



L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE

1. Dr. AZZAOUI Khaled *, Maitre de Conférences B à l'ESC-Kolea

2. M. TABTA Lyes, IFID Tunisie

Ecole Supérieure de Commerce « ESC-KOLEA »

Date de Réception : 28/02/2018 ; Date d'acceptation : 14/06/2018

RESUME :

Le marché obligataire algérien occupe aujourd'hui une place non négligeable dans le financement des entreprises et de l'Economie nationale. Le développement de ce marché constitue une importante phase dans la transition de l'Economie algérienne vers l'Economie de marché. En effet, le financement des entreprises algériennes par le biais de ce marché constitue une ressource privilégiée de financement de la croissance des entreprises, compte tenu son avantage lié à son coût réel par rapport aux autres moyens de financement et par les avantages fiscaux y afférents. A cet égard, nous nous sommes intéressés au diagnostic de la seule entreprise de secteur privée « SPA DAHLI » qui a émis un emprunt obligataire destiné au grand public afin de lever les fonds nécessaires au financement de ses investissements.

Mots clés : Investissement, Financement, Emprunt Obligataire, SPA DAHLI.

JEL Classification : G15, G33, H74.

ABSTRACT

Today the Algerian bond market occupies a significant place in the financing of businesses and the national economy. The development of this market represents an important phase in the transition from the Algerian economy towards the market economy. In fact, the financing of Algerian companies through this market is a preferred resource for financing business growth, given its advantage related to its real cost compared to the other financing means and the tax benefits pertaining to it. In this respect, we were interested in the diagnosis of the only private sector company "SPA DAHLI" which issued a bond loan targeted at the general public in order to raise the necessary funds to finance its investments.

Key words : Investment, Financing, Bond Loan, SPA DAHLI.

JEL Classification : G15, G33, H74.

I. Introduction :

La crise des subprimes a pris une grande amplitude à partir de l'été 2007 pour se transformer depuis octobre 2008 en « la plus grave depuis la grande dépression des années 1930 ». Le phénomène de contagion de la crise a des répercussions non seulement sur l'ensemble de l'Economie américaine mais de plus en plus à l'échelle mondiale. En effet, l'Algérie n'a pas resté à l'abri de cette crise, partant du constat que la crise de 2008 a engendré une baisse de croissance de l'Economie mondiale, ce qui a conduit à la baisse de la demande de l'énergie qui a affecté à son tour le prix des hydrocarbures.

Face à cette situation, le solde de la balance commerciale est passé de 9.9 milliards de dollars en 2013 à -11,2 milliards de dollars fin 2017¹, de ce fait les pouvoirs publics ont affiché des nouvelles orientations en matière de financement de l'Economie notamment la substitution des ressources budgétaires par les ressources du marché.

Le développement du marché obligataire constitue une importante phase dans la transition de l'Economie algérienne vers l'Economie de marché. En effet, le financement obligataire constitue une ressource privilégiée de financement de la croissance des entreprises. Son avantage est perçu, d'abord, à travers son coût réel réduit par rapport aux autres moyens de financement et par les Economies fiscales afférentes. En outre, le marché obligataire présente, pour l'Etat la meilleure solution pour pallier au déficit budgétaire.

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).

L'objectif de cet article est de cerner un état des lieux du marché obligataire algérien, et de le présenter comme étant une source de financement alternative aux entreprises et à l'Etat dans un contexte économique marqué par la transition de l'Economie algérienne vers une Economie de marché, et la crise financière qui a touché le pays suite au chute des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux, d'où la nécessité de diversifier les sources de financement de l'Economie. C'est dans cet enchaînement d'idées, que notre intervention s'inscrit, où nous exposerons la problématique suivante : Quel est l'état des lieux actuel du marché obligataire Algérien ? Et quelles sont les opportunités qu'offre le financement par ce marché aux entreprises et à l'Etat ?

¹ CNIS.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

Pour ce faire, une approche à la fois descriptive est analytique a été adoptée, sur la base des données obtenues à travers diverses sources et documents.

Le premier point de cet article consiste à présenter un état des lieux du marché obligataire algérien, ainsi que ses intervenants et les différentes entreprises et organismes ayants fait recours au marché obligataire. De plus, nous allons présenter le marché des valeurs d'Etat et l'émission obligataire lancée par ce dernier en Mars 2016 baptisée « Emprunt National Pour La Croissance Economique » pour faire face à la crise économique qui a touché le pays suite à la baisse des prix des hydrocarbures.

Dans un deuxième point, nous envisageons d'examiner le cas d'une entreprise privée à savoir, « DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS » par abréviation « SPA DAHLI » qui est la seule entreprise du secteur privé qui a fait recours au marché obligataire pour le financement de ses investissements, tout en essayant de présenter les caractéristiques de l'opération et ses résultats.

II. Etat des lieux de l'activité obligataire en Algérie :

Le marché obligataire en Algérie prend une place prépondérante dans le financement de l'Economie. Ces dernières années il a connu une expansion singulière en matière de financement des projets des demandeurs des capitaux. Etant donné, cette source de financement procure des financements moins onéreux et véritablement attractifs.

Ces dernières années plusieurs entreprises publiques et privées ont eu recours au marché obligataire afin de collecter des fonds pour financer leurs besoins de financement.

Dans ce qui suit, nous présenterons les intervenants sur le marché financier algérien, ensuite, nous continuons par une présentation des différentes émissions sur le marché corporatif, et enfin, le présenterons le marché obligataire (marché obligations et marché blocs OAT) en chiffres.

1. Les intervenants du marché

Le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003, relatif à la bourse des valeurs mobilières, a défini cette dernière comme étant le cadre d'organisation et le déroulement des opérations sur valeurs mobilières.

Ainsi, la bourse des valeurs mobilières est un marché¹ :

- Réglemente et surveillé par une autorité de régulation indépendante, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) ;
- Géré par une Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) ;

¹ COSOB, « intervenants du marché ».

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

- Animé par des Intermédiaires en Opérations de bourse (IOB) ;
- Sécurisé par le Dépositaire Central des titres (Algérie Clearing) et par les Teneurs de Comptes-Conservateurs des titres (TCC), qui assurent respectivement l'étanchéité du système et de règlement-livraison et la garde des titres.
- Alimenté par les sociétés par actions cherchant un financement par appel public à l'épargne, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et par l'Etat par ses emprunts obligataires.

1.1. L'autorité du marché financier : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

La COSOB est l'autorité du marché financier algérien. Instituée par le décret législatif n°93-10 de 23 mai 1993, modifié et complété par la loi n°03-04 du 17 février 2003, relatif à la bourse des valeurs mobilières, elle est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière¹.

– Son domaine d'intervention

Le champ d'intervention de la commission s'étale aux valeurs mobilières émises dans le cadre d'un appel public à l'épargne, qu'elles soit cotées sur l'un des marchés de la bourse d'Alger ou non admises à la cotation

La SGBV, le dépositaire central, les IOB, les TCC et les OPCVM exercent leur missions sous le contrôle de la COSOB.

– Ses missions

La COSOB a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment² :

- A la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tout autre produit financier donnant lieu à appel public à l'épargne³.
- au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières.

A ce titre, la commission présente au Gouvernement un rapport annuel sur l'activité du marché des valeurs mobilières.

– Ses pouvoirs

Pour accomplir ses missions, la COSOB est dotée des pouvoirs suivants :

- **Pouvoir réglementaire**

¹ Article 20 (Ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

² Art. 30 (L'ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

³ Ne sont pas soumis au contrôle de la commission les produits financiers négociés sur un marché relevant de l'autorité de la Banque d'Algérie.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

La Commission régule le fonctionnement du marché des valeurs mobilières en édictant des règlements concernant notamment¹ :

- Les règles professionnelles applicables aux (IOB), (OPCVM), aux (TCC);
- Les obligations d'information par les émetteurs lors d'émission de valeurs mobilières par appel public à l'épargne, d'admission en bourse ou d'offres publiques ;
- Les règles de fonctionnement de la (SGBV) et du dépositaire central des titres (Algérie Clearing);
- Les conditions de négociation et de compensation des valeurs mobilières inscrites en bourse.

- **Le pouvoir de surveillance et de contrôle**

La commission s'assure que les sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation à la bourse de valeurs mobilières se conforment aux dispositions législatives et réglementaires qui les régissent notamment en matière de valeurs mobilières, de tenue des assemblées générales, de composition des organes de gestion et de contrôle et des publications légales.

Elle ordonne, le cas échéant, à ces sociétés de publier des rectificatifs dans le cas où des omissions auraient été relevées dans les documents publiés ou fournis².

Ainsi, la commission s'assure que les dispositions législatives et réglementaires sont respectées par les autres intervenants du marché et elle veille notamment au bon fonctionnement du marché.

- **Le pouvoir disciplinaire et arbitral**

Il est institué au sein de la commission une chambre disciplinaire et arbitrale comprenant, outre le président:

- deux membres élus parmi les membres de la commission pour la durée de leur mandat,
- deux magistrats désignés par le ministre de la justice et choisis pour leurs compétences en matière économique, et financière.

Le président de la commission assure la présidence de la chambre.

1.2. Les entreprises du marché

Les entreprises du marché financier algérien sont la SGBV et le Dépositaire central des titres :

¹ Art. 31(L'ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

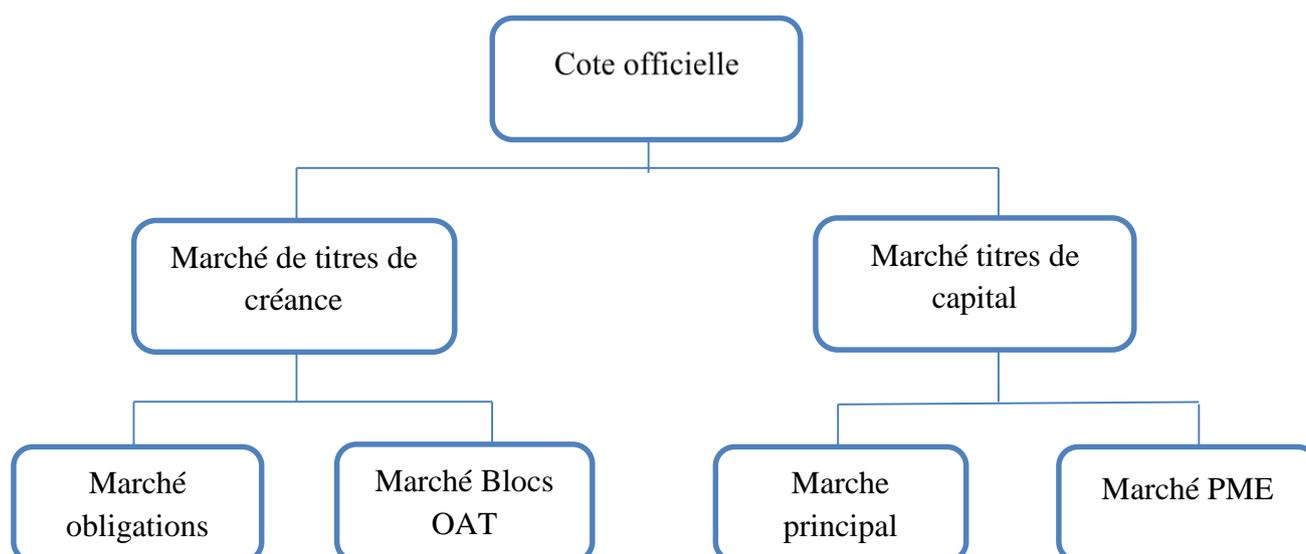
² Article 35 décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, relatif à la bourse des valeurs mobilières.

1.2.1. La Société de la Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)

La SGBV est une société par actions instituée comme gestionnaire de la bourse d'Alger, son capital est détenu par les IOB agréés, ses statuts et la nomination de ses principaux dirigeants sont approuvés par le Ministre chargé des finances après avis de la COSOB.

La figure qui suit montre les différents compartiments de la bourse des valeurs :

Figure N° 01 : compartiments de la bourse d'Alger



Source : COSOB, « guide des introductions en bourse ».

1.2.2. Le dépositaire central des titres (Algérie clearing)

Le dépositaire central des titres est l'organisme assurant le règlement espèce contre la livraison des titres.

Algérie clearing est une société par actions qui exerce les fonctions du dit dépositaire, ses statuts et la nomination de ses principaux dirigeants sont approuvés par le Ministre chargé des finances après avis de la COSOB.

1.3. Les professionnels du marché

1.3.1. Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB)

Les intermédiaires en opérations de bourse sont des personnes morales agréés par la COSOB pour exercer principalement la négociation des valeurs mobilières admises en bourse.

Peuvent être agréés pour l'exercice des activités d'IOB : les banques et les établissements financiers et les sociétés commerciales constituées à cet effet.

1.3.2. Les Teneurs de Comptes-Conservateurs des Titres (TCC)

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

La tenue de compte-conservation des titres consiste à inscrire en compte les titres au nom de leur titulaire et à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque émission des titres.

2. Présentation du marché obligataire corporatif

Les entreprises et les institutions financières, notamment les banques ont enregistré ces dernières années des liquidités importantes qu'elles emploient dans des placements obligataires, plusieurs entreprises publiques et privées ont eu recours au marché obligataire corporatif afin de lever des fonds pour le financement de leurs investissements.

2.1. Les émetteurs sur le marché obligataire corporatif

L'emprunt obligataire de la SONATRACH fut la première opération réalisée sur le marché en janvier 1998, il a connu une réaction positive puisqu'il a engrangé 12.126 milliards de dinars à la fin de la période de souscription en février 1998.

Après ce démarrage jugé satisfaisant, le marché obligataire Algérien a connu une phase d'inertie presque totale et ce, jusqu'en 2003, date à partir de laquelle un redémarrage d'activité est observé dans le compartiment obligataire. La reprise est débutée par le lancement de deux (02) emprunts au profit de la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) et de SONATRACH. Puis de grandes entreprises publiques comme AIR ALGERIE, SONELGAZ, ou encore ALGERIE TELECOM sont intervenues. D'autres émetteurs à caractère public, à savoir l'ENAFOR (forage) et l'ENTP (travaux pétroliers) ainsi que la SNL (secteur financier) en 2015 ont également levés des fonds auprès du marché obligataire. S'ajoutent à cette liste six (06) entreprises privées à savoir le groupe CEVITAL (agro-alimentaire) EEPAD TISP (secteur télécommunications) et l'ARABE LEASING CORPORATION (ALC) et MLA (secteur financier) et ETRHB HADAD.

La SPA DAHLI a lancée en janvier/février 2009 un emprunt obligataire auprès du grand public d'un montant de 8.3 milliards de DA, mais celui-ci n'a pu lever que 2.32 milliards de DA. Le taux de souscription représente moins de 30%, ce qui paraît inconfortable au vu des prévisions et du coût nécessaire pour le montage d'une telle opération (voir section 03 chapitre 02). Cette entreprise ne s'est pas assurée d'une garantie de bonne fin auprès de la banque chef de file (Banque Extérieure d'Algérie) et le syndicat de placement afin de souscrire aux titres ne trouvant pas preneur¹. Le tableau suivant montre les émissions des emprunts obligataires par les entreprises algériennes publiques et privées.

¹ Il est vrai que ce type de garantie (bonne fin ou de prise ferme) engendre un coût supplémentaire suite aux commissions que l'émetteur doit payer aux banques mais en contrepartie la levée des fonds manquants aurait été assurée et l'image de l'entreprise ne serait pas altérée.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

Tableau N° 01 : Emissions obligataires par les entreprises de 1998 jusqu'à 2015 (Milliards de DA)

Emetteurs	Montant	Institutionnel	Grand public	Maturités
SONATRACH	5 12,126	5 -	12,126	5 ans
SRH	2,48	2,48	-	3 et 5 ans
AIR ALGERIE	4,4 24,89 12,32	4,4 10,71 12,32	- 14,18 -	1, 2, 3, 4,5 et 6 ans
ALGERIE TELECOME	6,5 21,59	6,5 -	21,59	2, 3, et 5 ans
SONELGAZ	20 10 15,9 11,65 30	20 10 - 11,65 -	- - 15,9 - 30	6,7, 9 et 11 ans
FNI (organisme public)	160	160	-	10 ans
SNL	2	2	-	5 ans
ENAFOR	8 6	8 6	- -	5 et 6 ans
ENTP	5 8 4	5 8 4	- - -	5 ans
Total entreprises et organismes publics	369,86	276,06	96,8	-
Part des entreprises et organismes publics	94%	93%	97%	-
ALC	3,3 3,65	3,3 3,65	- -	5 et 6 ans
CEVITAL	5	5	-	5 et 6 ans
EEPAD TISP	0,5	0,5	-	2, 3 ans
ETRHB HADAD	6	6	-	5 ans
DAHLI	2,32	-	2,32	7 ans
MLA	2	2	-	5 ans
Total entreprises privées	22,77	20,45	2,32	-
Part des entreprises privées	6%	7%	3%	-
Total global	392,63	296,51	96,12	-

Source : réalisé à partir des rapports annuels de la COSOB.

Tableau N°02 : récapitulatif des émissions obligataires de 2003 jusqu'à 2015 (Milliard de DA)

Intitulé	Montant	%
Emprunts obligataires institutionnels	296,51	76%
Emprunts obligataires destinés au grand public	96,12	24%
Montant global des emprunts émis	392,63	100%
Montant global des emprunts des entreprises et organismes publics	369,86	94%
Montant global des emprunts des entreprises privées	22,77	6%
part des entreprises et organismes publics dans les émissions institutionnelles	276,06	93%
part des entreprises privées dans les émissions institutionnelles	20,45	7%
part des entreprises et publiques dans les émissions au grand public	86,08	98%
part des entreprises privées dans les émissions au grand public	2,32	2%

Source : réalisé à partir des données du tableau N°01.

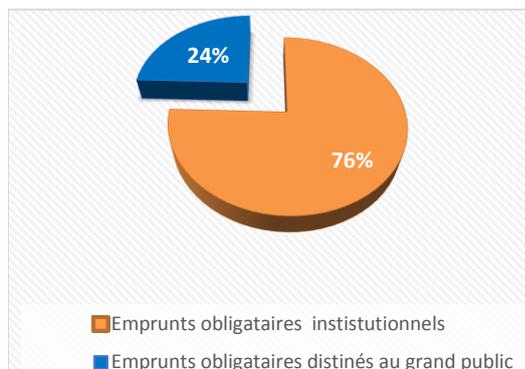
L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

La lecture des deux tableaux précédents nous montre que : le montant total des emprunts émis s'élève à 392,63 milliards de dinars entre 1998 et 2016. L'ensemble de ces ressources, qui représentent l'avantage d'être acquise à des taux inférieurs à ceux des emprunts bancaires, sert à financer les vastes programmes d'investissements des émetteurs.

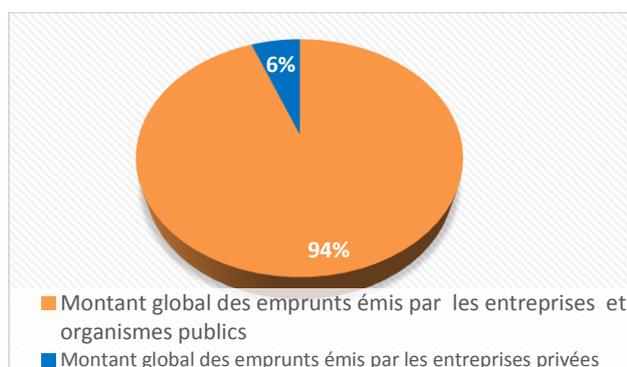
On constate ainsi, que sur l'ensemble de ces emprunts, un montant de 96,12 milliard de dinars soit 24% du montant total des émissions seulement a été levé auprès du grand public, la différence 296,51 milliards de dinars, provient des investisseurs institutionnels qui disposaient d'une surliquidité¹. Toutefois, l'option de faire appel aux banques risque d'être compromise à terme compte tenu des ratios prudentiels exigés par la Banque d'Algérie, notamment le règlement n°14-06 du 16 février 2014 portant le coefficient de solvabilité applicable aux banques et aux établissements financiers².

Les graphes qui suit montre la répartition des émissions entre les émissions destinées aux institutionnels et émissions destinées au grand public et entre entreprises publiques et privées :

Graphe N° 01 : répartition des émissions entre institutionnelles et émission au grand public



Graphe N° 02 : répartition des emprunts émis entre les entreprises et organismes publics et entreprises privées



Source : réalisé à partir des données du tableau N°02.

Le marché obligataire a permis depuis 2003 à 15 entreprises de lever des fonds. Néanmoins, les entreprises et les organismes publics se sont taillées la part de lion dans la majorité des émissions que ce soit dans les émissions destinées aux investisseurs institutionnels (93% contre 07%) ou bien celles destinées au grand publique (98% contre 02%).

2.2. Evolution historique des émissions sur le marché corporatif

¹ C.BOUZAR, « les contraintes de développement du marché financier Algérien », revue campus, N°18, 2008, pp. 07-08.

² Le règlement n° 14-06 de la banque d'Algérie stipule que plus une banque détient des titres dans son portefeuille de négociation elle doit engager des fonds propres pour couvrir le risque de position sur ce portefeuille afin de respecter le coefficient de solvabilité défini par ledit règlement.

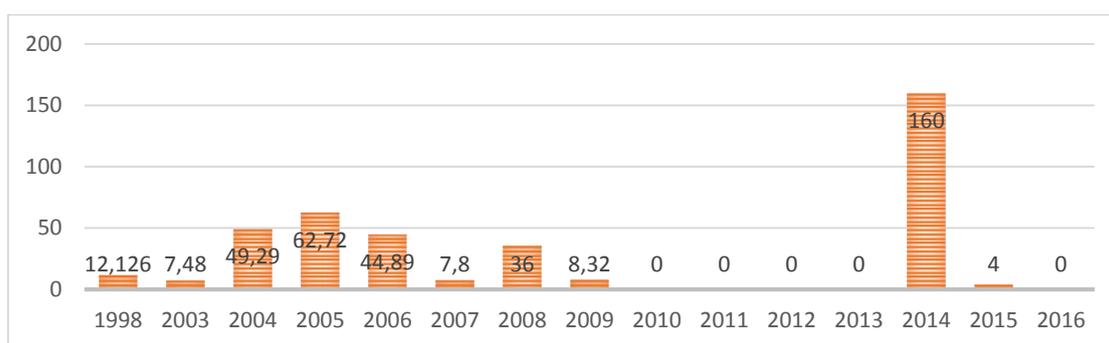
L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

La première émission obligataire en Algérie a été effectuée par la SONATRACH en 1998 avec un taux de coupon très élevé de 13%. Bien évidemment, cette émission avait pour but de donner un « coup de pouce » pour un marché financier algérien en commencement.

Mais depuis 2003 de nombreuses entreprises publiques et privées en solliciter le marché obligataire pour lever les fonds nécessaires pour le financer leurs plans investissements.

Le graphe qui suit montre l'évolution des montants des émissions obligataires sur le marché corporatif depuis 1998.

Graphe N°03 : évolution des émissions corporatives de 1998 à 2016 (en milliard de DA)



Source : rapports de la COSOB.

Après l'emprunt test de SONATRACH le marché obligataire s'est éteint, c'est ainsi que durant les années 1999 jusqu'à 2002 aucune émission n'était réalisée sur ce compartiment du marché financier.

Néanmoins, on remarque que les années 2004 jusqu'à 2008 est celles de la véritable expansion du marché obligataire, un montant de 200,7 milliards de dinars a été levé durant ces années, de plus ces années on a vu l'introduction de pas moins de 08 entreprises sur le marché obligataire et l'introduction de 04 titres en bourse il s'agit notamment : d'un titre de AIR ALGERIE à échéance 2010, 2 titres de SONELGAZ à échéance 2011, 2014 et du titre ALGERIE TELECOM à échéance 2011.

Durant l'année 2009 la commission a délivré 02 visas pour deux entreprises il s'agit de la SONELGAZ et du visa délivré au groupe ETRHB HADAD, mais durant cette année seulement deux opérations ont été réalisées il s'agit de l'opération réalisée par la SPA DAHLI¹ et de ETRHB HADAD, il est à noter que l'emprunt obligataire de la SONELGAZ n'a pas été levé jusqu'à nos jours.

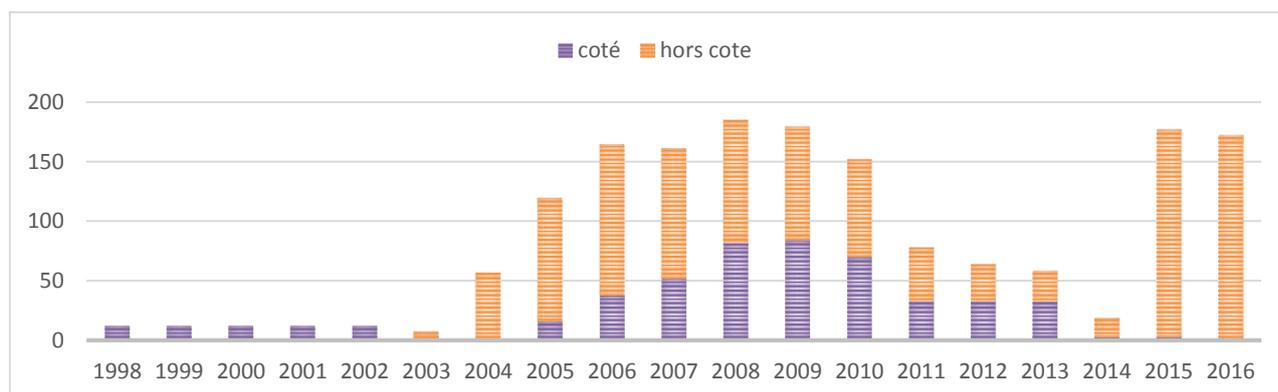
¹ La COSOB a délivré le visa en 2008 pour une émission avec appel public à l'épargne. DAHLI est la seule entreprise du secteur privé à avoir reçu un visa pour émettre un emprunt obligataire destiné au grand public.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

Durant les années 2010 jusqu'à 2013 aucune émission sur le compartiment obligataire n'a été enregistrée. Le recours à ce mode de financement s'est estompé durant ces années particulièrement de la part des acteurs habituels sur ce compartiment. Toutefois, le rapport annuel de la COSOB pour 2014 annonce que le recours à ce mode de financement connaîtrait probablement un dynamisme plus accru du fait des nouvelles orientations des pouvoirs publics, relatives à la diversification du financement de l'Economie en substituant les ressources budgétaires par les ressources du marché. Effectivement, cela s'est traduit par trois nouvelles émissions au profit du Fond National d'Investissement (FNI) en 2014, du MLA et la SNL en 2015 ce qui enrichit considérablement l'encours global sur le marché.

Le graphe qui suit nous montre l'évolution de l'encours des obligations (coté et hors cote) sur le marché corporatif.

Graphe N°04 : évolution de l'encours global des obligations coté et hors cote sur le marché corporatif de 1998-2016 (en Milliards de dinars)



Source : réalisé à partir des rapports annuels de la COSOB.

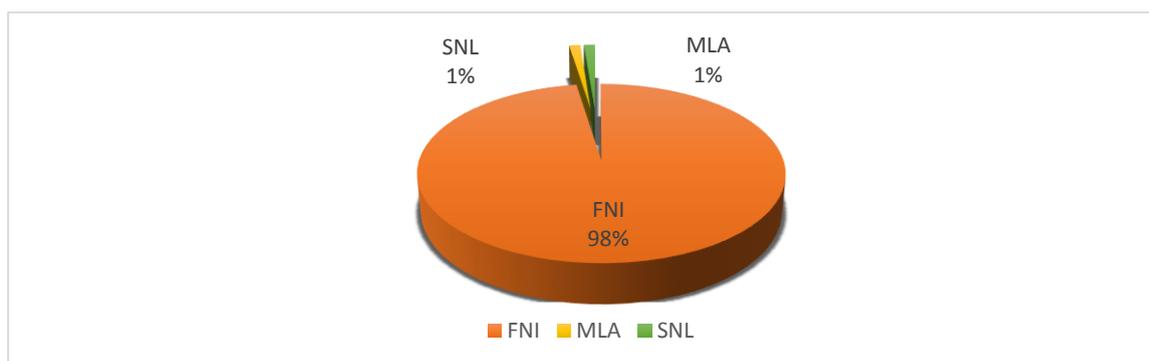
2.3.Situation actuelle du marché obligataire corporatif

La situation actuelle du marché obligataire fait état de l'existence d'aucune obligation cotée à la bourse d'Alger après l'arrivée à échéance de l'obligation DAHLI le 11 janvier 2016. Sur le marché institutionnel (hors bourse), il reste quatre emprunts obligataires : un emprunt de SONELGAZ à échéance 2017 ; et l'emprunt Fond National d'Investissement dont l'échéance est prévue en 2024 ; l'emprunt MLA et SNL à échéance 2020. A signaler que durant l'année 2016 un seul emprunt est arrivé à échéance, il s'agit de l'emprunt obligataire institutionnel émis par SONELGAZ, d'un montant de 4,9 milliards de DA dont l'échéance fut le 31 mars 2016.

Le graphe suivant présente la part du marché des différentes obligations non cotées sur le marché corporatif algérien.

Graphe N°05 : composition du portefeuille des obligations sur le marché hors cote

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)



Source : présentation faite à partir des rapports de la COSOB.

La valeur FNI présente une plus grande part de 98% de l'encours global sur le marché corporatif. Cette part importante est justifiée par l'arrivée à échéance de la majorité des titres SONELGAZ qui est un émetteur régulier sur le marché.

L'encours global des obligations (cotées en bourse et celles en hors bourse) disponibles s'élève au 2016, à **169.65 milliards de DA** contre **176.91 milliards de DA** à la fin de l'année 2015, soit une baisse de **4%** qui s'explique par l'arrivée à échéance de l'emprunt obligataire SONELGAZ en 2017 dont le montant était de 5.65 milliards de DA.

2.4. Les titres émis par l'Etat

L'Etat est un grand investisseur (construction des infrastructures), pour diverses raisons l'Etat peut être amené à chercher, en dehors de l'impôt des ressources importantes de financement, donc emprunté.

Dans ce qui suit nous présenterons le marché blocs obligations assimilables du trésor (OAT) compartiment du marché obligataire et l'opération lancée en ce mois d'Avril 2016 par le ministère des finances sous le nom « Emprunt National pour la Croissance Economique ».

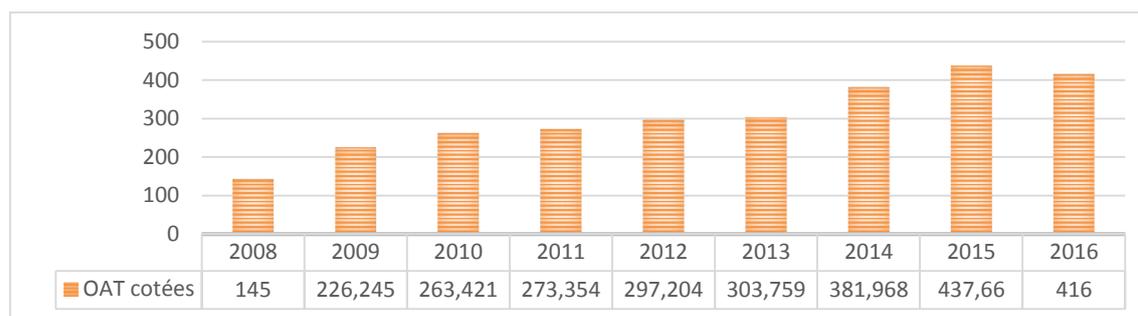
2.4.1. Marché Blocs obligations assimilables de trésor

Les OAT sont des obligations du trésor émises pour une longue durée afin de pallier aux besoins d'équipement. Ce sont des titres assimilables émis une fois dans l'année, mais il peut y avoir des réouvertures.

Le compartiment contient en 2016 vingt-six (26) lignes totalisant un encours global de 416 milliards de DA qui se négocient trois fois par semaine. Le schéma suivant indique l'évolution de l'encours global des OAT sur le marché secondaire.

Graphique N°06 : évolution de l'encours global des OAT cotées à la Bourse (milliards de DA)

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)



Source : représentation élaborée à partir des rapports annuels de la COSOB (2008,2016)

Le graphe N°06 montre le recours croissant de l'Etat vers l'endettement via l'émission des OAT pour remédier aux besoins d'équipements. En effet l'encours des OAT est passé de 304 milliards de DA en 2013 à 382 milliards de DA en 2014 et à 437,66 milliards de DA en 2015 soit une augmentation moyenne cumulée de 20% (cela est peut-être dû à la chute des prix des hydrocarbures en 2014), puis l'encours de ces derniers est de 416 milliards de dinars en 2016.

Ainsi le marché obligataire algérien, notamment le marché secondaire est dominé par les valeurs de trésors qui représentent **100% des valeurs cotées à la bourse d'Alger**.

2.4.2. Cas de l'emprunt national pour la croissance économique

L'Etat Algérien a procédé plusieurs fois à l'émission des emprunts obligataire pour lever des fonds, mais toutes ces émissions ont été faites sous la pression des conjonctures économiques défavorables à cette époque¹.

Parmi ces émissions, on trouve les obligations émises par le trésor pour le rachat des créances détenues par les banques publiques sur les entreprises publiques pour l'assainissement de leurs portefeuilles², et les obligations de l'emprunt national pour le financement des logements sociaux en 1995.

Mais l'émission de cet emprunt baptisé « Emprunt National pour la Croissance Economique » intervient dans des conditions plus particulières, notamment la chute drastique des cours des hydrocarbures qui a entraîné un déficit budgétaire intenable, et l'amenuisement du Fond de la Régularisation des Recettes (FRR).

– Caractéristiques de l'emprunt national

Dans le cadre de la politique de collecte de l'épargne dans le grand public, le Trésor a lancé un emprunt intitulé « Emprunt National pour la Croissance Economique ». Cet emprunt est

¹ M.MANSOURI, « la bourse des valeurs mobilières d'Alger », Ed, Houma, Alger, 2005. p. 213.

² La loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit dispose que les banques existantes doivent être agréées pour exercer l'activité bancaire, mais la situation des banques à cette époque était loin de répondre aux exigences minimales pour être agréées, il fallait donc, procéder à l'assainissement de leurs portefeuilles.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

lancé dans la forme obligataire, et qui est matérialisé par des titres physiques (obligation matérialisé).

Selon les pouvoirs publics l'objectif de cet emprunt est de mobiliser les fonds nécessaires au financement de projets porteurs de croissance et de développement économique et social¹.

Les conditions d'émission et les caractéristiques des obligations émises ont été fixées par l'arrête n° 21 du 28 mars 2016 fixant les conditions et les modalités d'émission par le Trésor d'un emprunt national pour la croissance économique.

– Objectifs de l'emprunt

D'après le ministre chargé des finances, l'emprunt national a pour objectif de mobiliser l'épargne en faveur de l'investissement et de la croissance économique, mais aucune information n'a été fournie sur la nature de ces investissements.

Mais d'autre part, après les résultats timides qu'a connus l'opération de conformité fiscale ou bien amnistie fiscale qui avait pour objectif de bancariser la masse monétaire hors circuit bancaire (le secteur informel)², et cela en moyennant l'acquittement d'une taxe de l'ordre de 07%, le gouvernement a décidé d'aller vers une émission obligataire pour tenter de récupérer l'argent hors circuit bancaire³, mais cette fois ces placement obligataires vont être rémunérer généreusement, et les revenus sont exonérés d'impôt.

Or, l'emprunt national ne passera pas par le marché boursier d'Alger, malgré que cet emprunt fût attendu comme étant une action des pouvoirs publics pour relancer la bourse d'Alger, mais celle-ci a était tenue à l'écart⁴.

II. Emprunt obligataire de la SPA DAHLI

Les entreprises qui ont besoin de se financer à long terme s'orientent de plus en plus au marché financier qui permet, par le biais de l'émission d'actions et/ou d'obligations de drainer des capitaux importants à des taux plus intéressants que les crédits bancaires.

SPA DAHLI (DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS) est parmi les entreprises Algériennes qu'ont faits recours au marché obligataire pour lever les fonds nécessaires afin de financer leurs investissements.

La SPA DAHLI est la seule entreprise du secteur privé ayant émis un emprunt obligataire auprès du grand public : personnes physiques et morales incluant les institutions financières, l'émission porte sur un montant de huit milliards trois cents millions de dinars (8.300.000.000 DA) à échéance de 07 ans, SPA DAHLI comptait lever les fond nécessaires pour le financement

¹ http://amanti.dz/?page_id=3367

² Selon le directeur général des impôts, seules 250 personnes avaient souscrit à l'offre de conformité fiscale.

³ Le quotidien LIBERTE, N° 7222, 03/05/2016.

⁴ Le quotidien EL WATTAN, N° 7773, 20/04/2016

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

de trois projets, à savoir un parc aquatique, un appartement Hôtel et une marine (port de plaisance) qui feront partie de la nouvelle cité des affaires ALGER MEDINA.

1. Informations concernant l'émetteur et son activité

La SPA DAHLI exerce son activité dans le secteur de l'immobilier d'affaires. Elle intervient dans le secteur touristique, particulièrement dans l'hôtellerie et également dans les prestations de services telles que la location d'espace à usage de bureau. Son activité s'étend à des prestations connexes.

La SPA DAHLI est une société privée sous la forme légale d'une société par actions, dotée d'un capital social de vingt milliards huit cent quatre-vingt-deux millions quarante mille dinars Algériens (20.882.040.000 DA) entièrement souscrites et libérées et attribuées avec toutes leurs droits de propriété aux actionnaires.

2. Etude de l'emprunt obligataire de la SPA DAHLI

L'Assemblée Générale de la SPA DAHLI, réunie en séance extraordinaire le 10 avril 2008, autorise, dans sa première résolution, le lancement d'un emprunt obligataire auprès du grand public d'un montant de vingt Milliards de Dinars Algériens (20.000.000.000 DA) en vue de financer son programme de développement dans le cadre de son objet social et donne mandat à son Conseil d'Administration à l'effet de mettre en œuvre cette autorisation.

Le Conseil d'Administration réuni le 05 Novembre 2008 décide que le montant de l'emprunt obligataire initialement fixé à vingt Milliards de Dinars Algériens (20.000.000.000 DA) est ramené à huit Milliards trois cent Millions de Dinars Algériens (8.300.000.000 DA) et sera lancé dans le cadre d'une opération Grand public, en vue de financer la réalisation d'une partie du projet « **ALGER MEDINA** » (trois modules) constitué d'un Parc Aquatique « **BABA ARROUDJ** », d'un Appart 'Hôtel « **La RESIDENCE** » et d'un Port de plaisance « **MARINA BAY** ».

2.1.Caractéristique de l'emprunt

Les principales caractéristiques de cet emprunt sont les suivantes :

Tableau N°03 : caractéristiques de l'emprunt

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

Emetteur	SPA DAHLI
Montant de l'émission :	8 300 000 000 DA
Nombre des titres et valeur nominale	830 000 titres/10 000 DA l'obligation
Montant levé	2.360.140 000 DA
La durée de vie (maturité)	07 ans à compter du 07 janvier 2009
Catégorie des titres	Ordinaires
Forme des titres	Au porteur et dématérialisées
Prix d'émission	Au pair soit 10 000 DA
Particularité de l'emprunt	Un taux de coupon progressif de 4% jusqu'à 6.75% pour la dernière année
Amortissement- remboursement	Remboursement au pair, possibilité de rachat en bourse par l'émetteur.

Source : notice d'information SPA DAHLI

2.2. Les garanties adossées à l'emprunt obligataire

Les obligations émises constituent un engagement direct et inconditionnel de l'émetteur. Elles sont adossées à des garanties sous forme d'hypothèques sur les actifs constituant une garantie pour le remboursement du principal, des intérêts et des frais accessoires.

– Sûretés réelles de deuxième rang

Composées d'hypothèques sur les bâtiments « Hôtel Hilton » et « Tour ABC » pour une valeur globale figurant au bilan du 31/12/2007 de vingt-trois Milliards cinq cent quatre-vingt Millions six cent quatre-vingt-dix Mille Dinars Algériens (23.580.690.000 DA) après une expertise foncière en date du 25/12/2007 et détaillé comme suit¹ :

Tableau N°04 : garanties adossées à l'emprunt

	Valeur en DA	Base d'évaluation
Hôtel HILTON	14 684 020 000	expertise foncier
Tour ABC	8 896 670 000	expertise foncier
Total	23 580 690 000	

Source : élaboré à partir de la notice d'information SPA DAHLI

A signaler que Les sûretés de premier rang sur ces actifs provenant d'engagements antérieurs à cet emprunt obligataire portent sur une valeur maximale de **huit Milliards sept cent soixante-cinq Millions dix Mille Dinars algériens (8 765 010 000 DA)**. La valeur résiduelle minimale des sûretés de deuxième rang s'établit en conséquence à **quatorze Milliards huit cent quinze Millions neuf cent cinquante Mille Dinars Algériens (14 815 950 000 DA)** (Sûretés de deuxième rang au bénéfice de la masse des obligataires – sûretés

¹ Notice d'information, « SPA DAHLI », P12.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

prioritaires sur les hypothèques au profit de la masse des obligataires) soit **628 %** du montant nominal de l'emprunt.

– Rang de l'emprunt

Les obligations émises ont le même rang que les dettes déjà contractées par la **SPA DAHLI**, hormis les dettes privilégiées de par la loi.

– Maintien de l'emprunt dans son rang

La **SPA DAHLI** s'engage, jusqu'à la mise en remboursement de la totalité de l'emprunt et sans que cet engagement n'affecte en rien sa liberté de disposer de la propriété de ses biens, à ne constituer au profit d'autres dettes ou obligations aucune hypothèque sur les biens ou droits immobiliers qu'elle peut ou pourra posséder, ni aucun nantissement de fonds de commerce, sans en faire bénéficier *Pari Passu* les obligations de cet emprunt.

3. Résultat de l'opération

La **SPA DAHLI** est la seule entreprise du secteur privé qui a lancé un emprunt auprès du grand public, toutefois, cet emprunt n'a pas atteint ses objectifs avec un taux de souscription de 28%, de ce fait, des questions méritent d'être posées sur les causes de l'échec de cette opération avec un secteur bancaire caractérisé par une surliquidité à cette époque.

L'emprunt obligataire avait été lancé le 11 janvier 2009. La clôture de la souscription avait été reportée de plusieurs semaines pour pouvoir atteindre un tel montant. « *L'investisseur algérien reste frileux. Cette frilosité s'explique par un historique : la faillite des banques privées locales qui ont causé des pertes colossales aux déposants* »¹, La liquidation du groupe Khalifa et de tant d'autres banques privées locales au début des années 2000 a laissé des traces. Depuis l'affaire Khalifa, les particuliers sont plus réticents à confier leur argent aux entreprises privées.

Par ailleurs, il s'avère important de mettre l'accent sur les garanties adossées à l'emprunt, qui sont constituées par des garanties réelles sous forme d'hypothèque (hôtel Hilton et tour ABC) couvrant 170% du montant maximal de l'emprunt. En d'autres termes, ces actifs ont été déjà hypothéqués en vue de bénéficier de prêts auprès de la Banque extérieure d'Algérie (BEA). L'assise financière de l'émetteur n'était pas suffisante, avec un chiffre d'affaires de 2,4 milliards DA en 2007 et un bénéfice de 265 millions de dinars.

Ainsi, il faut signaler que les investisseurs institutionnels (en particulier les banques) n'ont pas participé activement à cette émission sachant que les banques ont des excès de liquidités

¹ Le Directeur général de la société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières, Mustapha Ferfera.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

qui leur permettent de disposer d'une marge de manœuvre suffisante, tout en se conformant aux règles prudentielles.

Conclusion

Aujourd'hui, avec les besoins de croissance rapide des entreprises, les nouvelles orientations des pouvoirs publics, notamment celles qui sont relatives à la diversification du financement de l'Economie en substituant les ressources budgétaires par les ressources du marché, L'emprunt obligataire devient une véritable opportunité pour répondre aux besoins de financement.

En effet la fin de l'année 2014 a été marquée par la baisse des prix des hydrocarbures sur les marchés internationaux ce qui a pénalisé lourdement notre Economie, de ce fait le déficit budgétaire de l'Etat algérien a poussé ce dernier à l'endettement interne via une émission obligataire baptisée « Emprunt National Pour la Croissance Economique » pour le financement des investissements productifs de l'Etat.

De plus la situation actuelle dont laquelle évolue notre Economie dicte aux entreprises algériennes notamment les entreprises publiques une adaptation rapide et efficace en matière de diversification et le choix de leurs sources de financement. Dans cette optique ces dernières doivent recourir d'avantage au marché financier pour lever les fonds nécessaires au financement de leurs investissements. Et l'opération lancée par ce dernier en ce moins d'avril 2016 dévoile la place qu'occupe le marché obligataire dans le financement de l'Economie.

Pour avoir des fonds nécessaires pour ses investissements, la SPA DAHLI s'est aussi présentée sur le marché obligataire. Elle a fait appel au grand public pour lever un montant de 8,3 milliards de dinars et elle a même associé à son emprunt a un taux de coupon progressif pour ne pas sanctionner les souscripteurs, toutefois SPA DAHLI n'a levé que 28% du montant souhaité.

Bibliographie

I. Ouvrages

M.MANSOURI, « *la bourse des valeurs mobilières d'Alger* », Ed, Houma, Alger, 2005.

II. Article

C.BOUZAR, « *les contraintes de développement du marché financier Algérien* », revue campus, N°18, 2008.

III. Mémoires et thèses soutenus

B. MERIEM, « *étude comparative des marchés financiers maghrébins* », thèse de magistère en science économiques, UMMT, Tizi Ouzou, 2012.

S. FADILA, « *l'Economie algérienne : Economie d'endettement ou Economie de marché financier ?* », mémoire de fin d'étude(Magister), UMMT, Tizi Ouzou, 2013.

IV. Textes officiels et réglementaires

Décret Législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

Règlement COSOB n° 96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.

Instruction COSOB n° 98-01 avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

Arrêté COSOB n°2000-02 du 20 janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

L'Ordonnance 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.

La loi 06-11 du 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement

Règlement n°14-06 du 16 février 2014 portant le coefficient de solvabilité applicable aux banques et aux établissements financiers

L'arrête n° 21 du 28 mars 2016 fixant les conditions et les modalités d'émission par le Trésor d'un emprunt national pour la croissance économique.

V. Autres références bibliographiques

Communication dans les séminaires et colloques

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.

L'EMPRUNT OBLIGATAIRE EN ALGERIE PP (1-20)

Rapports et notice d'information

COSOB, « guide des valeurs mobilières »,2004.

COSOB, « guide, intervenants du marché », 2004.

COSOB, « investir en bourse »,2004.

COSOB, « guide des introductions en bourse »,2004.

COSOB, « le dépositaire central des titre »,2004.

COSOB, « teneur de compte-conservateur des titres »,2004.

Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire SONELGAZ, Mars 2005.

Notice d'information simplifiée, Emprunt obligataire, SONELGAZ, Juin 2008.

Notice d'information, Emprunt obligataire Air Algérie, Mars 2004.

Notice d'information, Emprunt obligataire Algérie Télécom, Septembre 2006.

Notice d'information, Emprunt obligataire CIVITAL, Décembre 2005.

Notice d'information, Emprunt obligataire EEPAD, TISP, Mai 2007.

Notice d'information, Emprunt obligataire ENAFOR, Novembre 2005.

Notice d'information, Emprunt obligataire ENTP, Décembre 2007.

Notice d'information, Emprunt obligataire Société de Refinancement Hypothécaire, 2003.

Notice d'information, Emprunt obligataire, ETRHB Haddad, Juillet 2009.

Notice d'information, Emprunt obligataire, MLA, janvier 2015.

Notice d'information, Emprunt obligataire, SNL, Août 2015.

Notice d'information, Emprunt obligataire, SPA DAHLI, Novembre 2008.

Rapports annuels de la COSOB, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015,2016.

Sites internet

http://amanti.dz/?page_id=3367

www.sgbv.org

www.cosob.org