techniques des titres obligataire.....	53
Introduction de chapitre II.....	54
Section 1 : Le traitement comptable d'un emprunt obligataire.....	55
I. La comptabilisation chez l'emprunteur et le prêteur.....	55

1. Les comptes utilisés chez la société émettrice d'un Emprunt Obligataire (EO).....	55
2. La comptabilisation chez l'emprunteur	57
2.1. Frais d'émission.....	57
2.1.1. Déduction immédiate.....	57
2.1.2. Etalement.....	57
2.2. Primes de remboursement.....	58
2.2.1. Calcul de la prime de remboursement.....	58
2.2.2. Traitements comptables.....	58
2.3. Intérêts courus.....	58
2.3.1. Calcul des intérêts courus.....	59
2.3.2. Traitements comptables des intérêts courus.....	59
2.4. Bilan de l'emprunteur.....	59
3. La comptabilisation chez le prêteur.....	60
3.1. Accord du prêt.....	60
3.2. Perception des intérêts.....	60
3.3. Remboursement du prêt.....	60
3.4. Encaissement d'une annuité	60
3.5. Intérêts courus non échus.....	61
II. La comptabilisation de l'émission de l'emprunt et le rachat des obligations en bourse.....	61
1. Emission de l'emprunt	61
1.1. Cas particuliers de souscription.....	62
1.2. Ecritures à l'échéance.....	63
1.3. Ecritures d'inventaire.....	64
2. Comptabilisation chez les obligataires.....	65
3. Rachat en bourse des obligations.....	65
Section 2 : Techniques d'évaluation et mode de cotation des obligations.....	65
I. Mode de cotation des obligations.....	65
1. Définition de la cotation	66
2. Types de cotation.....	66
2.1. La cotation en continue	66
2.2. Cotation au fixing	67
3. La cotation des obligations.....	67
II. Principe d'évaluation d'une obligation.....	68
1. Evaluation obligations fixes et variables sur le marché	68
1.1. La rentabilité de l'obligation	69
1.1.1. Le taux de rendement actuariel à l'émission	69
1.1.2. Taux de rendement actuariel sur le marché secondaire.....	70
1.2. Le prix de l'obligation	71
2. Les taux d'intérêt	72
3. Evaluation des obligations avec option de remboursement anticipé	79
3.1. Option de remboursement au gré de l'émetteur (call).....	79
3.1.1. Analyse de l'investisseur	80
3.1.2. Analyse du de l'obligation à option call	80
3.2. Obligations rétractables (put).....	80
4. Evaluation des obligations à taux unique (coupon Zéro).....	81
Section 3 : Les risques liés au placement obligataire.....	81
I. Les différents inhérents aux obligations	84

1. Les risques systématiques.....	84
1.1. Le risque de taux d'intérêt	84
1.2. Le risque d'inflation.....	85
1.3. Le risque de change	85
1.4. Le risque politique ou juridique	85
2. Les risques spécifiques	85
2.1. Le Risque de crédit ou risque de non-paiement.....	86
2.2. Risque de liquidité	86
2.3. Risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur	87
3. Autres risques	87
3.1. Le risque de portefeuille	87
3.2. Le risque opérationnel	87
II. Mesure du risque crédit et du taux d'intérêt.....	88
1. Mesure de risque de crédit des titres obligataires	88
1.1. La notation des titres obligataires.....	88
1.1.1. Présentation générale de la notation financière et des agences de notation.....	88
1.1.2. Impact de la notation	91
1.1.3. Les limites de la notation financière	92
1.2. Écart de taux	93
2. Mesure de risque de taux d'intérêt.....	93
2.1. La duration	93
2.2. La sensibilité.....	95
Conclusion de chapitre II	97
Conclusion de la partie I	98
Partie II : L'emprunt obligataire en Algérie.....	99
Introduction de la partie II	100
Chapitre I : Le marché obligataire Algérien	102
Introduction de chapitre I	103
Section 1 : Présentation et organisation de marché obligataire.....	104
I. Définition et compartiments du marché obligataire.....	104
1. Définition du marché obligataire	104
2. Les compartiments du marché obligataire.....	105
2.1. Le marché primaire (la rencontre).....	106
2.2. Le marché secondaire (la bourse).....	107
2.2.1. Le marché organisé.....	107
2.2.2. Le marché de gré à gré.....	107
3. Les intervenants sur le marché obligataire.....	108
3.1. Les émetteurs.....	108
3.1.1. L'Etat et les collectivités publiques.....	108
3.1.2. Les Entreprises	109
3.1.3. Les établissements de crédit.....	109
3.2. Les investisseurs.....	109
3.2.1. Les investisseurs institutionnels.....	109
3.2.2. Les ménages.....	110

3.2.3. Les entreprises.....	110
3.2.4. Les banques.....	110
II. Les émissions internationales d'obligations (euro-obligations).....	111
1. Définition des euro- obligations.....	111
2. Histoire du marché euro- obligataire.....	111
3. Caractéristiques principales des euro-obligations.....	112
4. Les Types d'euro-obligations.....	113
5. Les émetteurs sur le marché obligataire international.....	114
6. Distinction entre marché euro- obligataire et marché des obligations étrangères.....	116
7. Les devises utilisées dans les émissions obligataires internationales.....	117
8. L'émission d'euro- obligations.....	118
8.1. Le marché primaire des euro- obligations	118
8.2. Le marché secondaire des euro-obligations.....	119
III. Les avantages les inconvénients du financement par le marché financier pour les entreprises ...	119
1. Les avantages.....	120
1.1. La diversification des sources de financement	120
1.2. L'amélioration de son image	120
1.3. La motivation de ses salariés.....	120
2. Les contraintes et les risques courus par l'entreprise.....	120
2.1. Publications régulières et révélation de l'information	121
2.2. Les risques de perte de contrôle.....	121
Section II : L'activité obligataire en Algérie.....	121
I. Naissance du marché obligataire en Algérie.....	121
1. La création du marché financier Algérien.....	122
2. Objectifs et stratégie pour la mise en place d'un marché des capitaux en Algérie.....	124
3. Les étapes de la mise en place du marché des capitaux algériens.....	125
4. La structure et les textes législatifs régissant le marché financier Algérien.....	126
II. Les acteurs de marché financier Algérien.....	127
1. Les intermédiaires : Intermédiaires en opérations de bourse (IOB).....	127
1.1. L'IOB de pleine activité	128
1.2. L'IOB d'activité limitée.....	128
1.3. Les conditions d'agrément des intermédiaires en opérations de bourse	128
2. La société de marché : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV).....	129
3. Le dépositaire central de titres : Algérie Clearing	130
3.1. Les fonctions du dépositaire	131
3.2. Les adhérents du dépositaire central	132
3.3. Les partenaires du dépositaire central.....	132
4. L'autorité de marché : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB).....	133
4.1. La fonction réglementaire.....	133
4.2. La fonction de surveillance et contrôle.....	133
4.3. La fonction disciplinaire et arbitrale.....	134
5. Autres intervenants sur le marché financier.....	134
III. Les opérations sur le marché secondaire (bourse).....	135
1. Conditions et procédure d'admission des obligations à la cote de la bourse.....	135

2. Fonctionnement de la bourse des valeurs.....	136
2.1. Modalités de transactions (achat/vente).....	136
2.2. La négociation en bourse.....	137
2.3. Mode de cotation.....	137
2.4. Dénouement des opérations.....	138
2.5. Frais de bourse et fiscalité appliquée aux transactions.....	138
IV. Le processus d'émission obligataire.....	138
1. Définition d'une émission obligataire	139
2. Origine de l'opération de l'émission obligataire	139
2.1. Décision d'émission.....	139
2.2. Le plan de développement	140
3. Le montage juridique et financier.....	140
3.1. Le montage juridique	140
3.2. L'analyse financière.....	141
3.2.1. La situation du marché	141
3.2.2. La situation financière de l'émetteur.....	142
3.2.3. La nature des besoins à financer	142
3.2.3.1. La notice d'information	142
3.2.3.2. Le prospectus d'information.....	144
4. Le lancement de l'emprunt obligataire.....	145
5. Les modes d'émission des obligations	145
5.1. La technique de l'adjudication	145
5.1.1. Adjudication à la Française	145
5.1.2. Adjudication à la Hollandaise.....	146
5.2. La technique de la syndication.....	146
5.3. L'assimilation.....	146
6. Les types d'émission obligataires.....	146
6.1. Appel public à l'épargne.....	147
6.2. Emission institutionnelle.....	147
Section 3 : Les émetteurs présents sur le marché obligataire algérien.....	149
I. Présentation du marché corporatif et le marché des valeurs de Trésor algérien.....	149
1. Présentation du marché corporatif et le marché des valeurs de Trésor algérien.....	149
1.1. Compartiment du marché obligataire Corporatif.....	149
1.1.1. Le marché primaire	149
1.1.2. Le marché secondaire.....	150
1.2. Les acteurs du marché corporatif	150
2. Le marché des valeurs du Trésor.....	150
2.1. Compartiment du marché des valeurs du Trésor.....	151
2.2.1. Le marché primaire des valeurs du Trésor.....	151
2.2.2. Le marché secondaire des valeurs du Trésor.....	151
2.2. Les acteurs du marché des valeurs du Trésor.....	151
2.3. Les titres du Trésor.....	151
2.3.1. Les Bons du Trésor en Compte courant (BTC).....	152
2.3.2. Les Bons du Trésor Assimilables « BTA ».....	152
2.3.3. Les Obligations Assimilables du Trésor	152
II. Les émetteurs sur marché obligataire corporatif.....	153
1. Les émetteurs publics présents sur le marché obligataire.....	154
1.1. Société de Refinancement Hypothécaire (SRH).....	154

1.2. Air Algérie.....	155
1.3. SONELGAZ.....	155
1.4. Algérie Télécom.....	156
1.5.Entreprise Nationale de Forage (ENAFOR).....	156
1.6. Entreprise National des Travaux aux Puits (ENTP).....	156
2. Les émetteurs privés présents sur le marché obligataire	156
2.1. La société Arabe Leasing Corporation (ALC).....	156
2.2. CEVITAL.....	157
2.3. DAHLI	157
2.4. ETRHB HADDAD.....	157
2.5. La société EEPAD.TISP.....	158
2.6. Maghreb Leasing Algérie.....	158
III. Les différentes émissions sur le marché obligataires algériens	158
1. Evolution et historique des émissions corporatives de 1998 à 2010.....	159
2. Présentation des obligations corporatives cotées.....	163
3. Présentation des obligations corporatives non cotées.....	165
IV. Les limites du marché obligataire algérien.....	166
Conclusion de chapitre I.....	168
Chapitre II : L'emprunt obligataire de la compagnie Air Algérie	169
Introduction de chapitre II.....	170
Section 1 : Présentation générale de la compagnie Air Algérie.....	171
I. Présentation de l'enquête sur le terrain.....	171
1. Objectifs principaux de l'enquête.....	171
2. Repères méthodologiques.....	171
3. Choix de l'échantillon	172
4. Le questionnaire.....	172
5. Les premières appréciations (dépouillement).....	173
II. Présentation générale de la compagnie Air Algérie.....	173
1. Historique de la compagnie nationale Air Algérie.....	173
2. La mission et les objectifs de la compagnie Air Algérie.....	177
2.1. La mission.....	178
2.2. Les objectifs de la compagnie	178
3. Ressources et organisation de la compagnie Air Algérie.....	178
3.1. Les ressources de la compagnie	179
3.1.1. Les ressources humaines.....	181
3.1.2. Les ressources matérielles.....	181
3.1.2.1. La flotte de la compagnie.....	181
3.1.2.2. Les agences Air Algérie en Algérie et à l'Etranger et sa part de marché.....	182
3.1.2.2.1. Les réseaux desservis.....	183
3.1.2.2.2. La part de marché.....	183
3.2. L'organisation de la compagnie.....	184
3.2.1. Le pôle « opérations ».....	184
3.2.1.1. La division production.....	185
3.2.1.2. La division commerciale	185
3.2.1.3. La division exploitation	186

3.2.1.4. La division maintenance et réparation des aéronefs	186
3.2.2. Le pôle Administration et Finances.....	186
3.3. Air Algérie ; filiale et participation.....	187
3.4. Caractéristiques essentielles de l'activité de la compagnie.....	188
4. Présentation de la direction financière	189
4.1. Organisation et attributions de la compagnie.....	189
4.2. Présentation du service gestion des emprunts.....	189
4.2.1. Mise en œuvre des moyens de financement.....	190
4.2.2. Utilisation du crédit.....	190
4.2.3. Suivi et remboursement du prêt.....	190
4.2.4. Situations diverses.....	191
Section 2 : Procédure d'émission d'un emprunt obligataire chez Air Algérie.....	191
I. Evolution de l'emprunt obligataire chez Air Algérie.....	191
1. Première emprunt obligataire.....	192
2. Deuxième emprunt obligataire.....	193
3. Troisième emprunt obligataire.....	195
II. Etude de l'emprunt obligataire de 2005.....	196
1. Informations concernant l'emprunt obligataire.....	196
1.1. Présentation de l'émetteur.....	196
1.2. But de l'émission.....	196
1.3. Phase préalable à l'émission.....	197
1.4. Les caractéristiques de l'emprunt.....	197
1.4.1. Les conditions juridiques et réglementaires en matière d'information	199
1.4.2. Désignation du chef de file.....	199
1.5. Le lancement de l'emprunt.....	200
1.5.1. La préparation de la séance d'adjudication.....	200
1.5.2. L'adjudication.....	201
1.5.3. Les résultats de l'adjudication.....	202
1.6. Les frais relatifs à l'opération d'emprunt obligataire.....	202
2. La phase de règlement/livraison.....	203
3. Masse des obligataires.....	204
Section 3 : Les critères d'aide à la décision de souscription à l'obligation Air Algérie et les résultats de l'opération.....	204
I. Analyse financière d'Air Algérie avant l'emprunt obligataire 2005.....	204
1. L'analyse de l'évolution des résultats.....	205
2. L'analyse par les ratios.....	206
II. Analyse financière pendant la période de l'emprunt obligataire.....	209
1. Analyse et interprétation de la rentabilité par des extraits de tableau compte résultat (TCR).....	209
2. Analyse et interprétation de d'autres indicateurs financiers de la compagnie (par ratios).....	212
III. Les avantages l'opération d'emprunt obligataire pour Air Algérie.....	214
Conclusion de chapitre II.....	215
Conclusion de la partie II.....	216
Conclusion générale.....	218

Références bibliographiques.....	224
Listes des tableaux, figures et graphes.....	229
Liste des abréviations	232
Annexes	233
Table des matières.....	272

Résumé

Le développement d'une entreprise est étroitement lié à son aptitude à maintenir un processus d'échange efficace et continu avec son environnement. Outre les ressources matérielles et humaines, la relation d'échange se situe aussi au niveau des ressources financières. L'entreprise est appelée à atteindre les niveaux d'efficience, de productivité et d'ingénierie financière et commerciale de ses concurrentes pour pouvoir survivre et se développer. Le financement de la croissance de l'entreprise devient donc une nécessité. Pour cela, l'entreprise cherche à diversifier ses sources de financement en faisant appel au marché obligataire. L'emprunt obligataire est entendu comme une dette financière à long terme qui naît de l'émission d'obligations qui sont réparties entre de nombreux prêteurs. Entre un circuit d'investissement exigeant des lignes de crédits importantes et une crise économique générant des problèmes de trésorerie, le recours à ce mode financement devient salutaire. Sachant que le recours à l'emprunt obligataire répond à plusieurs préoccupations; quelles sont alors les opportunités qu'offre le financement par emprunt obligataire pour les entreprises?

الملخص

إن تطوير المؤسسات يرتبط ارتباطاً وثيقاً بقدراتها على التأقلم و التبادل مستمرة مع بيئتها. هذا التبادل لا يكون فقط على مستوى الموارد المادية و البشرية بل أيضاً على مستوى الموارد المادية. نشاط المؤسسة يسجل ا مثله مثل باقي نشاط الأعوان الاقتصاديون ضمن ما يسمى العمليات بها المؤسسة تتم بواسطة النقود. ه يجعل النقود باستمرار من اجل القيام بنشاطها, يستدعى وجود تنظيم لعملية تسيير المؤسسة و لا يمكن لك إلا بوجود جزء من الهيكل التنظيمي للمؤسسة يتكفل ب هذا ما يسمى بوظيفة التمويل. وقد تطورت وظيفة التمويل خاصة عصرنا الحالي حيث حياة المؤسسة و بقائها مرتبط أساسها بهذه الوظيفة في سعيها تحقيق التوازن المالي عبر مالية صائبة. فلهذا تسعى المؤسسة لتنويع مصادر التمويل عن طريق سوق السندات. القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة و يمثل السند "عقد أو اتفاق بين المنشأة () ()"، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. إن المشاكل النقدية و المالية تدفع بالمؤسسات إلى اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نظراً لمزاياه العديدة. فما هي الفرص التي يتيحها التمويل بالقرض السندي