



Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

Thème

**Éléments de réflexions sur le marché
obligataire algérien**

Hôtel EL Aurassi, 16 Février 2006

Thème : Éléments de réflexions sur le marché obligataire algérien

Animateurs

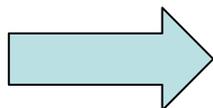
- ☞ Monsieur Dominique Albertin
- ☞ Monsieur Bertrand de la Salle, Expert Finance

Site Web : www.cosob.com.dz ou www.cosob.org
Email : infos-seminaire@cosob.org

Éléments de réflexions sur le marché obligataire algérien

**Rencontre – Débat
organisée par
La COSOB**

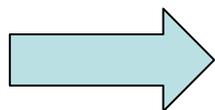
Les types d'émissions obligataires



Les OAT : avec les autres valeurs du Trésor, elles représentent la référence.



Les émissions réalisées par appel public à l'épargne : 2 opérations d'environ 15 Mrd chacune.



Les émissions réservées aux institutionnels : 10 opérations (en incluant la SONATRACH), représentant un total de 86 Mrd.

Sauf pour les valeurs du Trésor, il n'existe aucun marché secondaire et les obligations placées dans le public ne sont toujours pas cotées.

Retour sur l'historique de ce marché (hors les OAT)

- **La cotation en bourse d'un emprunt obligataire émis par SONATRACH et remboursé à la fin de 2003, a animé la bourse d'Alger pendant des années.**
- **La renaissance du marché primaire des émissions obligataires date de décembre 2004.**



Plus de 106 Mr de DA en 14 mois.

Principales caractéristiques

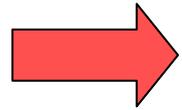
- ➔ Le nombre de participants est relativement faible
- ➔ Le marché est en fait concentré sur trois signatures

<i>(en Millions de DA)</i>	Institutionnels	Appel public	Total
Air Algérie	27 220	14 184	41 404
SONELGAZ	30 000	15 000	45 000
Signature SONATRACH	<u>18 000</u>		<u>18 000</u>
Total	75 220	29 184	104 404

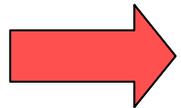
- ➔ Certains établissements ont atteint ou dépassé les limites fixées par le ratio de division des risques.

Le marché des émissions réservées aux institutionnels

Données générales du marché primaire



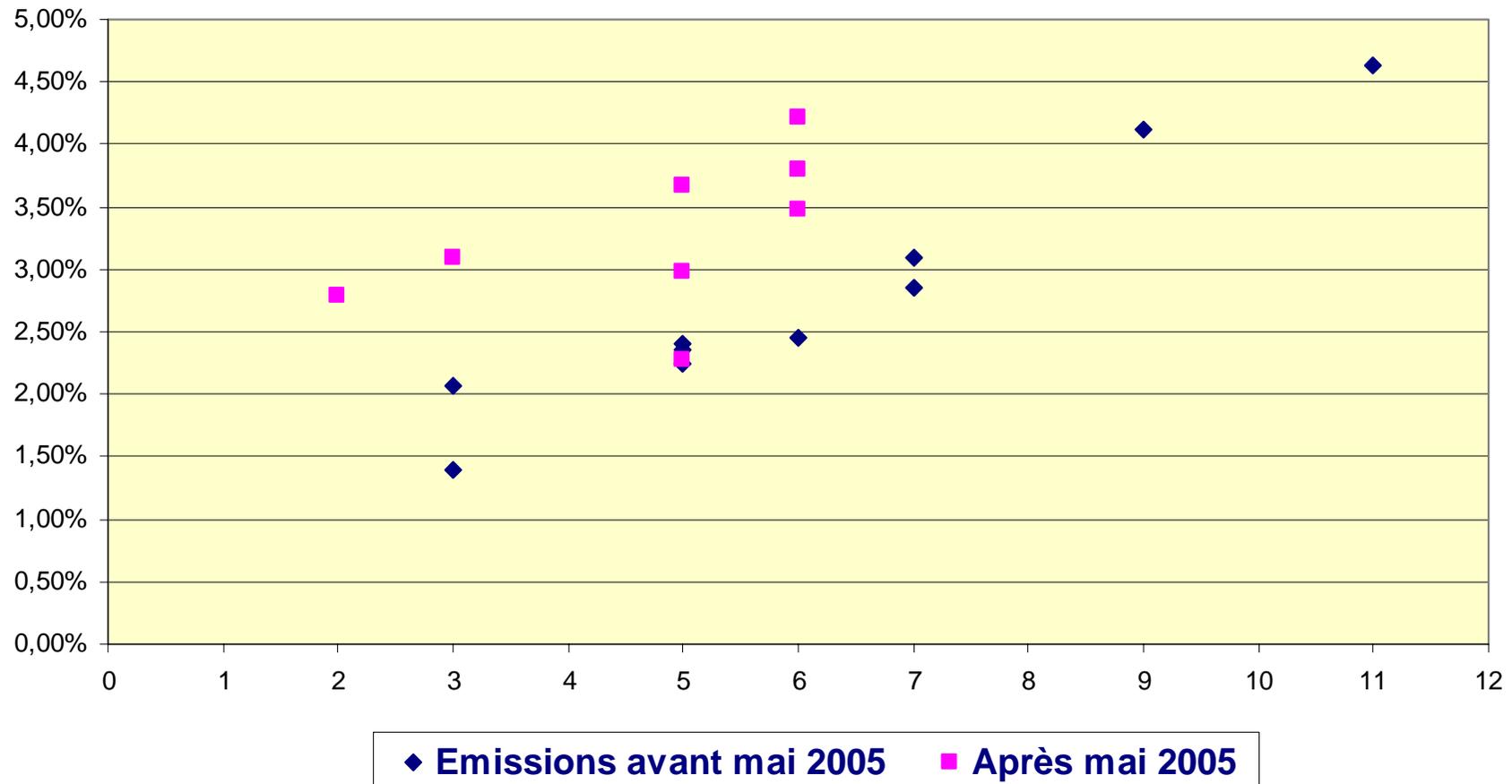
la surliquidité (fin 2004 et début 2005) a joué un rôle important en poussant les banques à faire des offres à bas taux.



Mais ces données ont commencé à se modifier à la fin de 2005 et au début de 2006 : on assiste à une hausse des taux clairement indiquée par le Trésor

Taux actuariels à l'émission des emprunts obligataires institutionnels

Taux actuariels à l'émission des emprunts obligataires réservés aux institutionnels.



RESUME DES CARACTERISTIQUES DES EMISSIONS OBLIGATAIRES

<u>CEVITAL Janvier 2006</u>	Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
1ère tranche	18/01/2006	2 930,00	100,34%	3,75%	3,67%	5	4,93
2ème tranche	18/01/2006	2 070,00	101,05%	4,00%	3,80%	6	5,93
		5 000,00					
<u>ENAFOR décembre 2005</u>	Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
1ère tranche	11/12/2005	4 080,00	100,09%	3,00%	2,98%	5	4,82
2ème tranche	11/12/2005	3 920,00	100,11%	3,50%	3,48%	6	5,82
		8 000,00					
<u>ENTP juillet 2005</u>		Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
In fine	20/07/2005	5 000,00	102,23%	2,75%	2,28%	5	4,43
		5 000,00					
<u>Algérie Télécom</u>	Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
1ère tranche	13/11/2005	3 350,00	99,92%	2,75%	2,79%	2	1,75
2ème tranche	13/11/2005	3 150,00	99,75%	3,00%	3,09%	3	2,75
		6 500,00					
<u>Sonelgaz du 22/05/05</u>	Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
Tranche publique	22/05/2005	15 000,00	100,00%	Croissants	4,51%	6	5,27
		15 000,00					
<u>Air Algérie 11/05/05</u>	Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
In fine	11/05/2005	12 320,00	98,91%	4,00%	4,21%	6	5,24
		12 320,00					

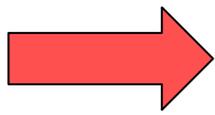
Suite des émissions

<u>Sonelgaz du 29/03/05</u>		Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
1ère tranche par réouverture	27/12/2004		1 800,00	102,43%	3,50%	3,09%	7	5,87
2ème tranche	29/03/2005		3 300,00	99,16%	4,00%	4,12%	9	8,12
3ème tranche	29/03/2005		4 900,00	96,65%	4,20%	4,63%	11	10,12
			10 000,00					
<u>Sonelgaz du 27/12/04</u>		Date	Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
1ère tranche	27/12/2004		8 000,00	102,80%	3,00%	2,40%	5	3,87
2ème tranche	27/12/2004		4 000,00	104,40%	3,25%	2,45%	6	4,87
3ème tranche	27/12/2004		8 000,00	104,05%	3,50%	2,85%	7	5,87
			20 000,00					
<u>Air Algérie 04/12/04</u>			Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
Tranche publique	04/12/2004		14 184,12	100,00%	croissants	4,68%	6	4,80
<u>Air Algérie 15/12/04</u>			Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
Tranche dite "ballon"	15/12/2004		3 200,00	107,07%	3,75%	2,24%	5	3,83
Tranches dites "sériees"			7 500,00	104,69%	3,00%	1,39%	2, 3 et 4 ans	Durée résiduelle
Tranche à 2 ans	15/12/2004			104,69%	3,00%	0,63%	2	0,83
Tranche à 3 ans	15/12/2004			104,69%	3,00%	1,39%	3	1,83
Tranche à 4 ans	15/12/2004			104,69%	3,00%	1,77%	4	2,83
			10 700,00					
<u>Air Algérie du 30/03/04</u>			Montants	Prix payé	Coupons	Taux act.	Durée	Durée résiduelle
Tranche dite "ballon"	30/03/2004		2 600,00	106,48%	3,75%	2,36%	5	3,12
Tranches dites "sériees"			1 800,00	102,22%	3,00%	2,07%	2, 3 et 4 ans	Durée résiduelle
Tranche à 1 an	30/03/2004			102,22%	3,00%	0,76%	1	0,00
Tranche à 2 ans	30/03/2004			102,22%	3,00%	1,86%	2	0,12
Tranche à 3 ans	30/03/2004			102,22%	3,00%	2,23%	3	1,12
Tranche à 4 ans	30/03/2004			102,22%	3,00%	2,41%	4	2,12
			4 400,00					

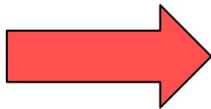
Les écarts de prix

-  **Toutes les émissions institutionnelles ont été réalisées par adjudication à la hollandaise.**
-  **Cette technique a l'avantage de laisser chacun faire son offre en fonction de ses besoins et en fonction de l'idée qu'il se fait du marché.**
-  **Dans un marché nouveau, sans réelle référence de taux, c'était donc une bonne solution pour favoriser son développement.**
-  **Mais elle a fini par générer des comportements qui sont devenus des facteurs de blocage de toutes transactions et qui conduisent aussi à des situations illogiques.**

Principaux facteurs de blocages.



Des écarts de prix importants qui ne facilitent pas les transactions sur le marché secondaire.



Un rôle de plus en plus difficile pour le chef de file qui « va essayer de tenir » son émission.

Adjudication Air Algérie de mai 2005

Durée : 6 ans – Coupon : 4%.

<i>Offres</i>	<i>Prix</i>	<i>cumul des souscriptions</i>	<i>taux de rendement</i>
1 500,00	100,53	1 500	3,90%
2 000,00	100,26	3 500	3,95%
2 000,00	100,05	5 500	3,99%
2 000,00	100	7 500	4,00%
320	100	7 820	4,00%
150	100	7 970	4,00%
200	99,74	8 170	4,05%
200	99,48	8 370	4,10%
800	98,96	9 170	4,20%
400	98,19	9 570	4,35%
300	97,68	9 870	4,45%
100	97,42	9 970	4,50%
50	97,42	10 020	4,50%
50	97,42	10 070	4,50%
100	94,92	10 170	5,00%
1 000,00	94,92	11 170	5,00%
50	94,92	11 220	5,00%
100	94,92	11 320	5,00%
1 000,00	94,43	12 320	5,10%

Prix moyen pondéré : 98,91% - Taux actuariel sur prix moyen : 4,21%

Adjudication CETIVAL

Première tranche

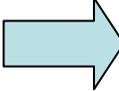
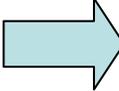
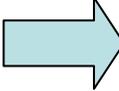
Durée : 5 ans (mais option à 3 ans) – Coupon : 3,75%

Montants	Cumul	prix offert	taux
80	80	102,27	3,25%
400	480	101,59	3,40%
400	880	101,13	3,50%
100	980	101,13	3,50%
200	1 180	100,27	3,69%
50	1 230	100,22	3,70%
200	1 430	100,00	3,75%
50	1 480	100,00	3,75%
50	1 530	100,00	3,75%
50	1 580	100,00	3,75%
100	1 680	99,82	3,79%
400	2 080	99,81	3,79%
100	2 180	99,78	3,80%
300	2 480	99,55	3,85%
50	2 530	99,55	3,85%
400	2 930	99,54	3,85%

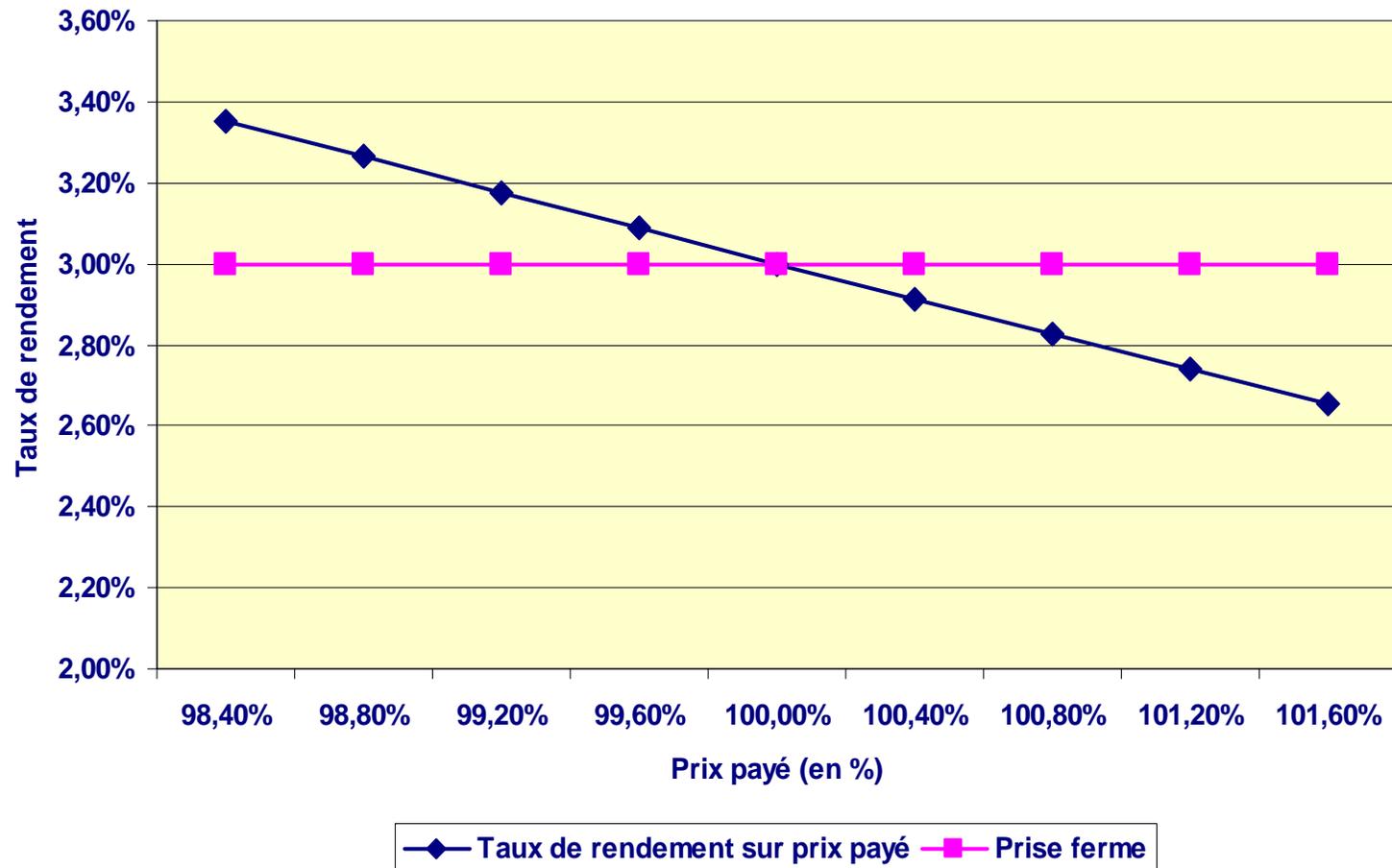
Prix moyen : 100,34% Taux actuariel sur ce prix : 3,67%

Prise ferme comme alternative à l'adjudication

Les objectifs sont d'obvier aux inconvénients du système actuel. Cependant il implique :

-  **Une bonne connaissance du marché et de l'équilibre des conditions : ni trop ni trop peu.**
-  **Un consensus de place sur la méthode.**
-  **La volonté d'organiser un marché organisé.**

Comparaison entre les deux systèmes



Principes de la prise ferme

Les principes (et les différentes étapes du processus) sont les suivants :

- **La banque Chef de File s'associe avec une ou deux autres banques, selon le montant de l'émission ; en accord avec l'émetteur, elles fixent définitivement le prix de souscription et le taux de rendement actuariel : on recommande d'être le plus proche possible du pair donc d'avoir un taux coupon égal au taux de rendement actuariel souhaité.**
- **Ce syndicat prend ferme soit la totalité de l'émission, soit un certain pourcentage permettant de garantir le minimum souhaité. En Algérie on peut envisager par exemple un emprunt obligataire de 6 Mrd de DA pouvant être porté à 10 Mrd de DA en fonction des réponses du marché : cas récent de l'émission de Algérie Télécom où seuls 6,5 Mrd ont été levés.**
- **Le syndicat décide du montant qu'il entend conserver ;**

Suite des Principes de la prise ferme

- Le syndicat de prise ferme invite alors les institutionnels de la place à participer au même prix de souscription (donc au même taux actuariel) que celui auquel il a fait la prise ferme : les invitations sont faites en proposant un barème offrant différentes tranches possibles : par exemple invitation à souscrire des montants de 750 M ou de 500 M ou de 250 M ou de 125 M ou de 60 M selon les souhaits de chacun,
- chaque tranche est assortie d'une commission dite de « rétrocession » ou de « participation ».
- Les invités savent quel est le montant offert ; ils savent que les offres qu'ils feront pourront être réduites au prorata (au dessus d'un minimum servi) si le total des demandes est supérieur au montant offert par le syndicat.

Exemple de prise ferme

- **Hypothèses :**
 - **Un emprunt de 8 Mrd de DA pouvant être porté à 10 Mrd de DA ;**
 - **Un chef de file qui s'adjoit deux co-chefs de file ;**
 - **Le syndicat prend ferme 8 Mrd de DA avec une répartition entre eux ;**
 - **Il fixe à 5 Mrd le montant qui sera offert à la syndication ;**
 - **Il établit un barème de syndication.**

Autres hypothèses

Montant de la prise ferme	en %	en M DA
Total	80%	8 000,00
<i>Chef de file</i>	50%	4 000,00
<i>Co-chef A</i>	25%	2 000,00
<i>Co-chef B</i>	25%	2 000,00
<i>Commission de prise ferme</i>	0,25%	20,00
<i>Chef de file</i>		10,00
<i>Co-chef A</i>		5,00
<i>Co-chef B</i>		5,00
<i>Commission de chef de file</i>	0,30%	30,00
Montant conservé par le syndicat		4 000,00
Montant offert à la syndication		6 000,00

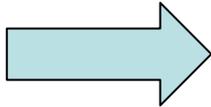
Exemple de barème

Tranches du barème	1 000,00	750,00	500,00	250,00	125,00	60,00
rémunération offerte	0,14%	0,12%	0,10%	0,08%	0,06%	0,04%
Minimum garanti	100,00					

Hypothèses de réponses

Réponses par tranche	1	3	3	3	4	5	19
Montants des demandes	1 000,00	2 250,00	1 500,00	750,00	500,00	300,00	6 300,00
Résultats après réduction							
Minimum garanti servi	100,00	300,00	300,00	300,00	400,00	300,00	1 700,00
Solde des demandes	900,00	1 950,00	1 200,00	450,00	100,00	0,00	4 600,00
Total restant à servir							4 300,00
Servi au prorata	841,30	1 822,83	1 121,74	420,65	93,48	0,00	4 300,00
Total servi	941,30	2 122,83	1 421,74	720,65	493,48	300,00	6 000,00
Coût	1,32	2,55	1,42	0,58	0,30	0,12	6,28
Coût rapporté au montant servi							0,10%

Avantages et inconvénients de cette méthode



Principaux avantages :

Tous les intervenants sont servis au même prix, ce qui facilite la création d'un marché secondaire ;

L'émetteur connaît avec certitude le coût des fonds qu'il emprunte ;

Le chef de file peut jouer son rôle sans être pénalisé et en étant rémunéré de son risque.



Principaux inconvénients :

Les émissions publiques

Désintermédiation

- Le recours au marché obligataire offre une possibilité de financer les entreprises (mais aussi l'État) en recourant à l'épargne du public.
- C'est la désintermédiation: les banques ne collectent plus les ressources pour les prêter mais elles jouent le rôle d'intermédiaire entre les épargnants et les emprunteurs.
- Il y a donc transfert de risque.

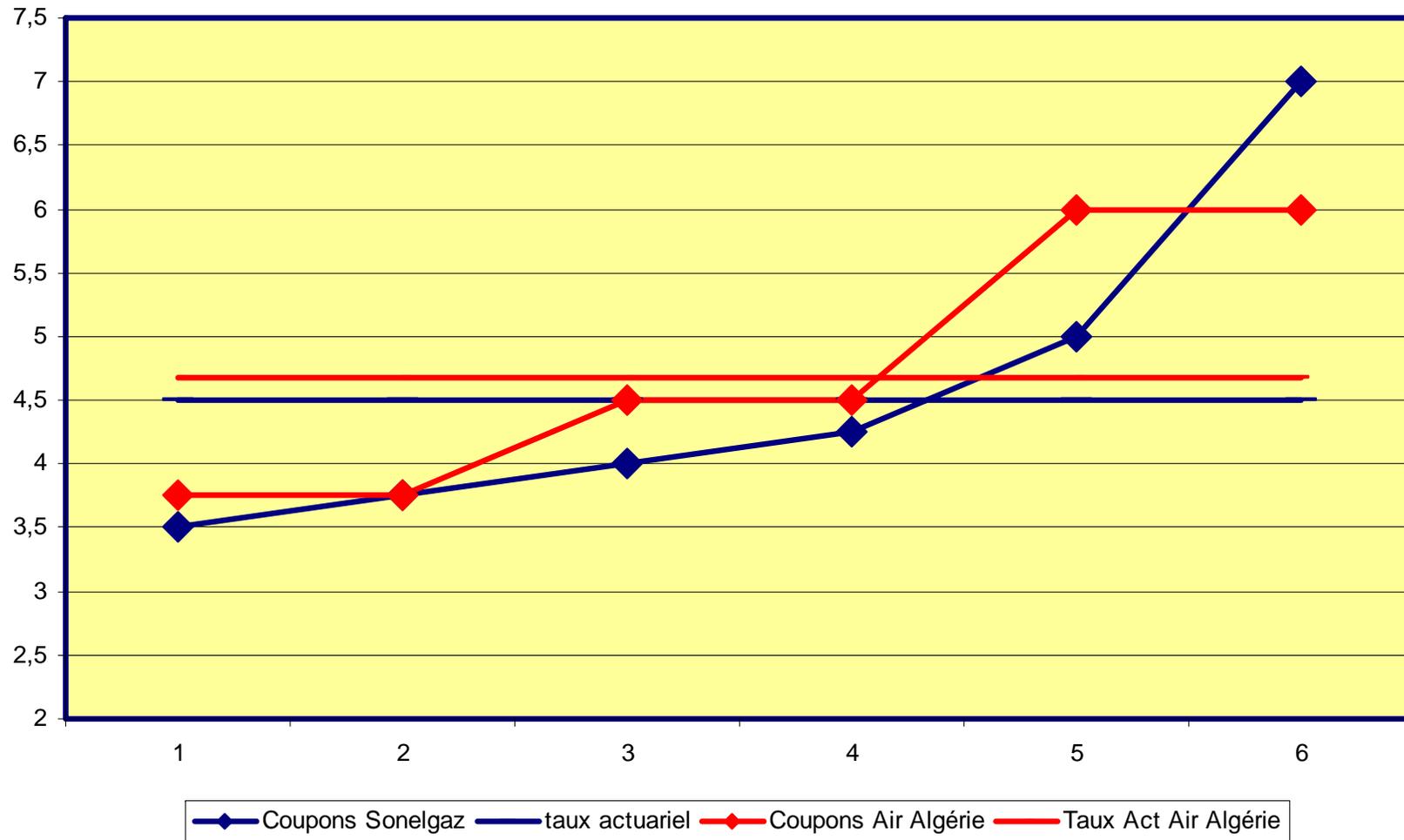
Pourquoi la désintermédiation ?

- Le système bancaire ne peut pas assumer seul le financement de l'économie car il est soumis à des ratios logiques mais contraignants.
- Cette contrainte s'est imposée partout dans le monde. En Algérie, elle est encore plus forte car les besoins de financement sont importants et les fonds propres des banques publiques sont globalement faibles en comparaison.

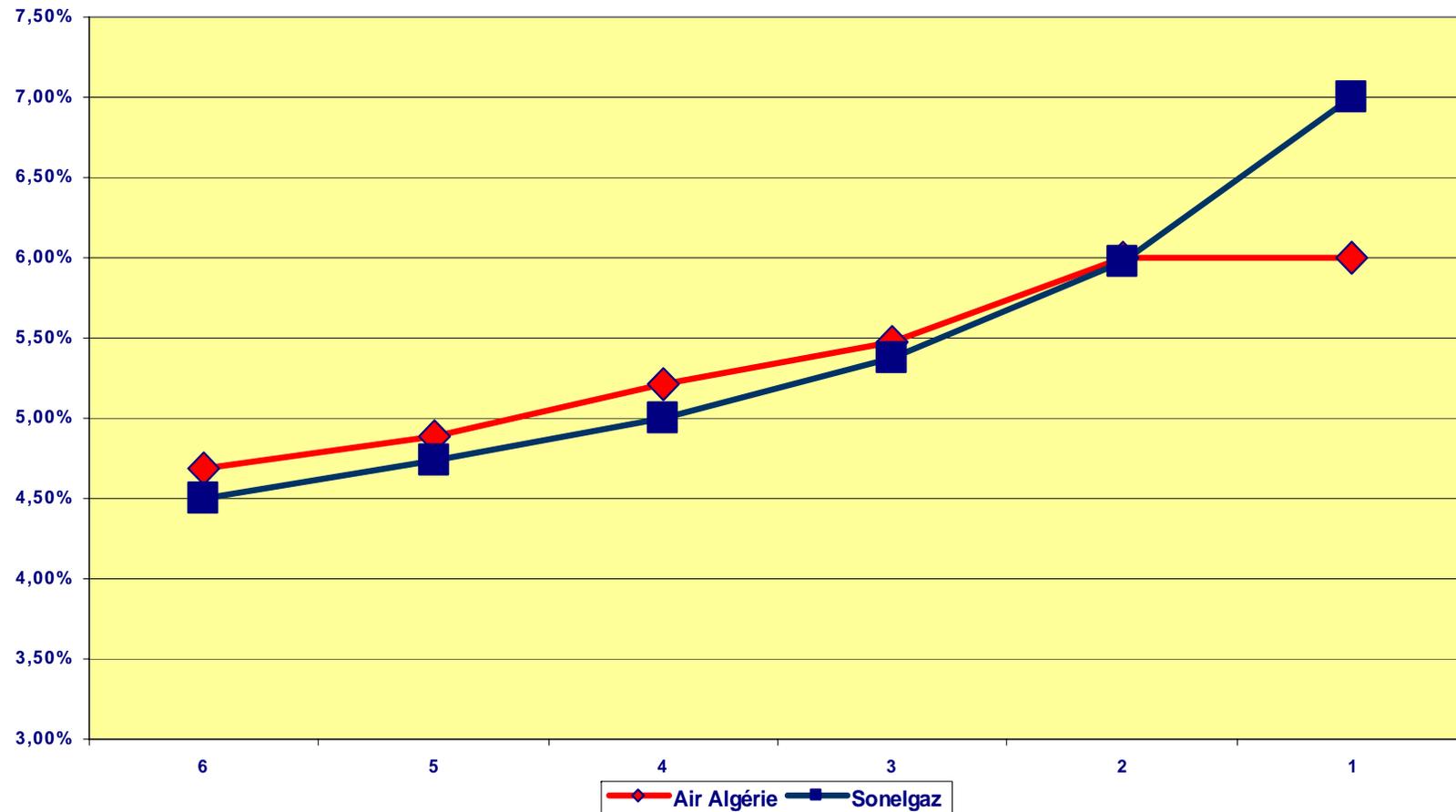
La nécessité de coter les émissions publiques s'impose.

- **La seule possibilité de pouvoir négocier les obligations émises par appel public à l'épargne est la bourse d'Alger.**
- **L'engagement de cotation était explicite : cas de AIR ALGERIE, et implicite : cas de SONELGAZ.**
- **Le non respect des engagements pris ou plus simplement le non respect de l'éthique financière porte atteinte à la crédibilité du marché et obère les possibilités d'y recourir au moment où ce besoin va s'imposer.**

TAUX COUPONS ET TAUX ACTUARIELS DES DEUX EMISSIONS PUBLIQUES



Taux de rendement actuariel sur le pair en fonction de la durée résiduelle



DESINTERMEDIATION PAR EMISSION D'OBLIGATION

TRANSFERT DU « RISQUE »
SUR UN PUBLIC ELARGI

CONFIANCE DES SOUSCRIPTEURS

- **NECESSITE D'UN MARCHÉ
SECONDAIRE**

TRANSPARENT

SUR

HONNETE

MARCHE BOURSIER EN ALGERIE

LA BOURSE D'ALGER

ASSURER LIQUIDITE ET REGULARITE DES COTATIONS

EXPERIENCE PREALABLE SONATRACH

LE ROLE DU TENEUR DE MARCHE