

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle d'étude en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
Commerciales et Financières**

Option : Finance, Monnaie et Banque

Thème :

**Le financement des investissements des
entreprises par l'emprunt obligataire**
**Cas de : DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE
LOISIRS ET IMMOBILIERS**

Elaboré par :

TABTA Lyes

Encadré par :

AZZAOUI Khaled

**Lieu de stage : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de
Bourse : Direction des Opérations et de l'Information Financière**

Période de stage : Du 15/03/2016 au 24/05/2016

Année universitaire

2015/2016

DEDICACES

A la mémoire de mon ami BOUADJADJ Bilal.

A mes très chers parents, qui ont eu la patience de nous élever et de nous enseigner, et à tous leurs sacrifices pour nous conférer une meilleure vie.

Que dieu les garde pour nous.

A mes très chers frères : Madani, Amazigh, Yanis et mes sœurs Nadjiba et Nassima, sur qui, je peux toujours compter.

REMERCIEMENTS

Je remercie le grand dieu tout puissant pour m'avoir accordé la force et le courage nécessaires pour accomplir ce travail.

Je tiens à exprimer ma gratitude et mes plus vifs remerciements à mon encadreur M. AZZAOUI Khaled pour ses encouragements, son aide et ses précieux conseils durant toute la période de préparation jusqu'à l'achèvement de ce mémoire.

Je remercie également M. BARÇA Moumen et Mme Kkalifi de la COSOB pour leurs orientations et conseils.

Enfin, j'adresse mes plus sincères remerciements à mes amis et collègues qui m'ont toujours soutenu et encouragé au cours de la réalisation de ce mémoire.

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE	ABCD
CHAPITRE I : L'entreprise et le choix de financement	
SECTION01 : Le financement par fonds propres.....	02
SECTION02 : Le financement indirect : crédits bancaires.....	08
SECTION03 : Le financement direct : le marché financier.....	12
CHAPITRE II : Le financement par l'emprunt obligataire	
SECTION01 : l'Aspect théorique de l'emprunt obligataire.....	29
SECTION02 : Cotation, évaluation et risques liés aux obligations.....	40
SECTION03 : Emission et introduction en bourse des obligations.....	49
CHAPITRE III : L'emprunt obligataire en Algérie (cas SPA DAHLI)	
SECTION01 : Etat des lieux de l'activité obligataire en Algérie.....	64
SECTION02 : Emprunt obligataire de la SPA DAHLI.....	84
SECTION03 : Analyse de la situation financière de l'émetteur.....	93
CONCLUSION GENERALE.....	105

Liste des tableaux

Numéro	Intitulé	Page
N°01	Critères d'éligibilités à une introduction en bourse des titres de capital	18
N°02	Droits liés aux valeurs mobilières	32
N°03	Effet de la taille du coupon	45
N°04	Effet du coupon sur la variation de prix des obligations	46
N°05	Echelle de notation	48
N°06	Critères d'éligibilité à une introduction en bourse des obligations	60
N°07	Coûts d'une introduction en bourse des obligations	61
N°08	Emissions obligataires par les entreprises de 1998 jusqu'à 2015	73
N°09	Récapitulatif des émissions obligataires de 2003 jusqu'à 2015	74
N°10	Caractéristiques de l'emprunt national pour la croissance économique	81
N°11	Evolution chiffre d'affaire HILTON	86
N°12	Evolution du chiffre d'affaire tour ABC	86
N°13	Charges relatives à l'opération	90
N°14	Utilisation du produit net de l'émission	91
N°15	Garanties adossées à l'emprunt	91
N°16	Evolution des résultats de la SPA DAHLI	95
N°17	Ratios clés de la SPA DAHLI	96
N°18	Principaux indicateurs de l'évolution des résultats de la SPA DAHLI	100
N°19	Ratios déterminant l'évolution de la situation financière de la SPA DAHLI	102
N°20	Echéancier de remboursement de l'emprunt de la SPA DAHLI	104

Liste des figures et graphes

Liste des figures		
Numéro	intitulé	Page
N°01	Formes d'intervention du capital investissement au sein de l'entreprise	07
N°02	Cycle d'intervention de la société de capital investissement	08
N°03	Mécanisme du crédit-bail	11
N°04	Organisation du marché des capitaux	13
N°05	compartiments de la bourse d'Alger	70
Liste des graphes		
N°01	Evolution du cours de l'obligation en fonction du taux d'intérêt	44
N°02	Effet du coupon	45
N°03	Répartition des émissions entre institutionnelles et émission au grand public	75
N°04	Répartition des emprunts émis entre les entreprises et organismes publics et entreprises privées	75
N°05	Evolution des émissions corporatives de 1998 à 2015	76
N°06	Evolution de l'encours global des obligations coté et hors cote sur le marché corporatif de 1998-2015	77
N°07	Composition du portefeuille des obligations sur le marché hors cote	78
N08	Evolution de l'encours global des OAT cotées à la Bourse	79
N°09	Corporatif cotées VS OAT cotées	80
N°10	Evolution du chiffre d'affaire de la SPA DAHLI de 2009-2014	100

Liste des abréviations

AGE : L'Assemblée Générale Extraordinaire

ALC: Arabe Leasing Corporation

APE : Appel Public à l'Épargne

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de bourse

DPS : Droit Préférentiel de Souscription

EEPAD TISP: Etablissement d'Enseignement Professionnel À Distance. Télécom Internet Service Provider»

ENAFOR : Entreprise Nationale de Forage

ENTP : Entreprise Nationale des Travaux aux Puits

EPE : Entreprise Publique Economique

FNI: Fond National d'Investissement

IOB : Intermédiaire en Opérations de Bourse

MLA: Maghreb Leasing Algeria

OAT : Obligations Assimilables du Trésor

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

OPV : Offre Publique de Vente

OSDI : Obligations Subordonnées à Durée Indéterminée

PME : Petites et Moyennes Entreprises

SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable

SNL : Société Nationale de Leasing

SPA : Société Par Action

SRH : Société de Refinancement Hypothécaire

SVM : Société de Valeurs Mobilières

SVT : Spécialiste en Valeurs du Trésor

TCC : Teneurs de Comptes-Conservateurs des titres

TCN : Titres de Créance Négociable

Liste des annexes

Numéro	Intitulé
ANNEXE 01	BILAN SPA DAHLI 2005-2014
ANNEXE 02	COMPTES DES RESULTATS SPA DAHLI 2005-2014
ANNEXE 03	Organigramme COSOB
ANNEXE 04	Arrêt n°21 du 28 mars fixant les conditions et les modalités d'émission par le trésor d'un emprunt national pour la croissance économique
ANNEXE 05	Décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993

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 de financement devient salutaire. Sachant que le recours à l'emprunt obligataire répond à plusieurs préoccupations; quelles sont alors les avantages qu'offre le financement par emprunt obligataire pour les entreprises?.

Mots clés

Obligation, emprunt obligataire, valeur mobilière, investissement, financement.

المخلص

إن تطوير المؤسسات يرتبط ارتباطاً وثيقاً بقدراتها على التناقل والتبادل بصورة فعالة ومستمرة مع بيئتها. هذا التبادل لا يكون فقط على مستوى الموارد المادية والبشرية بل أيضاً على مستوى الموارد المالية. نشاط المؤسسة يسجل إذاً مثله مثل باقي نشاط الأعوان الاقتصاديون ضمن ما يسمى بالاقتصاد المرتبط بالنقود أي أن العمليات التي تقوم بها المؤسسة تتم بواسطة النقود. هذا ما يجعل المؤسسة بحاجة إلى النقود باستمرار من أجل القيام بنشاطها، الأمر الذي يستدعي وجود تنظيم لعملية تسيير أموال المؤسسة ولا يمكن لذلك أن يتحقق إلا بوجود جزء من الهيكل التنظيمي للمؤسسة يتكفل بذلك وهذا ما يسمى بوظيفة التمويل. وقد تطورت هذه الوظيفة خاصة في عصرنا الحالي حيث أصبحت حياة المؤسسة وبقائها مرتبطاً أساساً بهذه الوظيفة في سعيها إلى تحقيق التوازن المالي عبر اتخاذ قرارات مالية صائبة. فلماذا تسعى المؤسسة لتنويع مصادر التمويل عن طريق سوق سندات القرض إحدى القيم المنقولة التي تصدرها شركة المساهمة ويمثل السند عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، 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 والأزمة المالية تدفع بالمؤسسات إلى اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نظراً لمزاياه العديدة. فما هي الإيجابيات التي يتيحها التمويل بالقرض السندي؟

الكلمات المفتاحية: السند القرض السندي، القيم المنقولة، التمويل، الاستثمار.

Introduction Générale

Aujourd'hui, dans un contexte de mondialisation, l'entreprise, se trouve confronté 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.

Ainsi, le financement des entreprises peut être abordé de différentes manières : par le type de rémunération, par la durée ou par l'origine. S'il est abordé de point de vue de l'origine des fonds, on parlera des capitaux d'origine interne (autofinancement) et des capitaux d'origine externe (capitaux propres et emprunts). Ces derniers peuvent être classés en financements directs, dans ce cas, l'entreprise peut faire appel au marché des capitaux pour lever les fonds désirés, et financements indirectes ou généralement les banques jouent le rôle d'intermédiaire entre l'entreprise et l'épargnant.

De ce fait, les entreprises peuvent utiliser les dettes et les fonds propres pour financer leurs investissements. Toutefois, à l'intérieur des principales catégories de dettes et de fonds propres, il existe une variété d'instruments financiers et des moyens de financement que les firmes peuvent utiliser.

A cet effet, une entreprise peut financer ses investissements par autofinancement, sans faire appel à des capitaux extérieurs. Cette solution présente à 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 financements au crédit bancaire représente la source de financement la plus couramment utilisée car elle est souvent le moyen de financement pour la quasi-totalité des entreprises. Toutefois, il faut reconnaître que ce mode de financement présente des inconvénients pour l'entreprise qui la rend tributaire des aléas de la distribution de crédit et de la politique arrêtée par son banquier.

C'est ainsi que les entreprises ont eu recours à d'autres formes de financement tels que : le leasing ou crédit-bail, l'ouverture de capital à de nouveaux investisseurs et l'emprunt obligataire.

L'Algérie a marqué sa transition vers l'économie de marché à travers notamment la signature de l'accord d'association avec l'union Européenne en 2002 qui est entré en vigueur à partir du 01 septembre 2005 et les négociations actuelles pour son entrée à l'OMC.

L'enjeu et donc de rendre le marché financier algérien un complément au financement du secteur bancaire, dont la réforme en cours pourrait sans doute constituer un préalable à la redynamisation du marché et contribuer à son décloisonnement et à son développement durable.

Ainsi, ce travail a pour ambition de contribuer à la réflexion sur un moyen de financement à savoir l'emprunt obligataire et les obstacles qui empêchent les autres entreprises à faire appel à ce mode de financement pour répondre à leurs besoins de financement.

En outre, l'importance de ce mémoire apparaît à travers notamment le contexte actuel (une économie en transition vers une économie de marché) ainsi que l'importance et le rôle du marché financier dans cette mutation de l'économie.

Ce qui impose à notre pays de faire du financement direct par le marché un moyen de financement privilégié de l'économie, en outre le contexte actuel dans lequel évolue notre économie a poussé l'Etat algérien à l'endettement auprès du grand public par le biais d'une émission d'un emprunt obligataire.

Problématique de la recherche

Parmi les sources de financement auxquelles une entreprise peut faire recours, le recours à l'emprunt obligataire, ainsi ce mode de financement répond à plusieurs préoccupations notamment 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.

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: *quels sont les avantages qu'offre le financement par l'emprunt obligataire aux entreprises en Algérie ?*

Aux centres de cette question principale se trouvent quatre questions secondaires qui nous permettront de cerner les caractéristiques d'un emprunt obligataire à savoir :

1. Quelles sont les modes de financement disponibles pour une entreprise?
2. Quelles sont les entreprises qui peuvent accéder à l'emprunt obligataire ?
3. Quelle est l'état des lieux actuels du marché obligataire Algérien ?

Hypothèses du travail de recherche

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

- ❖ **Hypothèse 1** : l'emprunt obligataire permet à l'entreprise de collecter une masse des capitaux importante sans craindre un bouleversement de son actionnariat.
- ❖ **Hypothèse 2** : pour son financement l'entreprise peut recourir à des capitaux internes et externes.
- ❖ **Hypothèse 3** : l'emprunt obligataire reste un moyen de financement pour les grandes entreprises en Algérie ;
- ❖ **Hypothèse 4** : le marché obligataire Algérien notamment le marché secondaire est dominé par les valeurs de trésors ;

Pour vérifier ces hypothèses, nous avons opté pour une méthodologie d'ordre analytique et descriptive, 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 mode de fonctionnement des emprunts obligataires.

Par ailleurs, notre mémoire est scindé en trois chapitres :

Le premier chapitre présente les différentes sources de financement auxquelles l'entreprise peut avoir accès.

Le deuxième chapitre présente l'emprunt obligataire, ainsi que le cadre théorique et technique relatif à l'emprunt obligataire et les processus d'émission et d'admission en bourse des obligations dans le contexte algérien.

Quant au troisième chapitre, qui représente notre étude de cas, il est principalement réservé à la présentation du marché obligataire Algérien, ainsi qu'un état des lieux sur l'activité obligataire en Algérie depuis la création d'un marché financier Algérien jusqu'à nos jours, de plus nous avons traité un cas d'une entreprise privée à savoir la SPA DAHLI qui a fait recours au marché obligataire pour lever les fonds nécessaires au financement de ses investissements.

Chapitre 1 :

L'entreprise et le choix de financement

Introduction

Dans ce premier chapitre nous traiterons les différentes sources de financement auxquelles les entreprises peuvent avoir accès, tout en prenant en considération l'origine des fonds.

De ce fait, nous allons examiner les différentes sources de financement dont les entreprises peuvent avoir accès. Pour les entreprises non cotées, les choix de financement dans le cadre d'augmentation des fonds propres s'articulent autour de l'appel à la richesse des actionnaires, de l'investissement des sociétés de capital-risque et du recours au financement privé. Pour les entreprises cotées, l'émission des actions ordinaires peut être la forme la plus courante afin d'accroître leurs fonds propres.

Ainsi, la première section est consacrée au financement des entreprises par les fonds propres, la deuxième section traitera le financement par les crédits bancaires, enfin, la dernière section est consacrée au financement de l'entreprise par le marché financier.

Section 01 : Le financement par fonds propres

Les droits des fonds propres sur une entreprise peuvent prendre des formes variées selon que l'entreprise est cotée ou non, et selon la croissance de l'entreprise et les risques qui la caractérisent. Dans cette section nous considérons les choix de financement par fonds propres pour les entreprises non cotées.

I. Le financement par fonds propres pour les entreprises non cotées.

Les entreprises non cotées disposent de possibilités plus restreintes que les firmes cotées, pour accroître leurs fonds propres, car elles ne peuvent pas faire appel public à l'épargne et émettre des titres auprès du public. Par conséquent elle dépend soit des propriétaires de l'entreprise, soit des sociétés de capital-risque pour assurer les besoins en fonds propres nécessaires pour maintenir et accroître l'activité.

Toutefois, il faut faire la distinction entre le financement interne et externe c'est-à-dire l'origine des fonds, pour le financement interne (autofinancement) il regroupe l'ensemble des cash-flows générés par les actifs existants de l'entreprise ces derniers peuvent être considérés comme un financement interne.

1. L'Autofinancement

L'autofinancement est l'ensemble des ressources nouvelles engendrées par l'activité de l'entreprise et conservées durablement par celle-ci pour financer ses opérations à venir.

Dans une entreprise, les bénéfices après impôts sont utilisés de deux façons: une partie de ces bénéfices est distribués aux actionnaires sous forme de dividendes, l'autre partie est conservée par l'entreprise et reprise pour investir.

Toutefois, E. COHEN propose la définition suivante : « *l'autofinancement est le surplus monétaire dégagé par l'entreprise sur son activité propre et conservé par elle pour financer son développement futur* »¹.

D'un point de vue comptable, les sommes non distribuées sont mises en réserves, ces dernières lorsqu'elles sont suffisamment importantes, peuvent donner lieu à la distribution gratuite d'actions.

Autrement dit, l'autofinancement est la part de la capacité d'autofinancement (CAF) consacrée au financement de l'entreprise. C'est la ressource interne disponible après rémunération des associés.

Autofinancement = Capacité d'autofinancement - dividendes distribués au cours de l'exercice.

¹E. COHEN « Gestion financière de l'entreprise et développement financier », Ed EDICEF/AUPELF, 1991, p.194.

1.2. Avantages et inconvénients de l'autofinancement¹ :

➤ Les Avantages :

L'autofinancement présente une série d'avantages à savoir :

- L'autofinancement confère à l'entreprise des degrés de liberté en matière de choix des investissements.
- L'autofinancement constitue un facteur d'indépendance financière appréciable, en particulier en période d'encadrement du crédit, il permet à l'entreprise de limiter le recours à l'endettement et d'améliorer donc sa rentabilité, en réduisant le poids des charges financières.
- Il préserve l'indépendance financière et la gestion de l'entreprise vis-à-vis des autres institutions dans la mesure où l'entreprise n'a pas sollicitée des ressources externes.

➤ Les inconvénients :

Il est vrai que l'autofinancement tend à faire croître les capitaux propres. Mais cela n'accroît pas forcément la valeur de l'entreprise à moins que les investissements soient suffisamment rentables, c'est-à-dire qu'ils rapportent plus que le taux de rentabilité exigée².

En outre, en s'autofinçant l'entreprise ne subit pas des charges financières mais, il ne faut pas oublier que s'il s'agit d'un mauvais choix d'investissement il y'aura un manque à gagner, de ce fait, le piège de l'autofinancement et son coût explicite qui est nul alors que son véritable coût est le coût d'opportunité.

2. La richesse des actionnaires et le placement privé

La plupart des entreprises, y compris certaines des réussites industrielles les plus marquées, ont démarré sous la forme d'une petite entreprise, financé par les fonds personnels d'un ou plusieurs individus à l'origine de la création d'entreprise.

Ces fonds apportés par les propriétaires de l'entreprise, sont considérés comme les fonds propres et constituent la pierre angulaire d'un succès éventuel de l'entreprise. Mais pour que le succès soit au rendez-vous, il est nécessaire de financer la croissance et de réinjecter des fonds dans l'entreprise, cependant, peu de personnes aujourd'hui ont les ressources financières nécessaires pour financer cette croissance.

Le financement de la croissance de l'entreprise impose donc de trouver de nouvelles sources de capitaux propres. Lors de l'ouverture du capital à de nouveaux investisseurs, les actionnaires en place disposent bien sûr des choix des modalités précises de l'augmentation de capital.

¹ LUC BERNET-ROLLANDE, « principes de technique bancaire » Ed, Dunod, paris, 2008, p. 336.

L'entreprise n'étant pas cotée, elle n'a pas accès aux marchés financiers organisés ; l'appel public à l'épargne est impossible, ce qui complique évidemment la tâche de l'entreprise.

Seul un placement privé des titres est possible, ce qui signifie que l'offre de l'actions nouvelles ne s'adresse qu'à un nombre réduit des investisseurs (partenaires, fond d'investissement, banques...), avec un degré de formalisme juridique réduit. La vente des actions nouvelles de l'entreprise ne peut se faire à un prix du marché (un tel prix n'existe pas parce que l'entreprise n'est pas cotée), ce qui impose de recourir à un mécanisme d'enchères privées ou de négociation pour fixer le prix des titres.

Ces nouveaux capitaux sont susceptibles de modifier le contrôle et la répartition du pouvoir dans l'entreprise. Un tel changement n'est pas toujours bien vécu par le fondateur de l'entreprise, particulièrement lorsque les actionnaires externes décident d'exercer leur droit de contrôle sur l'entreprise ou de vendre brutalement leurs actions pour sortir du capital de l'entreprise.

3. Le capital investissement (capital-risque)

Au fur et à mesure que les petites entreprises réussissent et se développent, elles estiment généralement que leurs fonds sont insuffisants pour couvrir leurs investissements et leurs besoins d'expansion¹. Certaines de ces entreprises sont en mesure de devenir des sociétés cotées et d'alléger conséquemment cette contrainte, par l'émission des actions ordinaires sur le marché financier. Pour cela l'activité doit être suffisamment développée et attractive aux yeux des investisseurs pour être proposée au public. En revanche, beaucoup d'entreprises sont incapables d'opérer cette transition d'une entreprise non cotée à une entreprise cotée. Pour ces entreprises la meilleure formule pour lever des capitaux propres et de se tourner vers les sociétés de capital investissement prêtent à investir dans l'entreprise².

Le capital investissement consiste à investir dans des entreprises non cotées en proposant des financements en fonds propres pour une durée moyenne de cinq à sept ans, en contrepartie d'une participation dans leur capital.

La taille de l'investissement de la société de capital investissement dépendra de deux facteurs³ :

- Premièrement, la société de capital investissement exigera une part de propriété de l'entreprise en fonction de sa contribution aux fonds propres.

¹ A.DAMODARAN, « finance d'entreprise, théorie et pratique ».Ed. de Boeck, Bruxelles, 2007, p.655

² J.BERK, P.DE MARZO, « finance d'entreprise » Ed, Nouveaux Horizons, Paris, 2010, p.784.

³ Idem

- Deuxièmement, si l'entreprise peut recourir à d'autres sources pour lever des fonds, son pouvoir de négociation vis-à-vis de la société de capital investissement sera plus fort et elle sera en mesure de réduire la part de la société du capital investissement et garder le contrôle de l'entreprise. En revanche, si l'entreprise n'a pas d'autres possibilités pour lever les fonds propres, le pouvoir de négociation de l'entreprise sera plus faible, et le propriétaire de l'entreprise peut être conduit à abandonner une part de son capital pour obtenir les fonds désirés¹.

Le démarche de recherche et de recevoir du capital investissement est volontaire et la relation qui s'établie entre les deux parties est fondée sur l'espérance des gains. L'entreprise obtient des fonds auxquels elle n'aurait pas accès auparavant ; ces fonds à leurs tour permis à l'entreprise de passer le cap jusqu'à ce qu'elle devienne une société cotée. de plus, le capital investissement est susceptible, par ses compétences managériales et organisationnelles, d'apporter la crédibilité nécessaire pour qu'elle obtienne des financements supplémentaires². Ainsi, le capital investissement peut même jouer un rôle d'un accompagnateur, et fournir le savoir-faire nécessaire pour réaliser un éventuel appel public à l'épargne.

En général, pour convaincre une société de capital investissement de prendre des participations dans le capital de l'entreprise, le dirigeant doit lui démontrer qu'il croit au succès de son entreprise. Cette démonstration peut être résumée dans un plan d'affaire (business plan), document qui détaille la stratégie envisagé, le marché, les produits et les avantages comparatifs dont dispose l'entreprise.

3.1. Les différentes formes d'intervention du capital investissement :

Le capital investissement recouvre aux moins cinq types d'interventions. On y distingue ainsi :

- **Le capital faisabilité ou capital amorçage** : c'est le financement d'un entrepreneur qui veut prouver la faisabilité de son idée.
- **Le capital création** : qui intervient à la phase de création de l'entreprise (du développement du produit jusqu'à son lancement industriel et commercial).

Le capital création est très fortement sollicité par des entreprises qui, dans le cadre du schéma de financement bancaire, ont besoin de compléter leur fonds propres, et de conforter l'intervention des banques qui accueillent très favorablement la présence d'un

¹ La loi 06-11 relative aux sociétés du capital investissement stipule que ces dernières ne peuvent détenir plus de 49% du capital d'une même société (position minoritaire).

² L'intervention du capital investissement par des apports en fonds propres se traduit par une appréciation de levier de l'entreprise d'où sa capacité d'endettement.

professionnel, (le capital investissement), lequel peut également accorder à la banque sa garantie solidaire¹.

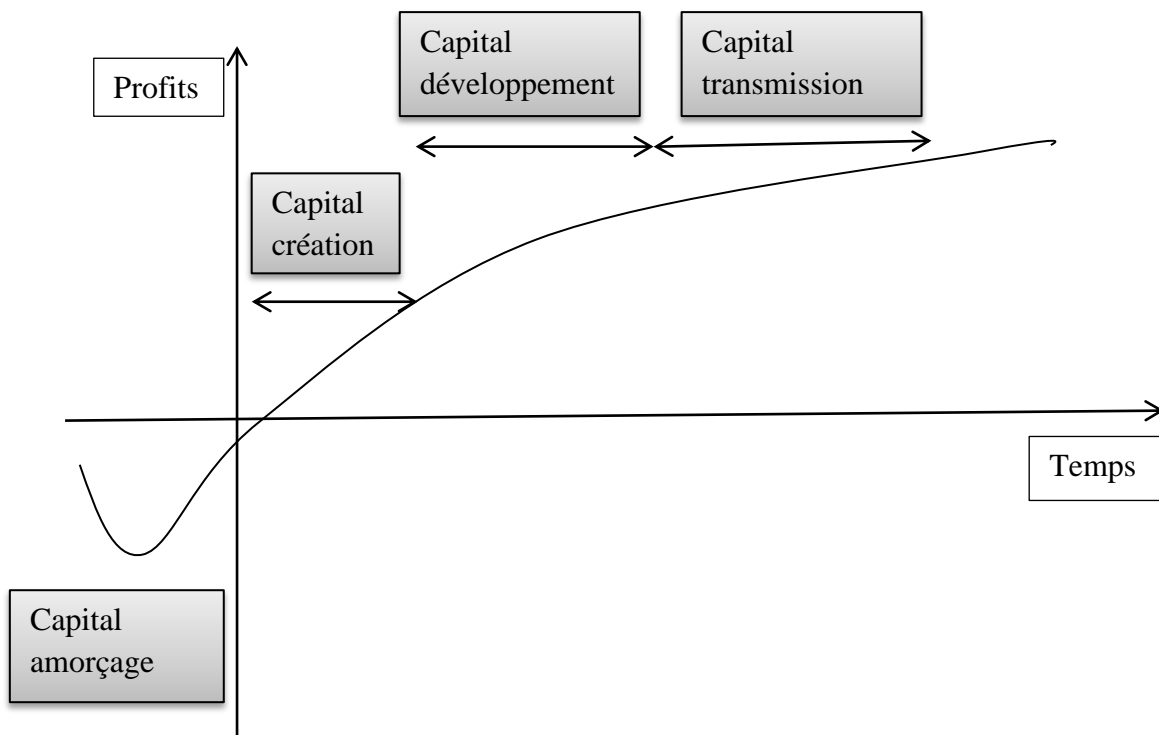
- **Le capital développement** : l'entreprise ayant atteint son seuil de rentabilité et dégagant des profits a besoin d'un complément de ressources pour augmenter sa capacité et accroître son fond de roulement.
- **Le capital transmission** : Le capital transmission consiste à financer le rachat des positions majoritaires. Les capitaux investis dans le capital transmission sont destinés à permettre l'acquisition par la direction existante ou par une nouvelle équipe déjà établie. C'est « management by in » ou « la management by out ».

L'intervention, à ce stade, permet également aux investisseurs en capital de mettre en œuvre l'effet de levier par le recours aux crédits bancaires.

- **Le rachat de position minoritaire** : le capital investisseur rachète les parts d'un autre capital investisseur pour différentes raisons.

Le schéma suivant nous montre les différentes formes d'intervention du capital investissement :

Figure N°01 : formes d'intervention du capital investissement au sein de l'entreprise



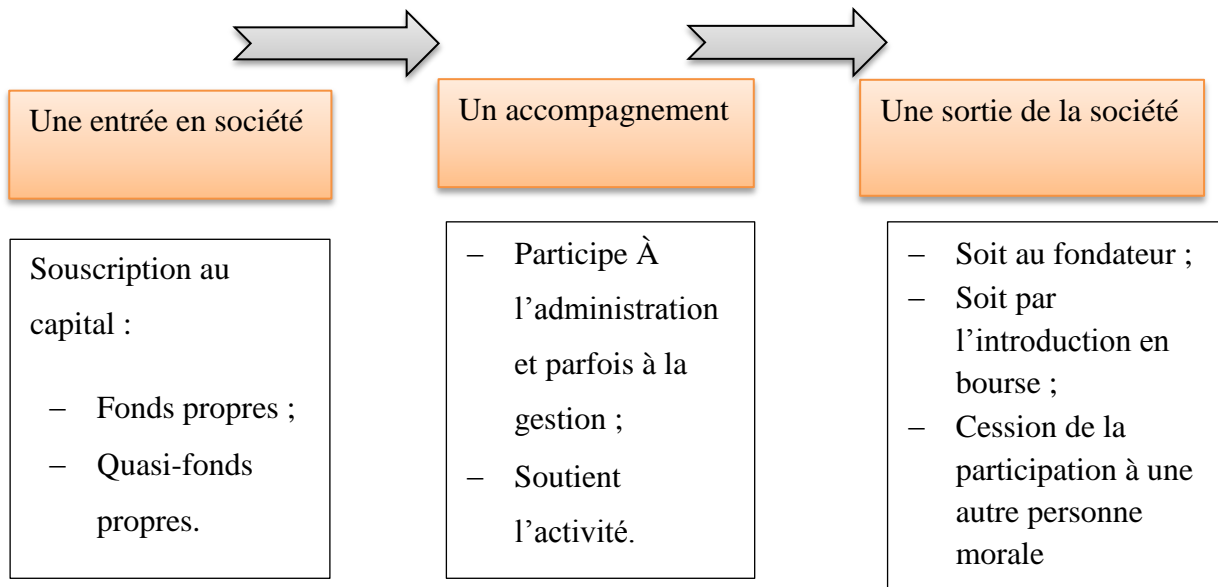
Source : K.E.BOUATOUATA, Op.cit., p.55.

¹ K.E.BOUATOUATA « le capital investissement, enjeux et perspectives », Ed.GAL, Alger, 2005, p.52.

Ainsi, le cycle d'intervention de la société de capital investissement se déroule en trois phases successives :

- Une entrée (prise de participation).
- Un accompagnement durant une période de 5 ans à 7 ans, au cours de laquelle la société de capital peut encaisser des dividendes.
- Et, enfin, une sortie qui peut se faire par l'une des trois options suivantes :
 - Le rachat par l'actionnaire entrepreneur de la participation du partenaire financier;
 - La cession de la majorité du capital (de gré à gré) de l'entreprise à un opérateur industriel (du secteur) ou à un Fonds d'investissement;
 - La cession de la participation du financier via une opération financière (IPO): 1ère Introduction en Bourse ou cession "secondaire" à un autre fonds d'investissement.

Figure N°02 : cycle d'intervention de la société de capital investissement



Source : K.E.BOUATOUATA, Op.cit., p.58.

3.2. Avantages du capital investissement¹

Le capital investissement présente une série d'avantage à savoir :

- Le capital investisseur devient un associé et non pas un créancier de la société financée ;

¹ K.E.BOUATOUATA, Op.cit., p.68.

- La participation au capital n'est pas adossée à aucune garantie. La rémunération du financier est basée sur les dividendes et les plus-values éventuelles lors de sa sortie ;
- L'entrée du capital investisseur constitue un effet de levier pour accéder au financement bancaire ;
- Il favorise la bonne gouvernance et permet aux entrepreneurs de profiter de son expertise, son expérience en Organisation et le management, de leur carnet d'adresses.

Section 02 : le financement indirect : crédit bancaire

Le crédit bancaire est le moyen de financement le plus couramment utilisé par les entreprises. La grande diversité des formes de crédit bancaire permet en effet de répondre à un grand nombre de besoins.

Dans cette section nous mettrons la lumière sur quelques types de crédits bancaires qui permettront le financement à long terme de l'entreprise.

I. Le financement des investissements¹

Pour produire, les entreprises ont besoin de matières premières, de main-d'œuvre, mais aussi de divers équipements : terrains, constructions, matériel de fabrication, etc. ; l'ensemble de ces équipements est appelé l'outil de production.

Que ce soit à la création ou pour des nécessités de développement, toute entreprise doit investir, c'est-à-dire d'acquérir de nouveaux moyens de production. Une fois mis en place, ils permettront à l'entreprise de produire davantage ou dans de meilleures conditions, ce qui va lui permettre de dégager des profits supplémentaires.

Le recours aux concours bancaires est la solution la plus couramment utilisée, car elle est bien souvent la seule possible (ou presque) pour la plupart des entreprises. Cependant, il faut reconnaître que ce mode de financement présente des inconvénients pour l'entreprise qu'elle rend tributaire des aléas de la distribution du crédit (montant, coût, délais, etc.) et de la politique arrêtée par sa banque (choix des risques, garanties, etc.).

Parmi les financements proposés par les banques il existe le crédit classique à moyen et à long terme et le crédit-bail.

¹ LUC BERNET-ROLLANDE, Op. cit., p. 335.

1. Les crédits à long terme (7 à 20 ans)

Pour ce type de financement, les banques agissent, la plupart du temps, dans le cadre d'un consortium (crédits syndiqués) et ce, dans l'objectif d'un partage des risques et aussi eu égard au respect des règles prudentielles.

Le crédit syndiqué peut se définir comme un crédit délivré au minimum par deux prêteurs offrant, dans un contrat de crédit unique négocié et géré par un ou plusieurs agents, les mêmes termes et conditions¹.

Il est destiné à lever des fonds importants en réunissant les capacités de financement de plusieurs établissements. En principe, un crédit bilatéral est plus limité en montant. Toutefois, il a pour inconvénient, la diffusion de l'information à tout le secteur bancaire, de ce fait, ce dernier sera au courant de la politique financière de l'entreprise.

2. Les crédits à moyen terme

D'une durée de 2 à 7 ans, les crédits à moyen terme sont destinés à financer les investissements consistant notamment en l'acquisition par les entreprises d'équipements de production. Ils sont accordés soit par une banque seule, ou un établissement financier spécialisé.

Un financement par un crédit à moyen terme ne doit pas normalement couvrir la totalité de l'investissement ; il est logique que l'entreprise qui désire s'équiper fasse un effort d'autofinancement. La part du financement par un crédit à moyen terme est comprise, en général, entre 50 % et 75 % du montant de l'investissement.

L'analyse d'une demande de crédit à moyen terme repose principalement sur l'étude de différents éléments² :

- La situation économique ;
- La situation financière, et, plus particulièrement rentabilité de l'entreprise avant l'opération et après l'opération à financer,
- Les garanties offertes (personnelles ou/et réelles choisies en fonction des biens financés et de la situation de l'emprunteur.

II. Le crédit-bail

Le crédit-bail ou leasing est une technique de financement d'une immobilisation par laquelle une banque ou une société financière acquiert un bien meuble ou immeuble pour le

¹ P.BARNETO, G.GREGORIO, Op. cit. P, 383.

² LUC BERNET-ROLLANDE, Op.Cit., p. 343.

louer à une entreprise, cette dernière ayant la possibilité de racheter le bien loué pour une valeur résiduelle généralement faible en fin de contrat¹.

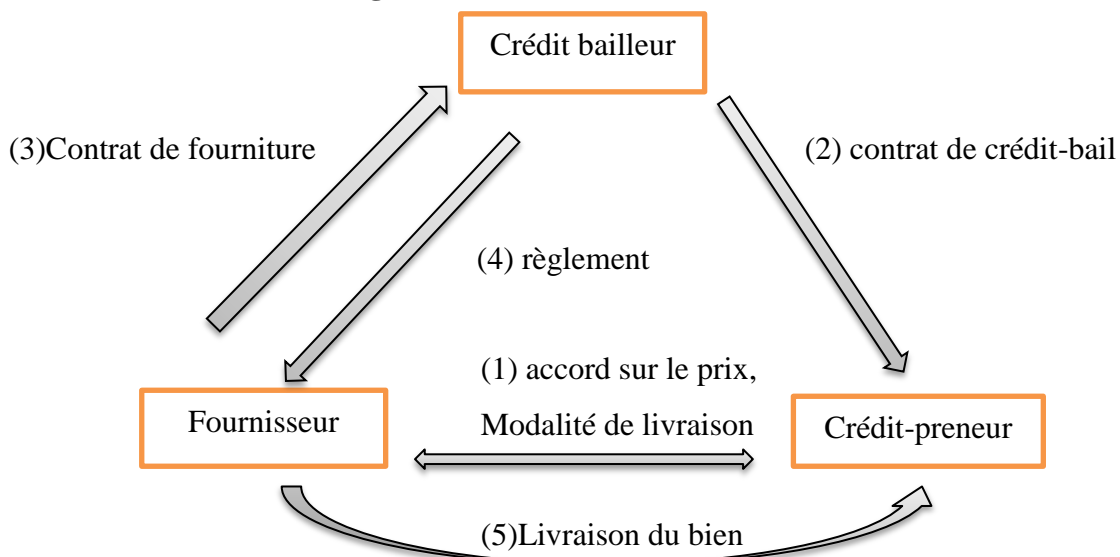
1. Caractéristiques d'un crédit-bail

Le crédit-bail n'est pas une vente à tempérament car l'utilisateur n'est pas propriétaire du bien financé. De plus, il ne peut être considéré comme une simple location, le locataire dispose d'une faculté de rachat. Ainsi, le locataire n'est pas obligé d'acquérir le bien.

2. Mécanisme d'un crédit-bail

La figure qui suit nous montre le mécanisme du crédit-bail :

Figure N° 03 : mécanisme du crédit-bail



Source : K.CHEHRIT, « techniques et pratiques bancaires », Ed, GAL, Alger, 2003, p 121.

Premièrement, le preneur sélectionne le bien dont il a besoin ainsi que le fournisseur susceptible de le lui procurer. Une fois que le bien est sélectionné et les termes du contrat de fourniture sont convenus entre le fournisseur (étape n°1 dans la figure ci-dessus), le preneur approche un établissement spécialisé pour financer l'opération par crédit-bail. Après la conclusion du contrat du crédit-bail entre le preneur et le bailleur (étape n°2), le bailleur signe le contrat de fourniture avec le fournisseur (étape n°3) et règle le fournisseur (étape n° 4), ensuite le bien est livré directement par le fournisseur au preneur (étape n°5).

3. Avantages et inconvénients du crédit-bail²

En adoptant cette formule de financement, l'entreprise conserverait intacte sa capacité d'endettement. En effet, elle lui permet de disposer d'un équipement sans avoir à avancer les fonds correspondants à son achat.

¹ Idem

² LUC BERNET-ROLLANDE, Op.cit., p. 345.

Cette modalité de financement présente aussi l'avantage de ne pas offrir des garanties réelles, ce qui facilite d'autant sa mise en place.

C'est un moyen de financement accessible à toutes les entreprises qu'elles soient grandes ou de petite taille. Toutefois, il est plus utilisé par les PME car elles peuvent disposer du matériel de production plus rapidement puisqu'elles ne sont pas obligées de réunir les ressources nécessaires pour son acquisition.

Le principal inconvénient de ce type de financement est son coût, qui demeure élevé notamment pour les petites exploitations. Il est aussi réservé à des investissements bien limités, généralement à des biens standards. De plus, le bien financé ne peut être donné en garantie afin d'obtenir des sources de financement supplémentaires.

Par ailleurs, la mise en œuvre des clauses de sortie prévues en cas de rupture anticipée du contrat peut avoir des conséquences financières assez lourdes pour le crédit-preneur. Il en est de même en cas de non-paiement des loyers¹.

Section 03 : le financement direct : marché financier

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 coûts plus intéressants que les crédits bancaires.

Dans cette section, nous présenterons brièvement le marché financier et ses différents compartiments ainsi que l'éventail choix des financements qu'offre ce dernier aux entreprises.

I. Définition du marché financier

Plusieurs définitions ont été attribuées au marché financier :

ANDDRE SERRE et SYLVAIN CARNOT, « *le marché financier est, à l'intérieur du marché des capitaux, et donc à côté du marché monétaire, celui du long terme sur lequel les opérations sont matérialisées par des valeurs mobilières* »².

LUC BERNET-ROLLANDE, « *Le marché financier peut être défini comme le marché des capitaux à long terme. Il comprend un marché primaire, celui des émissions, et un marché secondaire, celui de la revente, appelé plus communément la Bourse* »³.

Le marché financier est formé de l'ensemble des institutions qui favorisent la rencontre de l'offre et de la demande des capitaux à long terme. Ainsi, il offre aux investisseurs la

¹ LUC BERNET-ROLLANDE, Op.cit., p. 346.

² A.SERRE, S.CARNOT, « *capitaux permanents et marché financier* » Ed. PUF, Paris, 1977, p.21.

³ LUC BERNET-ROLLANDE, Op.cit., p. 416.

possibilité de placement à long terme et lui ménage en outre la faculté de mobiliser en bourse toutes sortes de valeurs mobilières susceptible d'être échangées sur ce marché.

Le marché financier permet à l'entreprise de recueillir directement les capitaux à long terme dont elle a besoin, c'est un mécanisme de financement direct.

En finance directe, la rencontre entre agents non-financiers excédentaires et agents non-financiers déficitaires est directe et sans intermédiaire. C'est la mise en rapport direct entre un emprunteur ayant un besoin de financement et un prêteur ayant une capacité de financement¹, contrairement, à la finance indirecte où des intermédiaires financiers participent de façon plus poussée au processus. Ils interposent entre offreurs et demandeurs de capitaux.

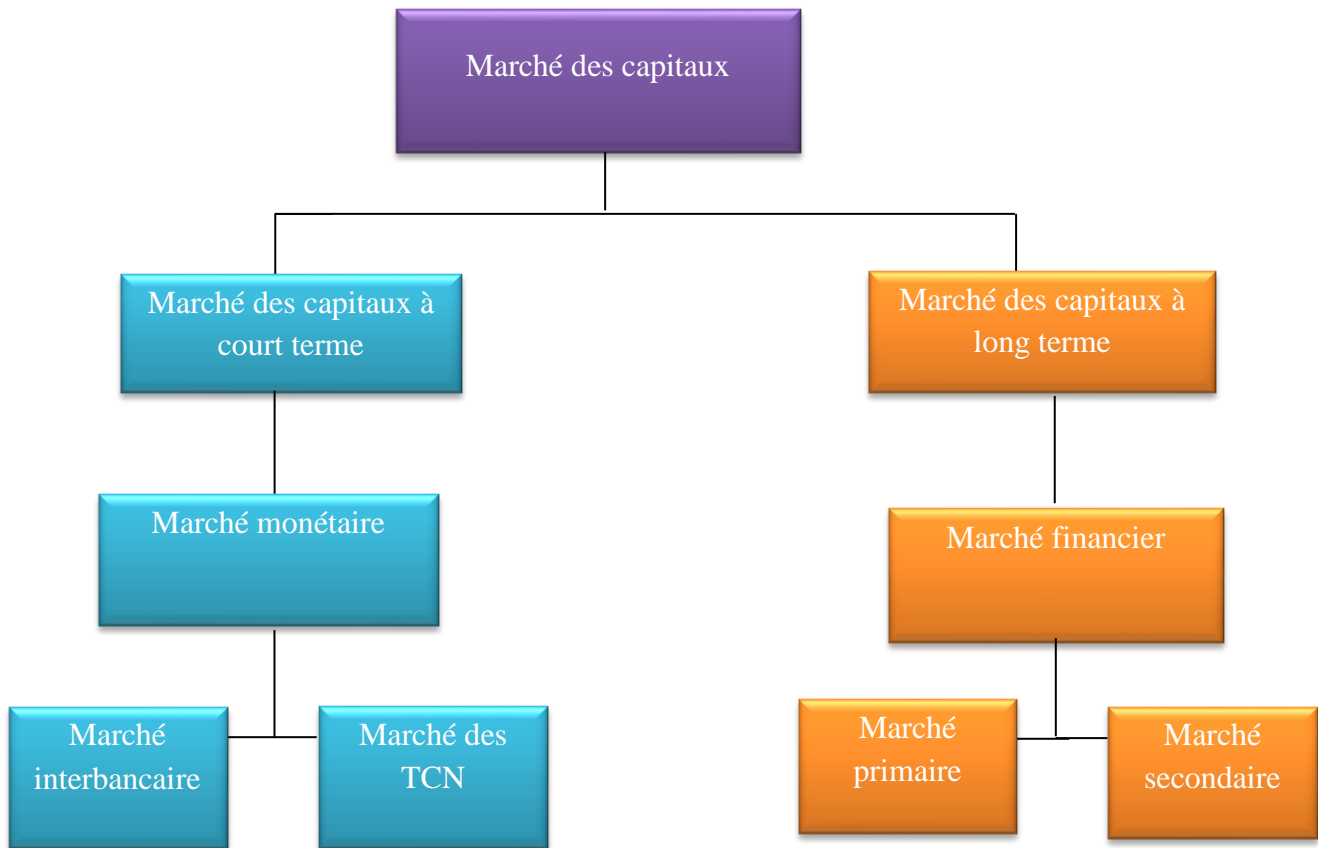
Le marché financier est un compartiment du marché de capitaux. Il est le lieu où se rencontrent l'offre et la demande des capitaux à moyen et long termes ; donnant naissance à des émissions et des échanges d'actifs financiers (essentiellement des actions et des obligations) qui servent de support aux transactions².

La figure qui suit représente l'organisation du marché des capitaux :

¹ S.FADILA, « *l'économie algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier ?* », mémoire de fin d'étude(Magister), UMMT, Tizi Ouzou, 2013, p 23.

²A. CHOINEL, G.ROUYER,« *Le marché financier : structures et acteurs* »,Ed. Banque Editeur, Paris,1993, p.33

Figure N°04 : Organisation du marché des capitaux



Source : FERRANDIER, KOEN, «*Marché des capitaux et techniques financières* »,

Ed.Economica, Paris, 2002, P.19.

Le marché financier est subdivisé en ;

- Marché primaire ou marché des émissions des titres nouveaux ; c'est le marché de neuf ;
- Marché secondaire ou marché de l'occasion ; c'est celui de la bourse où s'échangent les titres déjà émis.

II. Le financement des entreprises par le recours au marché financier

Les entreprises peuvent solliciter des capitaux en recourant au marché financier en émettant des titres à certaines occasions parmi lesquelles :

- Une introduction en bourse, lorsque les sociétés émettent des actions à destination du public pour la première fois ;
- Une augmentation de capital, lorsque les sociétés cotées émettent des nouvelles actions pour financer leur développement.
- Une émission obligataire.

Remarque : nous allons nous intéresser beaucoup plus dans cette section aux deux premières opérations à savoir, l'introduction en bourse et l'augmentation de capital des entreprises cotées, tandis que, l'émission des emprunts obligataires va être abordée en détail dans le deuxième chapitre.

1. Le passage d'une entreprise non cotée à une entreprise cotée : l'introduction en bourse

Une introduction en bourse consiste pour une société à émettre pour la première fois des actions en faisant appel public à l'épargne (APE) et à procéder à l'admission des actions à la cote sur un marché organisé et réglementé¹.

1.1. Enjeux d'une introduction en bourse

Une introduction en bourse favorise la liquidité des titres, elle offre la possibilité aux actionnaires de vendre facilement leurs actions. Et permet un accès au marché financier et la levée de nouveaux capitaux². Ainsi une introduction en bourse rend possible la réalisation ultérieure d'opérations financières plus diverses et plus importantes³. En outre, une introduction en bourse permet à l'entreprise d'acquérir une plus grande notoriété.

Ces avantages doivent être mesurés à l'égard des coûts et des inconvénients qu'entraîne le fait d'être une entreprise cotée. Le plus significatif de ces coûts est la possibilité de perte de contrôle, cela est un synonyme d'une dilution de pouvoir. Une introduction en bourse n'est donc pas neutre en termes de gouvernance d'entreprise.

D'autres coûts sont associés au fait de devenir une entreprise cotée, ceux qui sont relatifs au respect des exigences légales et réglementaires qui s'imposent aux sociétés cotées. En particulier, les entreprises doivent se soumettre aux contraintes de transparence et de communication financière imposées par la loi⁴. Ainsi, une entreprise non cotée, faisant face à des conditions de marché difficiles, a la possibilité de cacher ses problèmes à ses concurrents alors qu'une entreprise cotée n'a pas d'autres choix que celui de révéler ses informations, en outre, l'entreprise doit consacrer du temps aux relations avec les investisseurs.

1.2. L'arbitrage : devenir une entreprise cotée ou rester une entreprise non cotée

Nous avons vu les avantages et les coûts associés à une introduction en bourse, en effet, pour une entreprise l'introduction ou non à la cote officielle de ses titres n'est qu'une opération d'arbitrage. En général, le choix entre le fait de rester une entreprise non cotée ou de devenir une société cotée sera plus au moins positif en faveur de la dernière option, pour

¹ J.BERK, P. DE MARZO, Op.cit. P. 787.

² A.DAMODARAN, Op. cit. P.705.

³ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 28.

⁴ Les conditions de publication de l'information pour les sociétés émettrices de valeurs mobilières cotées en bourse font l'objet de règlement de la COSOB n°2000-02 du 20/01/2000.

les entreprises qui disposent d'importantes opportunités de croissance avec des besoins de financement importants. Il sera plus faible pour les entreprises ayant moins d'opportunités de croissance.

Pour les propriétaires qui apprécient le contrôle complet de l'entreprise, leur choix va s'orienter sur le fait de rester une entreprise non cotée, mais pour les actionnaires qui cherchent à rendre leurs titres plus mobilisables ils opteront pour une admission à la cote de leurs titres. En outre, il est nécessaire de trouver des actionnaires désireux de se défaire de leurs titres lors de l'introduction, il est donc nécessaire d'obtenir un engagement de la part des actionnaires de vendre leurs titres et les mettre à disposition du marché et de s'entendre avec eux sur les modalités de cette vente.

1.3. Le processus d'introduction en bourse

1.3.1. Choix de la banque introductrice

Dès lors que la décision de s'introduire en bourse a été prise, la société n'est pas capable de réaliser ce rapprochement auprès des marchés financiers, parce que l'entreprise ne dispose pas de la compétence nécessaire à une introduction en bourse, par conséquent elle doit choisir des intermédiaires. Ces intermédiaires sont les banques qui fournissent plusieurs services :¹

- Elles aident l'entreprise à faire face aux obligations qu'impose la réglementation en vigueur.
- Elles fournissent la crédibilité dont peuvent avoir besoin de petites et inconnues entreprises afin d'inciter les investisseurs à souscrire à leurs actions.
- Elles offrent le conseil sur l'évaluation de la firme et sur le prix des actions.
- Elles absorbent une partie du risque de l'émission en garantissant un prix offert pour l'opération.
- Elles aident à vendre les titres en formant un groupe de banques, appelé syndicat de garantie ou syndicat de prise ferme, qui essaie de placer les titres auprès de leurs clients.

1.4.2. Evaluation de l'entreprise

Une fois que la société a choisi une banque introductrice, la prochaine étape consiste à estimer la valeur de l'entreprise. En général cette évaluation est menée par la banque chef de file, qui bénéficie des informations fournies par la société émettrice. La valeur est parfois estimée en utilisant des modèles de cash-flows actualisés ou la méthode des multiples.

¹ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 30.

Une fois ou l'estimation de la valeur de l'entreprise est effectuée, l'entreprise doit évaluer la taille de l'émission. Dans la plupart des cas, seulement une partie des titres de l'entreprise est diffusé lors d'une introduction en bourse. En outre, l'entreprise doit travailler avec la banque chef de file pour déterminer le prix des titres. La plupart des banques établissent un prix d'offre en dessous de la valeur estimée des titres pour deux raisons. Tout d'abord, cela augmente la chance que les titres soient achetés par les investisseurs au prix d'offre. Deuxièmement, les banques et les investisseurs considèrent qu'une augmentation des cours suite à l'émission est une bonne chose, il y a donc un revenu immédiat pour l'entreprise émettrice.

1.4.3. Choix de la garantie

Au cours de l'opération, les banques introductrices peuvent être amenées à offrir à l'entreprise des garanties de placement des titres :

- La banque introductrices peut réaliser l'opération sous la forme de placement pour compte. Cela signifie que la banque a une obligation de moyens, mais pas l'obligation de résultat. Elle essaiera de vendre un maximum de titres, au prix le plus avantageux pour l'entreprise, mais ne garantit pas le placement de tous les titres¹.
- La banque placera les titres avec une garantie de prise ferme, qui garantit à l'émetteur que tous les titres seront placés, au prix fixé pour l'introduction. Si tous les titres ne sont pas placés la banque se trouvera dans l'obligation d'acheter les titres qui n'ont pu être placés. De ce fait, la banque assume à la place de l'entreprise le risque d'échec de l'opération.
- La garantie de bonne fin par laquelle la banque s'engage à acheter à la fin de l'opération les titres qu'elle n'a pas réussi à placer. Ce type de garantie est intermédiaire entre la prise ferme et le placement pour compte.

1.5. Procédures d'introduction en bourse²

L'introduction en bourse en Algérie des titres de capital dont l'admission a été décidée par la COSOB est assurée selon l'une des procédures suivantes³ :

- La procédure d'offre publique de vente à prix minimal ;
- La procédure d'offre publique de vente à prix fixe ;
- La procédure ordinaire.

¹ Ce type de placement est souvent accompagné par une option : tout ou rien, cette option stipule que si les tous les titres ne sont pas placés l'introduction est annulée.

² La SGBV arrête la procédure d'introduction en commun accord avec la société et son IOB chef de file.

³ M.MANSOURI, « la bourse des valeurs mobilières d'Alger », Ed. Houma, Alger, 2005, p. 256.

1.5.1. La procédure d'offre publique de vente à prix minimal

La procédure OPV 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 céder.

1.5.2. La procédure d'offre publique de vente à prix fixe

La procédure OPV à prix fixe et celle qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction en bourse, un nombre déterminé de titre a un prix ferme prédéterminé.

1.5.3. La procédure ordinaire

La procédure ordinaire est celle qui permet à la SGBV (société de gestion de la bourse des valeurs), lorsque le capital de la société émettrice 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.

1.6. Conditions d'introduction en bourse**1.6.1. Les conditions édictées par la réglementation en vigueur**

Seules les valeurs mobilières émises par les SPA conformément aux dispositions du code de commerce peuvent faire l'objet d'une demande d'admission aux négociations en bourse. En outre, la société émettrice doit satisfaire les critères d'éligibilités imposés par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB).

Le tableau ci-dessous indique les critères exigés à une introduction en bourse des actions :

Tableau N° 01 : Critères d'éligibilités à une introduction en bourse des titres de capital

	Marché des titres de capital (actions)	
Marché / conditions	Marché officiel	Marché PME ¹
Forme juridique	SPA	SPA
capital social minimum libéré	500.000.000 DA	Pas de limite fixée
Part du capital minimum à diffuser dans le public /encours	20%	10%
états financiers certifiés et publiés	03 derniers exercices dont le dernier résultat doit être bénéficiaire	02 derniers exercices
structure d'audit interne	Exigée	Exigée + désignation d'un promoteur en bourse pour 5 ans
nombre de détenteurs le jour d'introduction	150 actionnaires	50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels

Source : COSOB, « *guide des introductions en bourse* », 2004.

1.6.2. Les conditions relatives au marché

Le premier impératif à respecter pour assurer le succès d'une introduction en bourse est d'obéir à la tendance du marché².

C'est pourquoi il est nécessaire que les dirigeants de la société envisageant de faire coter leurs titres s'entourent des conseils de professionnels du marché, susceptibles de les aider à prévoir l'accueil qui sera réservé au projet d'introduction en bourse et à décider de la période favorable pour réaliser cette dernière.

La bourse, tout d'abord, n'accueille favorablement que des affaires de certaine dimension, mais cela ne peut être toujours valable, puisque le marché de la cote comprend des entreprises de toutes tailles. Cependant, il est certain qu'une petite ou moyenne entreprise (PME) ne pourra envisager d'être introduite en bourse que dans la mesure où elle sera capable de compenser, aux yeux des investisseurs, sa faible taille par des résultats ainsi que des

¹ Ce marché dédié pour les petites et moyennes entreprises n'est pas encore opérationnel.

² A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 28.

perspectives brillantes de développement ou par son appartenance à un secteur apprécié par le marché.

Pour les investisseurs, ils cherchent à s'appuyer, pour prendre leur décisions, sur les tendances bien affirmées tant au plan des sociétés que de leurs environnement économique. Pour eux une nouvelle société doit appartenir à un secteur économique jugé durablement porteur et démontrer des performances passées. Ainsi, ces dernières doivent évoluer dans le sens de la hausse régulière. D'autre part, cette progression de l'activité et de performance doivent être accompagnée par des profits actuels ou futurs, autrement dit, la société doit être capable de générer des rentabilités futures pour les actionnaires potentiels.

Par ailleurs, il est primordial que l'entreprise avant même l'introduction en bourse, définisse et applique une politique de distribution susceptible d'attirer les nouveaux actionnaires.

On voit donc la nécessité vitale de convaincre le marché de la qualité de l'affaire lorsqu'on prévoit d'introduire ses titres en bourse.

III. La gamme des choix disponibles pour une entreprise cotée

Une fois que la société est cotée sur un marché organisé, elle peut lever de nouveaux financements en émettant des actions supplémentaires, ces demandes supplémentaires des fonds propres faites par les sociétés cotées sont appelées augmentation de capital. Cette opération consiste pour l'entreprise à émettre sur le marché des actions nouvelles¹, ce qui influence le contrôle de la société et les revenus futurs entre actionnaires en place et les nouveaux actionnaires, en parle alors, de la dilution du capital et la dilution du bénéfice².

1. l'augmentation du capital en numéraire

Dans le cas d'une entreprise dont les actions sont inscrites à la cote officielle dans un marché organisé, les limites d'un financement prélevé sur les bénéfices (autofinancement) apparaissent très vite car cela est réalisé au détriment d'une distribution aux actionnaires, ainsi, cela peut provoquer s'il est important un mécontentement de la part des actionnaires qui peut se traduire par des ventes massives de leurs titres qui peut influencer négativement le cours des actions, de plus, cela rend incertain un appel ultérieur aux porteurs d'actions. Quant, l'endettement externe, il trouve ses limites qui tiennent à la fois à son coût et à l'impossibilité de faire jouer l'effet de levier au-delà d'un certain seuil³.

¹ J.BERK, P.DE MARZO, Op.Cit. p. 802.

² A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 45.

³ A. CHOINEL, G.ROUYER, «Le marché financier : structures et acteurs», Ed. Banque Editeur, Paris, 1999, p.207

Or, le financement des entreprises par le recours à l'augmentation de capital présente d'incontestables avantages pour l'entreprise¹ :

- Cette opération permet à l'entreprise de procurer une masse de fonds relativement importante, pour une dilution du capital et du bénéfice qui peut être modérée si le cours de l'action est élevé et la prime d'émission importante².
- Contrairement à d'autres opérations notamment, les prêts bancaires ou l'émission d'emprunt obligataire, l'augmentation de capital en faisant appel au marché financier procure à l'entreprise des fonds qu'elle n'aura pas à rembourser.
- Une augmentation de capital en numéraire permet d'améliorer la structure financière de l'entreprise, ce qui ouvre la possibilité de recours à d'autres formes de financement. En effet, une augmentation de capital en numéraire accroît le montant des capitaux propres de la société et, de ce fait, augmente sa capacité d'endettement.

Toutefois, le recours à l'augmentation de capital contre espèce peut cependant présenter des difficultés ou des inconvénients³ :

- Cette opération peut être parfois impraticable, voire impossible en période de marasme boursier ou de tendance baissière des actions de la société. De plus, en l'absence de garantie bancaire l'opération peut s'avérer impossible à dénouer, parce que du point de vue de la loi une augmentation de capital doit être intégralement souscrite.
- En outre, un cours de l'action trop bas limite l'importance de droit de souscription, cela peut avoir comme conséquence l'émission d'une quantité plus importante d'actions, ce qui a pour effet d'accroître la dilution du capital et, éventuellement des bénéfices.
- Les fonds réunis, contrairement à un emprunt bancaire ou obligataire qui s'éteint progressivement, seront rémunérés de façon durable, ce qui pourra peser à long terme sur la capacité d'autofinancement de la société. De plus, l'opération comporte des frais d'émission qui peut s'avérer plus élevé que d'autres sources de financement.

¹ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 47.

² En effet, si le cours des actions excède largement le nominal, cela est susceptible, lors d'une augmentation de capital, de faire payer un droit d'entrée (prime d'émission) aux souscripteurs. Ces derniers accepteront de la régler dans la mesure où le prix d'émission reste inférieur au cours de l'action en bourse.

³ A.SERRE, S.CARNOT, Op. cit., p. 48.

2. L'impact pour les actionnaires actuels

« L'augmentation de capital n'est qu'une vente d'actions. Elle implique un partage des paramètres de l'entreprise, dont l'ampleur dépend de la valeur des capitaux. Mais ce partage est fait sur un gâteau grossi du produit de l'augmentation de capital. »¹

Lorsqu'une société procède à une augmentation de capital les actionnaires en place acceptent de partager leur droit sur les capitaux propres, sur les bénéfices futurs et sur le contrôle de l'entreprise avec les nouveaux actionnaires.

2.1. La dilution

« La dilution est la réduction des droits sur l'entreprise subie par un actionnaire pour qui l'augmentation de capital n'entraîne ni entrée, ni sortie de fonds. »²

Il y a une dilution, c'est-à-dire réduction de la part de certains actionnaires, lorsque ceux-ci ne suivent pas l'augmentation de capital au prorata de leur participation actuelle.

2.2. Notion de droit préférentiel de souscription

Le droit de souscription (DPS) est un droit attaché à chaque action ancienne qui permet à son détenteur de souscrire à l'émission des titres nouveaux³.

L'existence de droit de souscription permet à l'actionnaire ancien :

- Un délai de priorité pour souscrire à l'augmentation de capital, c'est un droit qui permet aux anciens actionnaires de suivre l'opération s'ils le souhaitent.
- La possibilité de vendre ce droit (il est coté pour une société cotée) pendant toute la durée de l'opération.

De ce fait, si un actionnaire ancien ne désire pas souscrire à l'augmentation de capital il peut vendre le droit de souscription attaché à son action.

3. Aspect technique de l'augmentation de capital par appel au marché financier

L'augmentation de capital par les biais d'appel au marché financier est une opération longue et complexe et parfois coûteuse. Les modalités de l'opération doivent être déterminées par la société qui aura intérêt à solliciter l'avis de spécialistes du marché et, en particulier celui de son banquier. Un certain nombre de points doivent être examinés dont :

¹ P. VERNIMMEN, Op.cit., p.690.

² Idem

³ J.TEULIE, P.TOPICALIAN, « Finance », Ed. Vuibert, Paris, 1997.P.236.

3.1. Le montant de l'augmentation de capital

Une société cherche tout d'abord à déterminer ses besoins de financement, puis à estimer le prix d'émission qu'elle pourra demander. Ce à ce moment que le montant de l'augmentation de capital est déterminé.

En tout état, le montant effectif d'une augmentation de capital en numéraire ne peut excéder un certain seuil au-delà duquel l'effort demandé aux actionnaires en place serait excessif.

3.2. Prix d'émission

Pour pouvoir réaliser l'opération, il est primordial qu'au moment de l'émission le cours de l'action ancienne soit supérieur au prix d'émission de l'action nouvelle (et à la valeur nominale). Faute de quoi, les souscripteurs potentiels préféreraient acheter les actions en bourse que de souscrire aux actions nouvelles.

Dans les pays anglo-saxons l'augmentation de capital est réalisée à un prix d'émission voisin du cours de bourse, en France l'écart entre le cours et le prix d'émission est généralement plus important, cela donne au droit de souscription une certaine valeur théorique, tandis que, sa valeurs réelle apparaît lors de sa négociation sur le marché.

En Algérie, les actions nouvelles sont cédées à un prix d'émission au moins égale à la moyenne des cours constatés pour ces actions pendant 20 jours consécutifs choisis parmi les 40 jours qui précèdent le jour de l'émission¹.

Par ailleurs, le cours de l'action ancienne est souvent supérieur à la valeur nominale. Le prix d'émission peut donc apparaître une prime d'émission².

La société qui a décidé de réaliser une augmentation de capital sera donc, en ce qui concerne la fixation du prix d'émission partagée entre deux tendances contradictoires³ :

- Obtenir les fonds qu'elle recherche au prix d'une dilution ultérieure du capital et du bénéfice la plus faible possible et donc fixer un prix d'émission aussi élevé que possible, de façon à minimiser le nombre des titres à émettre.
- Donner satisfaction aux actionnaires en leur permettant soit de souscrire à l'opération à un prix avantageux, soit de se défaire de leur droit préférentiel de souscription, de ce fait, le prix d'émission devra être fixé aussi bas que possible.

¹ Article 698 du code de commerce.

² Aucune définition n'est donnée par le code de commerce à la prime d'émission, mais on peut la déduire du contexte.

³ .SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p 60.

La fixation du prix d'émission est une décision très importante qui conditionne largement le succès de l'opération, en outre, cette décision devra être prise en tenant compte de plusieurs facteurs en plus de ceux qui ont été énumérés ci-dessus. En particulier, l'état du marché, les perspectives de la société telles que les perçoit le public.

3.3. Jouissance des actions nouvelles

C'est la date à partir de laquelle les actions nouvelles auront droit aux dividendes, cette date peut être fixée au titre de l'exercice en cours lors de la réalisation de l'augmentation de capital, de l'exercice suivant ou d'une date intermédiaire

Une jouissance de début d'exercice en cours, surtout si l'opération a lieu à la fin de l'exercice, permet d'attribuer aux nouvelles actions un rendement sensiblement augmenté pour ce premier exercice et donc leurs accorder un attrait supplémentaire.

Mais cette technique, peut s'avérer pas vraiment favorable, puisque cela conduit à rémunérer des capitaux avant que l'entreprise utilise ces capitaux.

3.4. Libération des actions nouvelles

Les actions nouvelles souscrites peuvent être libérées partiellement ou intégralement, mais pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, ces dernières se penchent généralement vers la deuxième faculté.

En Algérie, les actions souscrites en numéraire sont obligatoirement libérées, lors de la souscription, d'un (1/4) au moins de la valeur nominale et, le cas échéant, de la totalité de la prime d'émission¹.

3.5. Constitution d'un syndicat bancaire

Une augmentation de capital doit être intégralement souscrite, faute de quoi l'opération ne peut être réalisée². En outre, il n'est pas invraisemblable que l'échec porterait atteinte à la crédibilité de la société et risquerait de la mettre en outre dans l'impossibilité de poursuivre son programme d'investissement³.

C'est pourquoi l'entreprise peut demander à son banquier de garantir la bonne fin de l'opération afin de se prémunir contre le risque d'échec de l'opération.

¹ Article 705 du code de commerce.

² Article 696 du code de commerce.

³ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 62.

De plus des garanties offertes par les banque, celle-ci sont susceptibles d'apporter un appui diversifié, en particulier¹.

- Conseil sur l'architecture de l'opération et la chronologie de son déroulement ;
- Rédaction des documents d'usage (note d'information, notice au BOAL...) ;
- Collecte et centralisation des souscriptions.

Tout comme une introduction en bourse, l'opération est conduite par une banque dénommée « chef de file », qui joue le rôle d'un conseiller de l'entreprise, animateur des banques, ainsi, le chef de file est l'interface de l'émetteur vis-à-vis l'ensemble de marché et porte l'essentiel de la responsabilité du succès ou de l'échec de l'opération.

En fin, les autres banques et le chef de file sont chargées de recueillir les souscriptions à leurs guichets, l'une d'entre elle, dite banque centralisatrice, regroupe l'ensemble des fonds collectés : c'est généralement le chef de file.

4. Autres formes d'augmentation de capital

« Le capital social est augmenté soit par émission des action nouvelles, soit par majoration du montant nominal des actions existantes »².

De plus l'article 688 du code de commerce stipule que les actions nouvelles sont libérées soit, en numéraire, soit par compensation des créance liquides et exigibles sur la société, soit par incorporation des réserves, bénéfices ou primes d'émission, soit par apport en nature, soit par conversion d'obligation avec ou sans privilèges.

4.1.L'augmentation de capital par incorporation de réserves

De point de vue financier l'augmentation de capital par incorporation de réserves ne se traduit pas par un apport de liquidité et donc cela ne génère aucune ressource supplémentaire pour l'entreprise. Il s'agit d'une simple manipulation comptable et d'un virement de compte à compte dans les postes du passif. En revanche, il y a distribution gratuite des actions nouvelles au profit des anciens actionnaires afin de concrétiser l'augmentation du poste capital social. Néanmoins, les flux de rémunération futurs peuvent être modifiés du montant des dividendes supplémentaire à verser.

– Le droit d'attribution

Le droit d'attribution représente le droit que détient tout actionnaires ancien de recevoir des actions gratuites¹. L'octroi d'actions gratuites se fait sur l'assiette du nombre d'actions

¹ A. CHOINEL, G.ROUYER, Op.Cit., p.205.

² Article 687 du code de commerce

anciennes détenues. Toutefois, les actionnaires qui ne peuvent pas percevoir d'actions gratuites du fait de leur de titres qu'il possède (rompu) pourront, soit négocier ses droits, soit acheter les droit manquants.

4.2.L'augmentation de capital par apport en nature²

Elle se traduit par un accroissement des capitaux propres (et du nombre d'action) et par une augmentation de l'actif immobilisé. De ce fait, le fond de roulement n'est pas modifié. Cependant, l'équilibre financier de l'entreprise peut être menacé, de fait de besoin en fond de roulement éventuel qui peut être généré par cet investissement.

4.3.L'augmentation de capital par conversion d'obligations en actions

Cet aspect sera étudié dans le chapitre suivant traitant les obligations. Il s'agit de la transformation à des conditions particulières d'un emprunt obligataire (dette) en capital.

5. Le cadre juridique de l'augmentation de capital

Avant toute augmentation de capital, l'entreprise doit en effet satisfaire à un certain nombre d'obligations édictées par la réglementation.

L'assemblée générale extraordinaire (AGE) est seul compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou de directoire, selon le cas, une augmentation de capital.

L'assemblée générale peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire les pouvoirs nécessaires à l'effet de la réaliser l'augmentation de capital en une au plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la résiliation et de procéder à la modification corrélative des statuts³.

Ainsi, le capital doit être intégralement libéré avant l'émission des actions nouvelle à libérer en numéraire. De plus, pour les sociétés qui procède à une augmentation de capital soit, en numéraire, ou avec la compensation des créances liquides est exigibles sur la société, ou par incorporation des réserve, bénéfices ou primes d'émissions, soit par des apports en nature, dans tous ces cas, l'augmentation de capital doit être réalisée dans un délai de 5 ans à dater du jour de la tenue de l'assemblée générale qui la décidée⁴. Ce délai ne s'applique pas en cas de conversion d'obligations ou représentation de bon de souscription.

L'augmentation du capital avec APE sans DPS d'actions nouvelles conférant à leur titulaire les mêmes droits que les actions anciennes est réalisée dans les 3 ans à compter de la

¹ J.TEULIE, P.TOPACALIAN, Op.cit., p. 238.

² L'augmentation de capital par des apports en nature ce traduit par la création de nouvelles actions dites d'apport, la loi exige que ces actions doivent être intégralement libérées à la souscription.

³ Article 691 du code de commerce, alinéa 1 et 2.

⁴ Article 692 du code de commerce.

date de l'assemblée qui l'a décidée. Ce délai ne s'applique pas pour les actions qui ne confèrent pas à leur titulaire les mêmes droits que les actions anciennes, le délai est de 2 ans¹.

L'article 694 du code de commerce dans ses alinéas 1, 2 et 5 stipule que les actionnaires en place, ont, proportionnellement au montant de leurs actions, un droit de préférence à la souscription des actions nouvelles en numéraire émises pour réaliser une augmentation de capital. Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel, à leur droit de préférence.

Toutefois, l'assemblée générale qui décide l'augmentation de capital réserve le droit de supprimer le droit préférentiel de souscription des actions nouvelles.

¹ Article 699 et 698 du code de commerce.

Au terme de ce chapitre, nous pouvons affirmer que l'entreprise dispose de diverses sources de financement lui permettant de faire faces à ses besoins permanents de capitaux.

Parmi les deux grandes catégories de financement, le recours aux fonds propres et l'endettement, des multiples choix sont à la disposition de l'entreprise.

Ainsi nous avons souligné que les sociétés privées sont restreintes dans leurs possibilités d'accès au financement externe, qu'il s'agisse d'endettement ou de recours aux fonds propres.

On a vu que l'endettement bancaire est la source de financement la plus répondeuse, la banque met à la disposition de l'entreprise toute une panoplie des crédits afin de financer les besoins de financement de l'entreprise.

Mais au fur et à mesure que les entreprises se développent et que leurs besoins en capitaux augmentent, certaines d'entre elles décident de s'introduire en bourse afin de lever des fonds pour financer leur programme de développement en émettant des titres pour la première fois sur le marché financier.

Chapitre 2 :

Le financement par l'emprunt obligataire

Introduction

Les sociétés par actions, 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.

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. En effet, 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 déterminée¹ et non à la dissolution.

En Algérie, toute émission obligataire nécessite un visa de la Commission d'Organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) qui vérifie la conformité des informations financières fournies par l'émetteur.

Ce chapitre scindé en trois sections, mettra en clair le cadre théorique et pratique de l'emprunt obligataire ainsi les conditions et le processus d'émission obligataire dans le contexte algérien.

De ce fait, la première section est consacrée au cadre théorique de l'emprunt obligataire, la deuxième section est consacrée à l'évaluation et la cotation des obligations, la troisième traitera le processus d'émission obligataire conformément à la réglementation Algérienne.

¹ A l'exception des titres participatifs qui ne sont pas remboursables qu'après la dissolution de la société émettrice

Section 01 : Aspect théorique de l'emprunt obligataire

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 traitera la définition de l'emprunt obligataire, la diversité des titres obligataires et enfin les caractéristiques associées aux obligations.

I. Définition de l'emprunt obligataire

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.

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.

L'entreprise, si elle ne souhaite pas ou elle ne peut pas recourir au financement par fonds propres, peut chercher une autre formule de financement externe. De ce fait, deux formules de financement sont possibles, soit via un financement indirect, soit par le financement direct par le biais du marché des capitaux. Donc, l'entreprise peut procéder de deux manières suivantes :

- Un emprunt indivis, qui est effectué auprès d'un seul prêteur, généralement un établissement de crédit.
- Un emprunt obligataire, par l'émission d'obligations auprès de nombreux prêteurs en faisant appel au marché des capitaux, donc l'émission de ce type d'emprunt est réservée aux grandes entreprises qui peuvent rassurer les investisseurs.

1. Le recours à l'emprunt obligataire

Pour emprunter des capitaux, le plus simple et de contracter un crédit auprès d'une banque, les prêts bancaires sont moins coûteux à mettre en place, mais ces prêts bancaires ne

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

sont pas liquides¹. Il peut également être difficile d'emprunter de très gros montants auprès d'une seule banque².

Si l'emprunt bancaire n'est pas possible, ou n'est pas souhaité par l'entreprise, elle devra se tourner vers le marché obligataire³. L'emprunt obligataire n'est pas très différent dans son principe d'un emprunt bancaire : il s'agit d'un prêt consenti à un emprunteur qui s'engage, en contrepartie, à rembourser le capital et au paiement des intérêts selon un échéancier prédéterminer, les obligations sont toutefois négociables sur un marché secondaire (ce sont des valeurs mobilières).

L'émissions des obligations présentent pour certaines entreprises plusieurs avantages, comme toutes les autres dettes, 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. Mais à titre de comparaison avec les autres formes d'emprunt notamment les dettes bancaires, l'emprunt obligataire apporte des conditions de financement plus favorables, essentiellement parce que le risque est partagé sur le marché financier par un grand nombre d'investisseurs⁴, de plus, les émissions obligataires peuvent apporter l'opportunité à l'émetteur d'ajouter certaines caractéristiques spécifiques à la dette. Par exemple les obligations peuvent être convertibles en actions ordinaires ou avoir d'autres options attachées à elles.

Néanmoins, le principal inconvénient de cette formule de financement est les frais d'émission qui sont parfois très élevés, de plus l'accès au marché financier est 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, en d'autre terme en fonction des risque qu'elles présentent de ne pas pouvoir assurer le paiement des intérêts et le remboursement du capital emprunté à l'échéance.

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

¹ Toutefois, avec l'essor de la titrisation, les crédits bancaires sont de plus en plus fréquemment négociables sur un marché secondaire, il faut signaler que ces titres sont la cause principale de la crise des subprimes.

² Il existe désormais la possibilité de mettre en place des crédits syndiqués consentis auprès de plusieurs établissements de crédits.

³ J.BERK, P.De MARZO, Op.cit. p 812.

⁴ A. DAMODARAN, Op.Cit., p.668.

2. L'obligation et la notion de valeur mobilière

L'article 715 bis 30 du code de commerce Algérien définit les valeurs mobilières comme suite : « *Les valeurs mobilières sont des titres négociables émis par des sociétés par actions, cotés en bourse ou susceptibles de l'être, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité de capital de la société émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine* »¹.

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

2.1. Définition de l'obligation

Plusieurs définitions ont été attribuées à l'obligation :

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 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 créance pour une même valeur nominale* ».

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 souscripteur (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, ainsi que le paiement des intérêts.

2.2. Les obligations et les autres valeurs mobilières

2.2.1. Obligation versus action

Une action est un titre négociable émis par une société par actions en représentation d'une fraction de son capital social. Les actions et les obligations sont donc d'une nature fondamentalement différente. L'actionnaire, copropriétaire de l'entreprise, en assume les risques comme les perspectives de profit. A l'inverse l'obligataire a les droits naturels du prêteur³. En outre, en cas de liquidation de la société, l'actionnaire n'a droit qu'à répartition

¹ Article 715 bis 30 du code de commerce.

² J.TEULIE, P.TOPSAALIAN, Op.cit., P. 240.

³ Ces droits se résument dans le remboursement de son prêt, et pendant la durée de celui-ci, droit aux intérêts selon les modalités fixées par le contrat d'émission.

des actifs subsistant après le paiement de l'ensemble des dettes. L'obligataire doit être remboursé en priorité, après toutefois les créanciers privilégiés (Etat, organismes sociaux)¹.

Le tableau ci-après présente les droits liés aux deux types de valeur mobilière :

Tableau N° 02 : droits liés aux valeurs mobilières

Action	Obligation
<ul style="list-style-type: none"> • Droit à la rémunération (Dividendes)²; • Droit à l'information ; • Droit au vote ; • Droit préférentiel de souscription ; • Droit d'attribution ; • Droit au boni de liquidation (en de faillite) 	<ul style="list-style-type: none"> • Droit à la rémunération (intérêt) ; • Droit au remboursement du principal à l'échéance ; • Droit à l'information.

Source : COSOB, « Investir en bourse », 2004.

2.2.2. Les obligations versus TCN

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 »³.

L'émission obligataire a généralement pour objet le financement à long terme, à contrario l'émission des TCN est destinée à financer des besoins de trésorerie, de plus leur durée est fréquemment inférieure à un an (sauf les BMTN). Rappelons en effet, que la loi elle-même ne fixe aucune durée minimale aux obligations.

3. Les formes des 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.

Ainsi les obligations émises peuvent être nominatives et ou porteurs (anonyme)

¹H. TASSIN, « Connaître les obligations », Ed, Le journal des finances, paris.1997, p. 6.

² La distribution des dividendes n'est cependant pas automatique, elle dépendant des résultats réalisés, et la politique de distribution des dividendes.

³ G. DEFOSSE et P. BALLEY, « Les valeurs mobilières », Ed. PUF, 1987, p.27.

4. Les garanties

Afin de faciliter la souscription de leur emprunt, les sociétés ont la faculté de proposer aux investisseurs des garanties réelles ou personnelles.

- **Les sûretés réelles** : La société peut proposer aux obligataires les garanties telles que le 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.

Toutefois, les émissions peuvent contenir à une clause « pari passu », 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.

- **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.

Ainsi, les obligataires forment de plein droit une masse pour la défense de leurs intérêts communs, cette dernière est représentée par un ou plusieurs mandataires, qui peuvent accomplir en son nom tous les actes propres à assurer la défense des intérêts communs des obligataires¹.

II. Type des obligations

La volatilité des taux d'intérêts des marchés et l'importante demande des entreprises en matière d'emprunt à moyen et à long terme ont été suivies par une multiplicité des titres émis par les entreprises.

Par ailleurs, la prolifération des émissions obligataires, a conduit à la création d'une diversité des titres obligataires.

Dans cette section, nous nous limiterons à en exposer les plus importants des produits obligataires.

Toutefois, on peut classer les différents types d'obligation selon certains critères :

- La nature fixe ou variable du taux de coupon ;
- La nature publique ou privée de l'émetteur ;
- L'existence ou non de coupon intermédiaires dans l'échéancier de remboursement ;
- L'existence ou non d'options associées au produit purement obligataire.

¹ Article 715 bis 88 du code de commerce.

1. Classement des obligations selon le taux de d'intérêt

Les obligations peuvent être classés par taux d'intérêt en :

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

1.1. Les obligations à taux fixe

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

L'obligation à taux fixe s'avère la plus utilisée, du fait des avantages qu'elle procure à la fois à l'investisseur (capital et intérêt connus à l'avance), et à l'émetteur en lui permettant d'évaluer avec précision le montant qu'il s'engage à rembourser .

1.2. Les obligations à taux variable.

Les obligations à taux variable recouvrent l'ensemble des obligations dont le taux de coupon est incertain à l'émission. Les coupons futurs dépendent des conditions qui prévaudront sur les marchés de taux d'intérêt. Le mode de calcul du coupon est fixé avec précision dans le cadre du contrat d'émission¹.

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

- 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 marché³.

2. Classement des obligations par nature

Les titres obligataires peuvent être classés selon leur nature :

- Privé ;
- Public.

2.1. Les obligations privées (corporatives)

Les entreprises du secteur privé émettent des obligations ayant des formes très variées. A ce titre, nous pouvons citer :

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

2.1.1. 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

¹ K.BENNANI, J.C.BERTRAND, « *les obligation à taux variable* », Ed, Economica, paris, 1998, p.8.

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 Parmi les taux de référence, on trouve le taux de rendement des emprunts d'État et le taux prévalant sur le marché monétaire.

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 :

2.1.1.1. 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.

2.1.1.2. Les obligations convertibles en actions (OCA)¹

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 société².

L'avantage pour l'émetteur réside dans le taux intérêt qui reste moins élevé que celui d'une obligation classique.

2.1.1.3. Les obligation a bons 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 à un autre qui peut être une obligation ou une action³.

2.1.2. Les obligation à fenêtre

Ce sont des titres à long terme (15 à 18ans) et peuvent être remboursées avant échéance, soit à la demande du souscripteur en ayant une pénalité, soit à la demande de l'émetteur en ayant une indemnité.

2.1.3. Les obligations à coupon zéro⁴

Les obligations à coupon zéro ne confèrent pas à l'obligataire le droit de percevoir annuellement un intérêt.

Les obligations sont émises à un prix très inférieur à leur valeurs nominales ; à l'échéance, elles sont rembourser à leur valeur nominale.

2.1.4. Les obligations subordonnées à durée indéterminée (OSDI)

Ce sont des obligation perpétuelles dont le remboursement contactuel n'intervient qu'en cas de liquidation de l'émetteur. Le remboursement au gré de l'émetteur, ne peut intervenir qu'une fois tous les créanciers remboursés. Enfin, le paiement de intérêt annuel peut être

¹ L'émission des obligations convertible est autorisée en Algérie. Elle a été explicitement stipulée par l'article 715 bis 114 du code de commerce.

² Comme on a vu dans le premier chapitre l'émission des obligations convertible peut être considérée comme une augmentation éventuelle de capital.

³ J. ANTOINE et M.C. CAPIAUHUART, « Titres et bourse », Ed. De Boeck, Paris, 1999, p. 33.

⁴ Les obligations à coupon zéro ont été émises par le trésor au profit des banques publiques dans le cadre des opérations de rachat des créances détenues par ces banques sur les entreprises publiques.

subordonné au paiement d'un dividende aux actionnaires¹.

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

2.2. Les obligations d'Etat

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

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

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

2.2.1. 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.

2.2.2. 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).

III. 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, les obligations sont caractérisées par leurs valeurs, leurs rémunérations, le mode de remboursement et les méthodes d'émission.

1. Les valeurs des obligations

Classiquement, il est attribué à chaque obligation une valeur nominale et le total des valeurs nominales, représente le montant nominal de l'émission ; mais, le prix de souscription et la valeur de remboursement peuvent être différents.

1.1. La valeur nominale ou faciale

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.

¹ H. TASSIN, Op.cit., p. 20.

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

C'est une valeur relativement formelle qui sert au calcul des intérêts versés. Dans le cas simple, elle est égale à ce que l'emprunteur perçoit et à ce qu'il rembourse¹.

1.2. Le prix d'émission

Le prix d'émission est le prix auquel un emprunt est émis, c'est-à-dire le prix que les souscripteurs paient pour obtenir une obligation.

$$\text{Montant de l'emprunt} = \text{nombre d'obligations émises} \times \text{prix d'émission}$$

Cependant, le prix d'émission n'est pas nécessairement égal à la valeur nominale : si cette dernière est supérieure au prix d'émission on dit qu'il y a *une prime d'émission*. De la même manière, il peut y avoir une *prime de remboursement* lorsque la valeur de remboursement est supérieure à la valeur nominale².

De ce fait, le prix d'émission peut être :

- 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.

1.3. 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. 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 :

2.1. Le taux nominal

Appelé aussi taux facial, il représente un pourcentage de la valeur nominale. Ce taux est le plus souvent aux yeux des souscripteurs l'élément déterminant de sa décision de souscription. Il peut être fixe ou variable.

¹ P.VERNIMMEN, Op.cit., p. 455.

² J.BERK, P.DE MARZO, Op.Cit. p. 813.

2.2. Le taux de rendement réel

Il est égal au taux nominal moins le taux d'inflation. Par exemple si une obligation est émise à un taux nominal de 6%, alors que le taux d'inflation est de 2% nous donne un taux réel de 4% (6%-2%).

2.3. Le taux actuariel

Le taux de rendement actuariel représente le taux de rentabilité qu'obtiendrait le souscripteur, en gardant l'obligation jusqu'à son remboursement et en supposant, que les coupons versés soient réinvestis à ce même taux actuariel.

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 est calculé à partir de la valeur de l'acquisition de l'obligation et en fonction des différents coupons.

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

Ou :

n: Durée de vie de l'instrument ;

Fi: Flux à l'année *i* ;

r: Taux actuariel.

3. Remboursement des obligations

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

Les obligations sont selon le cas, assorties de clauses de remboursement ou d'amortissement à échéance ou par séries (amortissement constant ou annuités constantes).

3.1. Le remboursement à échéance ou in fine

Dans ce cas, le capital serait remboursé en une seule fois à l'échéance, ce qui permet à l'émetteur de bénéficier de la totalité du montant de l'emprunt pendant toute la durée de vie de ce dernier.

Simple en son principe, elle reste la modalité la plus utilisée malgré la lourde charge financière qu'elle induit à l'échéance pour la société émettrice¹.

3.2. Le remboursement par amortissement constant

Le remboursement se fait d'une manière uniforme durant toute la durée de l'emprunt ; c'est-à-dire le même nombre d'obligation chaque année, ce qui amène automatiquement à la

¹ M. MANSOURI, Op.cit., p. 198.

réduction du montant des intérêts au fur et à mesure des amortissements, l'annuité sera donc dégressive.

3.3. 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 :

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

Ou :

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

3.4. Autres formes de remboursement des obligations

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

3.4.1. Le remboursement anticipé

L'article 715 bis 103 du code de commerce stipule qu'en aucun cas la société émettrice ne peut imposer le remboursement par anticipation des obligations, sauf clause expresse du contrat d'émission¹.

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 prévues².

3.4.2. Le remboursement par rachat en bourse

La société émettrice elle-même peut pour des considérations diverses, racheter en bourse ses propres obligations. Cette disposition permet, de soutenir les cours lorsque les ordres de vente sont importants.

Toutefois, les obligations rachetées par la société émettrice sont annulées et ne peuvent être remises en circulation¹.

¹ Cette disposition est éminemment protectrice pour les porteurs des obligations.

² Le groupe CEVITAL a émis en 2005 un emprunt obligataire de 5 milliards de dinars assorti d'une option de remboursement anticipé au gré de détenteur.

Section 02 : Cotation, évaluation et risques liés aux obligations

Comme toute valeur mobilière, une obligation peut être négociée ou non sur un marché organisé.

Dans cette section nous allons passer en revue les modes de cotation d'une façon générale, et puis nous allons examiner le principe de cotation des obligations, ainsi que les techniques d'évaluation des obligations, et enfin les différents risques inhérents aux titres de dettes.

I. La notion de la cotation

La cotation ou l'admission en bourse est l'inscription d'une valeur mobilière sur la liste des titres, négociés sur un marché réglementé. De ce fait, l'admission d'une obligation à la cotation dévoile l'appel public à l'épargne².

1. Les techniques de cotation

Deux modes de cotation sont possibles, la cotation en continue et la cotation au fixing. Ainsi les obligations sont cotées selon leur degré de liquidité en continue ou selon le système de fixing.

1.1. La cotation en continue

Cette technique est rendue possible grâce au développement des programmes informatiques. Il s'agit de la saisie persistante des différents ordres d'une façon informatisée, et l'introduction de nouveaux ordres sur le marché provoque un ou plusieurs transactions et les cours sont actualisés dès lors qu'il existe un ou plusieurs ordres en sens contraire sur la feuille du marché.

1.2. La cotation au fixing

Elle est dite méthode traditionnelle, elle consiste en l'application d'un seul cours coté à l'ensemble des transactions pour chaque titre lors d'une science de négociation.

Ce cours permet notamment de :

- Maximiser les volumes des titres échangés ;
- Réduire le déséquilibre du côté acheteur ou vendeur ;
- Minimiser la volatilité du cours par rapport au cours de clôture de la dernière science de bourse.

Le prix de fixing correspond à celui qui maximise le volume transigé : Min (volume cumulé à l'achat ; volume cumulé à la vente).

¹ Article 715 bis 102 du code de commerce.

² La notion d'appel public à l'épargne va être développée en détail dans la section suivante.

Après l'exécution des ordres, le transfert des titres vendus et le règlement des titres achetés est opéré. Les deux opérations s'effectuent simultanée par le système d'Algérie clearing et ce trois (03) jours ouvrables après la publication des résultats par la société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV) pour les valeurs mobilière et un (1) jour pour les OAT¹.

2. La cotation d'une obligation

Sur le marché secondaire, l'obligation est cotée soit en pourcentage de sa valeur nominale et au pied du coupon (abstraction faite du coupon couru depuis le dernier versement d'intérêts), soit en valeur absolue et plein coupon (incluant le coupon couru).

Le plus souvent, elle s'effectue en pourcentage et au pied du coupon, dans ce cas on cote le cours de l'obligation nue et distinctement la fraction courue du coupon, l'un et l'autre en pourcentage de la valeur nominale du titre. La comparaison entre les cours des diverses obligations est donc simplifiée.

2.1. Le coupon couru

Il représente la fraction du coupon couru entre le dernier paiement du coupon et la date de négociation de l'obligation. La part du coupon couru est calculée à part et versée au vendeur de l'obligation en fonction de la date de la transaction.

$$\text{coupon couru } (CC) = C \times i \times \left(\frac{n}{365}\right)$$

Avec :

- C : la valeur nominale de l'obligation ;
- i : le taux nominal ;
- n : nombre de jours entre la date du paiement du dernier coupon et la date de la transaction.

Donc, on peut exprimer le prix d'une obligation avec la formule suivante :

$$\text{prix} = \text{cours} \times C + CC$$

II. Evaluation des obligations

Tout produit financier pouvant se résumer à une série de flux futurs ou passés, il est toujours possible de calculer à n'importe quelle date la valeur présente de cet actif. La valeur présente d'une série de flux est la somme des valeurs présentes des flux composants cette

¹ COSOB « investir en bourse », 2004.

série. Faire cette opération revient aussi à calculer le prix de cet actif. Le taux utilisé dans cette évaluation est appelé taux actuariel¹.

Une obligation est un instrument financier qui donne droit à un intérêt périodique et le remboursement du capital emprunté à l'échéance.

1. L'évaluation des obligations couponnées

Deux termes sont utilisés pour évaluer une obligation :

- **Clean Price** : le cours de l'obligation est indiqué sans tenir compte du coupon couru non échu.
- **Dirty Price** : le cours de l'obligation est indiqué en tenant compte du coupon couru non échu.

L'évaluation des obligations sur le marché secondaire est subordonnée à la détermination de la valeur de l'obligation, de sa rentabilité ainsi que le risque associé à cette obligation.

1.1. La rentabilité d'une obligation

Le décalage date de règlement/date de jouissance, la prime d'émission, la prime de remboursement, le différé d'amortissement, la périodicité sont autant de facteurs qui affectent la rentabilité effective du placement pour l'investisseur (ou le coût du prêt pour l'émetteur) et qui rendent le taux facial peu significatif².

1.1.1. Le taux de rendement actuariel d'une obligation

Nous avons vu la notion de taux de rendement actuariel (chapitre 02 section 01) qui annule la valeur actuelle nette de l'obligation, autrement dit la différence entre le prix d'émission et la valeur actuelle des flux futurs liés à l'obligation. Notons que le taux de rentabilité actuariel et le taux de rendement actuariel sont deux termes identiques³.

1.1.1.1. Le taux de rendement actuariel à l'émission

Ce taux calculé au jour du règlement (versement des fonds par l'investisseur) figure obligatoirement dans la notice d'information présentée par l'émetteur et permet de comparer plusieurs émissions dont les conditions sont différentes.

Mathématiquement, le taux actuariel est donné comme suite :

$$E = \sum_{i=1}^n \frac{c}{(1+t)^i} + \frac{R}{(1+t)^n}$$

Avec :

¹ M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, « La gestion obligataire », Ed, La revue banque, paris, 2001, p, 06.

² P.VERNIMMEN, Op.cit., p. 475.

³ Ce taux figure obligatoirement dans la notice d'information établie par l'émetteur.

- E : prix d'émission ;
- C : le montant de coupon ;
- i : le nombre de périodes écoulées ;
- R : le prix de remboursement ;
- n : la durée de vie de l'obligation ;
- t : le taux de rendement actuariel.

1.1.1.2. le taux de rendement actuariel sur le marché secondaire

Autant qu'une valeur mobilière, l'obligation peut être négociée sur un marché secondaire, de ce fait un investisseur peut acquérir un titre à tout moment, il convient donc de connaître le taux de rendement actuariel le jour de l'acquisition.

1.2. Le prix d'une obligation

Dans le cas d'une obligation classique à taux fixe, la valeur présente est appelée prix de l'obligation. On aura une série de coupon, annuels en général, et un dernier flux qui correspond à la valeur de remboursement de l'obligation (cas de remboursement *in fine*) et du coupon final. On parlera de couple prix/rendement¹ :

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

Avec :

- P : le prix de l'obligation ;
- C : le montant de coupon ;
- i : le taux nominal ;
- R : est la valeur de remboursement ;
- n : est la durée de l'emprunt.

D'après la formule précédente, on remarque que le prix d'une obligation est fonction de quatre variables : le taux de rendement requis ; le nombre de période restantes avant l'échéance ; la taille du coupon et la valeur de remboursement. Dans ce qui suit nous présenterons l'évolution du prix de l'obligation en fonction de ses paramètres.

2. Dynamique du prix de l'obligation

Les obligations couponnées peuvent être échangées à un prix supérieur, égal ou inférieur à leur valeur nominale : l'obligation cote alors, respectivement, *au-dessus du pair*, *au pair* ou

¹ M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, Op.cit., p. 07.

au-dessous du pair (le pair étant la valeur nominale de l'obligation). Pourquoi une obligation pourrait-elle coter au-dessous ou au-dessus du pair ?

2.1. Evolution du prix en fonction du taux d'intérêt

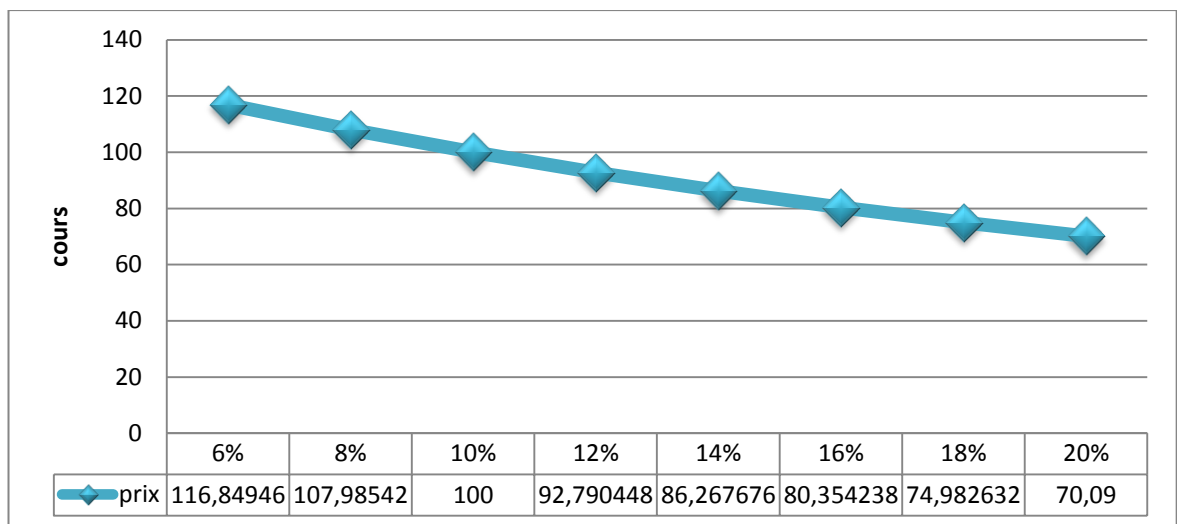
Lorsque les taux d'intérêts montent, le prix d'une obligation baisse et inversement. Dans le cas d'une obligation émise sur le marché à un niveau de taux donné, lorsque les taux montent, les investisseurs à long terme ont intérêt à s'en dessaisir pour acheter un titre procurant un taux plus élevé. Le cours va donc baisser par le simple jeu de l'offre et de la demande¹.

De même, si les taux baissent, les investisseurs auront intérêt à acheter un titre procurant un rendement supérieur et le prix va monter.

On peut dire alors qu'un taux d'intérêt du marché supérieur au taux d'intérêt du titre entrainera une décote du titre, et un taux d'intérêt du marché inférieur au taux du titre entrainera une surcote du titre².

Il est plus judicieux de présenter cette relation sous forme d'un graphe en prenant comme exemple une obligation de nominal 100 DA, remboursable *in fine* avec un taux d'intérêt de 10% et ayant une maturité de 5 ans :

Graphe N° 01 : évolution du cours de l'obligation en fonction du taux d'intérêt



Source : élaboré par nos soins

On remarque que la courbe obtenue prend une forme convexe et non linéaire. Ainsi l'élément clé à retenir est le prix de l'obligation qui diminue lorsque le taux d'intérêt augmente et il augmente lorsque le taux d'intérêt diminue.

¹ M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, Op.cit., p. 10.

² Les titres à revenus fixes sont plus affectés par la variation du taux d'intérêt que les titres à revenu variable ou révisables

2.2. L'influence de la taille du coupon

Le prix d'une obligation est une fonction décroissante du coupon. Donc plus le coupon est faible plus le cours de l'obligation est affecté par les variations du taux d'intérêt¹.

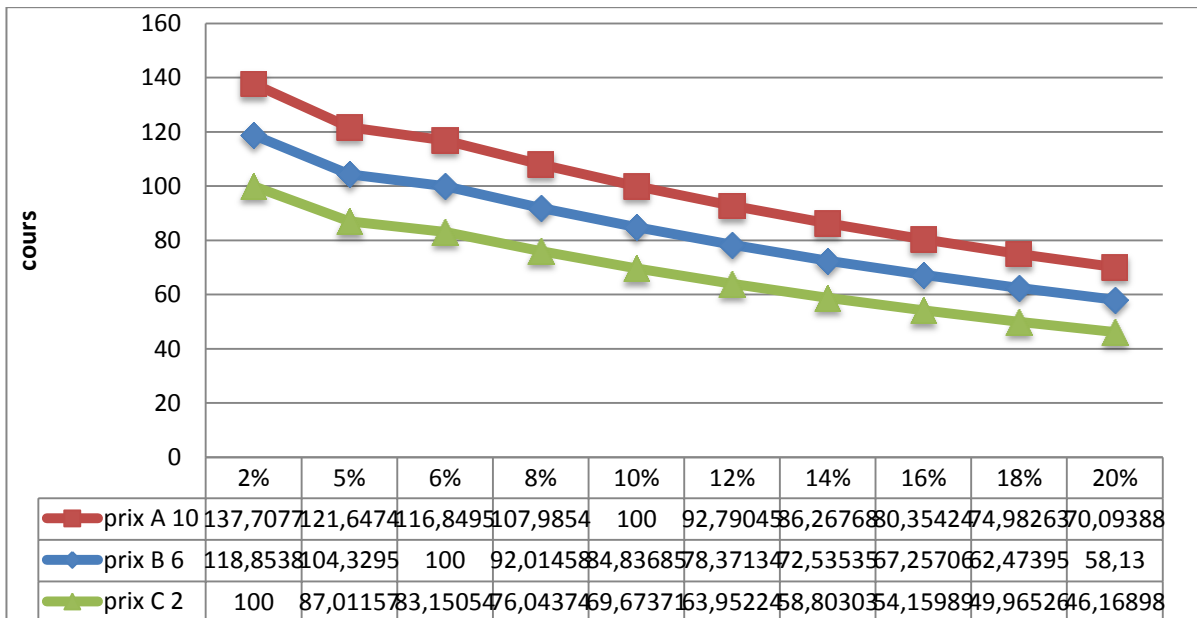
Prenons l'exemple d'un titre au prix de 100 DA à échéance 5 ans les taux d'intérêt variés de 10% à 12% ou de 10% à 8%. La variation des cours sur la base des variations des coupons est résumée dans le tableau ci-dessous :

Tableau N° 03 : Effet de la taille du coupon

	Titre T ₀ , coupon 10	Titre T ₃ , coupon 6	Titre T ₂ , coupon 2
<i>t</i> = 10%	<i>p</i> ₀ = 100	<i>P</i> ₃ = 84,84	<i>P</i> ₂ = 69.67
<i>t</i> = 12%	<i>p'</i> ₀ = 89,53	<i>p'</i> ₃ = 78.37	<i>p'</i> ₂ = 63.95
$\Delta p/p$	$\Delta p_0/p_0 = -10,47\%$	$\Delta p_3/p_3 = -7.62\%$	$\Delta p_2/p_2 = -8.21\%$
<i>t</i> = 10% <i>t</i> = 8%	<i>p</i> ₀ = 100 <i>p''</i> ₀ = 107.99	<i>P</i> ₃ = 84.84 <i>p''</i> ₃ = 92.01	<i>P</i> ₂ = 69.67 <i>p''</i> ₂ = 76.04
$\Delta p/p$	$\Delta p_0/p_0 = +7,99\%$	$\Delta p_3/p_3 = +8.46$	$\Delta p_2/p_2 = +9.14\%$

Source : R.FERRANDIER, V.KOEN, Op.Cit., P.378

Graphe N° 02 : effet du coupon



Source : M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, Op.cit., p. 11.

La variation du cours d'une obligation se fait plus sentir quand le coupon est plus faible, et vice-versa, cela est due au fait que les hauts coupons assurent des cash-flows plus


¹ M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, Op.cit., p. 11.

importants dans les années les plus proches, sa valeur actuelle est donc moins sensible à une variation du taux d'intérêt qu'un faible coupon¹.


Concernant les obligations à taux variable elles se négocient souvent autour du pair, les variations du taux d'intérêt entraîneront une variation des revenus.

Tableau N° 04 : effet du coupon sur la variation des prix d'obligations

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



Le risque est sur le capital



Le risque est sur le revenu

Source : R. FERRANDIER, V.KOEN, Op.cit. , p. 378.

III. Risques liés au placement obligataire

Le placement obligataire est un investissement relativement stable mais il n'est pas dénué de risque. Avant d'investir, il est important de comprendre quels sont les risques liés à ce type d'investissement².

Les risques des placements obligataires peuvent être spécifiques³ aux obligations en question, ou systémiques relatifs à l'ensemble du marché. Dans ce qui suit, les risques associés à l'investissement aux obligations seront présentés sur la base de cette distinction.

1. Les risques spécifiques des placements obligataires

1.1. Le risque de défaut

Appelé encore risque de crédit, est la probabilité que l'émetteur ne soit pas en mesure de faire face à ses engagements contractuels relatifs aux paiements des intérêts et le remboursement du principal à l'échéance.

Ce type de risque est représenté dans les cotes de crédit publiées par les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's...) qui apprécient la qualité des émetteurs.

1.2. Le risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur

Certaines obligations comportent des clauses de remboursement anticipé¹ qui permettent à l'émetteur de rembourser ses titres avant l'échéance. L'émetteur exercera cette option dans une période de baisse des taux afin de se refinancer à des taux plus avantageux.

¹ R.FERRANDIER, V.KOEN, Op.cit. , p. 378.

² CDVM, « guide pratique des obligations », 2010.

³ La sélection et la combinaison de plusieurs obligations permettent d'éliminer les risques spécifiques aux placements obligataires. Ces risques sont donc diversifiables.

Pour l'investisseur dans ce type d'obligation les flux monétaires futurs ne sont pas connus avec certitude et les coupons futurs seront réinvestis à un taux plus faible ou cas ou l'émetteur exerce son option.

1.3.Le risque de liquidité

C'est le risque de ne pouvoir céder des obligations lorsqu'on désire les revendre ou de ne pouvoir les revendre sans affecter substantiellement leur prix de marché. C'est le cas notamment des obligations émises par un émetteur peu connu, les obligations qui ont vu leur cote de crédit déclassée.

2. Les risques systémiques des placements obligataires

2.1.Le risque de taux d'intérêt

C'est le risque le plus important surtout pour les investisseurs en titres à taux fixe, ainsi il est la cause de la volatilité des prix du marché obligataire.

L'équation fondamentale de l'évaluation des obligations établit une relation inverse entre le prix de l'obligation et le taux de rendement à l'échéance.

Le risque de taux peut être constaté par l'investisseur sous formes de perte en capital en cas de vente de l'obligation ou bien, en cas de réinvestissement des coupons ces derniers ne puissent être réinvestit au même taux.

2.2. Le risque de change

Ce type de risque est lié aux obligations libellées en devise étrangère, il réside dans le risque de fluctuation défavorable de la monnaie domestique par rapport à la monnaie étrangère dans laquelle l'obligation est libellée. Donc ce risque devient pertinent lorsque la monnaie nationale s'apprécie par rapport à la monnaie étrangère.

3. Mesure du risque de crédit et de taux d'intérêt

En cas de défaut, l'obligataire supporte le risque de ne pas retrouver son capital. Toutefois l'obligataire occupe un rang beaucoup plus élevé dans l'ordre de créancier que les actionnaires, mais le risque de crédit est bien réel.

3.1. Mesure du risque de crédit

Les systèmes de mesure du risque de crédit essaient de quantifier la perte due au défaut de l'émetteur ou de la contrepartie. Les obligations font souvent l'objet d'une notation financière qui permet une meilleure évaluation de risque de défaut présenté par l'émetteur.

3.1.1. le rating du crédit

Le rating ou notation financière permet de mesurer la qualité de la signature de l'émetteur. L'objet du rating est de fournir aux investisseurs un indicateur simple est immédiat

¹ Cette clause peut être au gré de souscripteur comme elle peut être au gré de l'émetteur.

sous forme des lettres dont les plus connus sont : AAA, AA, A, ou encore Aaa, Aa... ; afin d'apprécier la qualité de l'émetteur et sa capacité de faire face à ses engagements.

Les trois principales agences de notation sont : **Fitch, Moody's** et **Standard and Poors**. Le tableau suivant présente l'interprétation des divers ratings publiés par Moody's et S&P. Ces ratings correspondent aux dettes à long terme ; d'autres ratings s'appliquent aux dettes à court terme.

Tableau N° 05 : échelle de notation

<i>Note Moody's</i>	<i>Note standard and Poor's</i>	<i>Signification</i>
Aaa	AAA	Meilleure qualité, risque le plus faible
Aa	AA	Haute qualité, très forte capacité à rembourser
A	A	Catégorie supérieure des obligations à qualité moyenne. Capacité forte de l'emprunteur à faire face à ses obligations
Baa	BBB	Qualité moyenne. Capacité satisfaisante de l'emprunteur à faire face à ses obligations.
Ba	BB	De nature spéculative. Capacité incertaine à terme de l'emprunteur à faire face à ses obligations.
B	B	Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ces obligations.
Caa	CCC	Qualité médiocre. Danger quant au paiement des intérêts et au remboursement du capital
Ca	CC	Hautement spéculative. Proche de la défaillance.
C	C	Proche du dépôt de bilan
	D	En faillite.

Source : Pierre Vernimmen, Op.cit., p. 469.

3.2. Les outils de mesure du risque de taux

La démarche d'un investisseur qui détient des obligations, va être de tenter d'appréhender la probabilité de perte ou de gain en capital. Dans la lumière de cette approche découlent des concepts différents de mesure du risque de taux sur le marché obligataire : la sensibilité et la duration.

3.2.1. La duration

La duration est une sorte de durée de vie moyenne actualisée de tous les flux (intérêt et capital). En effet, au numérateur on trouve les flux actualisés et pondérés par le nombre d'années tandis qu'au dénominateur figure la valeur actuelle du titre de créance¹.

Mathématiquement la duration se calcule ainsi :

¹ P.VERNIMMEN, Op.cit., p. 467.

$$duration = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{i \times Fi}{(1+t)^i}}{\sum_{i=1}^n \frac{Fi}{(1+t)^i}}$$

La duration d'un emprunt peut être calculée à tout moment, à l'émission et pendant toute la durée de vie de l'emprunt.

3.2.2. La sensibilité

La sensibilité d'une obligation mesure la variation de sa valeur en pourcentage induite par une variation donnée du taux d'intérêt¹. Elle indique l'exposition de l'obligation au risque de taux. Elle dépend principalement de la maturité, du niveau des coupons et des taux d'intérêt.

Mathématiquement, la sensibilité est égale à la valeur de la dérivé du prix de l'obligation par rapport au taux d'intérêt, divisée par la valeur de l'obligation.

$$S = -\frac{1}{P} \times \frac{dP}{dt} \Rightarrow S = -\frac{1}{P} \sum_{i=1}^n \frac{iFi}{(1+t)^{(1+i)}} \Rightarrow S = D \times \left(\frac{-1}{(1+t)}\right)$$

La sensibilité dépend aussi de deux autres paramètres toutefois secondaire au regard de l'effet de durée :

- **Le taux facial** : plus ce dernier est faible plus la sensibilité est élevée ;
- **Le taux du marché** : plus le taux du marché est faible, plus la sensibilité est élevée.

3.2.3. La convexité

Le cours du titre peut être calculé selon deux méthodes, soit sur la base de l'actualisation de ses flux futurs (cas de l'obligation) qui constitue le prix exact du titre, soit sur la base de la sensibilité du titre².

Un prix de l'obligation calculer selon les deux méthodes n'aura pas d'impact si la variation des taux d'intérêts n'est pas importante, mais au fur et à mesure que la variation des taux devient importante un écart entre les deux prix (prix réel et prix effectif se creuse). C'est ce qu'on appelle **la convexité** qui mesure l'écart entre le prix effectif du titre et son prix calculé sur la base de la sensibilité.

¹ P.VERNIMMEN, Op.cit., p. 465.

² R.FZRRANDIER, V.KOEN, Op.cit., P.398.

Section 03 : Emission et introduction en bourse des obligations

Par le biais d'une émission obligataire, l'entreprise peut obtenir des sources de financement de long terme, de plus cette formule de financement permet de collecter une masse de capitaux importante. Cependant, le montage d'un emprunt obligataire est un travail assez complexe et met en œuvre plusieurs chantiers interdépendants¹.

A cet effet, nous présenterons dans cette section le processus d'émission obligataire ainsi que les techniques d'émission et l'introduction en bourse des obligations.

I. Le processus d'émission obligataire

Une émission obligataire sollicite une connaissance du cadre législatif et réglementaire ainsi que les différentes techniques d'émission, or l'entreprise doit tenir compte de la nature des besoins à financer.

1. Le montage juridique de l'opération

Après avoir défini les obligations comme « des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale »², la législation précise les conditions que doit remplir une société pour émettre un emprunt obligataire.

1.1. Les conditions relatives aux sociétés commerciales

En dehors les émetteurs du secteur public (l'Etat, les collectivités locales et les établissements publics), seules les sociétés par actions peuvent émettre des obligations, à condition qu'elles aient deux années d'existence, qu'elles aient établi deux bilans régulièrement approuvés par les actionnaires et que leur capital soit entièrement libéré³.

Ces exigences ne sont pas applicables aux émissions des obligations qui bénéficient, soit de la garantie de l'Etat ou des personnes morales de droit public, soit de la garantie de sociétés remplissant les conditions minimales visées ci-dessus.

Elles ne sont pas applicables à l'émission d'obligations qui sont gagées par des titres de créances sur l'Etat ou sur les personnes morales de droit public⁴.

1.2. Autorisation propre à l'émission

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires a seule qualité pour décider ou autoriser l'émission d'obligations, il peut déléguer les pouvoirs nécessaires pour procéder à l'émission

¹ A. CHOINEL, G. ROUYER, Op.cit. , p. 279.

² Article 715 bis 81 du code de commerce.

³ L'émission des obligations est interdite aux sociétés dont le capital n'est pas intégralement libéré, toutefois le législateur aurait pu mentionner l'exception apporté par l'article 799 bis 3 du code de commerce qui permet au groupement, qui n'est pas une société par actions d'émettre des obligations.

⁴ Article 715 bis 82 alinéa 2 et 3 du code de commerce.

au conseil d'administration, au conseil de surveillance et au directoire. Qui peuvent à leur tour les déléguer à leur président ou à toute personne de leur choix, membre du conseil d'administration ou du directoire.

Toutefois, dans les sociétés ayant pour objet principal d'émettre des emprunts obligataires destinés au financement des prêt qu'elles consentent le conseil d'administration (ou le directoire) peut valablement décider seul l'émission des obligations sauf disposition contraire des statuts (article 715 bis 85 du code de commerce).

L'émission d'obligations par un organe non habilité est nulle. Il convient par conséquent d'être prudent et de s'assurer que l'autorisation d'émettre ainsi que la mécanique de délégation sont valables et ne vont pas au-delà des dispositions prévues par le code de commerce.

2. Le montage financier

Le lancement d'une émission obligataire implique l'existence d'une demande de financement exprimé par l'entreprise; celle-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.

Toutefois, un emprunt obligataire est une opération complexe car elle engage pour longtemps la société émettrice sur des montants relativement importants.

De ce fait, une étude financière doit être élaborée sur l'émetteur sur la base de ses comptes sociaux (Bilan, comptes de résultats) afin de faire ressortir certains ratios financiers permettant de faire le point sur¹ :

- La situation financière de l'émetteur ;
- La situation du marché ;
- La nature des besoins à financer.

3. Emission avec appel public à l'épargne

Une émission obligataire peut être privée dans ce cas aucune publicité n'est alors requise ou publique. S'il est fait appel publiquement à l'épargne, la loi impose une publicité particulière.

¹ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit., p. 73.

3.1. Notion de l'appel public à l'épargne

L'appel public à l'épargne (APE) est une opération par laquelle une entreprise lève des fonds auprès du grand public (institutions financières, personnes morales et physiques) c'est un moyen de drainer des ressources de financement à l'entreprise.

Le règlement COSOB n° 96-02 du 22 juin 1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organisme faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières, définit trois critères qui sont constitutifs de l'APE ¹:

- La diffusion des titres au-delà d'un cercle restreint de personnes;
- L'admission des titres aux négociations de la bourse des valeurs mobilières;
- le recours, pour le placement des titres soit, à des banques, des établissements financiers ou des intermédiaires en opérations de bourse (IOB) soit, à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage.

Dans ce qui suit nous présenterons chaque critère individuellement.

3.1.1. La diffusion des titres

Pour qu'il y ait APE la diffusion des titres doit être au-delà d'un cercle restreint de personnes, c'est-à-dire que le nombre des souscripteurs doit être significativement important. La diffusion est présumée faite au-delà d'un cercle restreint de personnes lorsqu'elle concerne plus de cent (100) personnes.

3.1.2. La cotation

L'admission en bourse est l'inscription d'une valeur sur la liste des titres, négociés sur un marché réglementé.

La cotation est la fixation quotidienne des cours des titres par confrontation des offres et des demandes exprimées pendant la séance, selon les règles du marché réglementé.

3.1.3. Le recours à des intermédiaires financiers et à la publicité

Les sociétés qui contractent un emprunt obligataire, doivent s'assurer s'un établissement de crédit ou des intermédiaires en opérations de bourse (IOB) pour le placement des obligations dans le public. Il n'y a pas APE sans eux, car eux seuls sont agréés pour le placement des titres auprès du public².

En outre, la société peut faire recours à des procédés de publicité quelconque afin de placer les titres auprès du public. La forme de la publicité concernée et le recours à la

¹ Article 2 du règlement COSOB n° 96-02. 1996 relatifs à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.

² G.KOLIFRATH, T.JORNEL, « Marchés monétaire et obligataire » tome 2, Ed, Revue Banque, Paris, 2003.P. 34.

diffusion, soit dans la presse écrite, soit à des supports différents. Cette publicité à la caractéristique d'atteindre un nombre indéfini de personnes.

3.1.4. Le recours au démarchage

Le démarchage désigne le procédé utilisé par les « commerciaux » pour atteindre leur clients sur leurs lieux de vie (habitation est travail) et tenter de les persuader de souscrire à leur offre.

4. Emission privée ou institutionnelle

L'émission institutionnelle est destinée exclusivement aux institutions financières, particulièrement les banques et les sociétés d'assurances.

Dans ce cas l'émission a vocation à être placée auprès d'un nombre réduit d'investisseurs institutionnels¹, en Algérie la plupart des émissions est destinée à cette catégorie d'investisseurs.

Une documentation est aussi nécessaire, elle est plus légère que celle destinée à la COSOB dans le cas d'un placement public ; elle doit comporter les principales caractéristiques de l'emprunt ainsi qu'un certain nombre de renseignements relatifs à l'émetteur. Les titres émis sont négociés sur un marché de gré à gré². Généralement les obligations sont émises selon la technique d'adjudication à la Hollandaise ou bien de la prise ferme.

5. La désignation d'une banque chef de file

Les banques jouent un rôle important dans le montage et le placement des obligations émises avec APE. En premier lieu, l'entreprise désigne librement une banque, dite chef de file, et lui donne le pouvoir de prendre, en son nom, toute mesure qu'elle juge nécessaire pour garantir le succès de l'opération.

En effet, le chef de file est chargé d'assurer les tâches suivantes³ :

- Réalise le montage de l'opération en aidant la société dans l'accomplissement des différentes formalités ;
- Apporte son concours pour aider l'émetteur à définir la nature et les modalités de l'opération en fonction, en particulier, de l'état du marché financier et de besoin de financement de l'entreprise ;

¹ 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, les OPCVM.

² Toutefois, les titres peuvent être négociés sur un marché organisé suite à une demande de l'émetteur et l'accord de la COSOB.

³ A.SERRE, S.CARNOT, Op.cit. , p. 80.

- La constitution d'un syndicat bancaire, afin d'assurer le placement des titres par l'intermédiaire des guichets bancaires aussi bien auprès du public que les investisseurs institutionnelles.
- Effectuer les services des titres et assurer, avec le syndicat de placement, le service financier (paiement des coupons, remboursement des titres, etc.).

6. La notice d'information

Toute société ou établissement public qui émet des valeurs mobilières en faisant publiquement appel à l'épargne est soumis à l'établissement d'une notice d'information destinée à l'information du public¹.

Outre les mentions obligatoires prévues par le code de commerce, 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. Cette notice doit contenir les éléments d'information qui permettent à l'investisseur de fonder sa décision.

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 dénomination sociale suivie, le cas échéant, du sigle de la société ;
- La forme de la société ;
- Le montant du capital social ;
- L'adresse du siège social ;
- Les numéros d'immatriculation de la société au registre du commerce et à l'institut national chargé de la statistique ;
- La date d'expiration normale 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 obligataire garantis par la société et, le cas échéant, la fraction garantie de ces emprunts ;

¹ Article 3 règlement COSOB n°96-02. 1996 relatifs à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.

- Le montant de l'émission et, la valeur nominale des obligations à émettre, ainsi que le taux et le mode de calcul des intérêts et les modalités de paiement ;
- L'époque et les conditions de remboursement ainsi qu'éventuellement les conditions de rachat des obligations ;
- Les garanties conférées aux obligations émises ;
- Le ou les délais d'exercice de l'option accordée aux porteurs pour convertir leurs titres ainsi que la base de cette conversion, s'il s'agit des obligations convertibles.

7. Le prospectus d'émission

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. 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. Tout comme la notice d'information, le prospectus est mis à la disposition du public au siège social de l'émetteur et auprès des intermédiaires financiers chargés du placement.

8. Démarche auprès de la COSOB

La société prend contact avec les services de la commission, ces derniers sont supposés à fournir toutes les explications nécessaires, notamment, La nature des documents à lui fournir dans le dossier et le déroulement de l'opération d'émission, ainsi que, tout renseignement de nature à aider les responsables de la société à comprendre le contenu de la notice d'information, telle que prévue par les règlements et les instructions en vigueur.

8.1. Le dépôt du projet de la notice d'information

L'émetteur doit déposer pour visa auprès de la COSOB, antérieurement à toute opération de souscription, un projet de notice d'information, deux mois au moins avant la date prévue de l'émission.

Le projet de la notice d'information est accompagné d'un dossier contenant les pièces suivantes :

- Une copie des statuts de l'émetteur mis à jour ;
- Un projet de prospectus ;
- Le procès-verbal de l'assemblée générale ayant décidé autorisé l'émission ;
- Les bilans des deux derniers exercices accompagnés des procès-verbaux des assemblées générales ayant approuvé ces bilans, ainsi que les rapports des commissaires aux comptes relatifs aux deux derniers exercices.

8.2. L'examen du projet de la notice d'information par la commission

Le président de la commission convoque les membres de la commission en session ordinaire en vue d'examiner la notice présentée par l'émetteur et de statuer sur l'octroi ou éventuellement le refus du visa¹.

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 (article 4 alinéa 2 du règlement COSOB n°96-02).

9. Inscription de l'emprunt dépositaire central des titres (Algérie clearing)

L'émetteur est tenu d'inscrire son émission obligataire auprès d'Algérie clearing, afin de bénéficier des prestations de cet organisme en matière de conservation, d'administration, de règlement et de livraison des titres.

10. Le lancement de l'emprunt

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 file et le syndicat d'émission.

Une convention dans laquelle est stipulé :

- L'objet de l'emprunt ;
- Les obligations de l'émetteur ;
- Les missions et les obligations du chef de file ;
- Les banques qui composent le syndicat de placement ainsi que leurs obligations ;
- Le taux de commission attribué au chef de file et les membres du syndicat de placement ;
- Les modalités de versement des souscriptions ;
- La garantie attribuée à l'émission par le chef de file et les membres du syndicat ;

10.1. La campagne marketing

Afin de réussir le placement de ses titres, l'émetteur lance une campagne marketing à travers les différents médias (radio, télévision, journaux...) et en distribuant les prospectus et les notices d'information via tout le réseau d'agences du syndicat de placement.

En outre, la société émettrice doit insérer au bulletin officiel des annonces légales (BOAL) avant le début de la période de souscription une notice qui reprend un certain nombre d'indications sur les caractéristiques d'identification de l'émetteur, la composition de son endettement obligataire existant et un résumé des modalités de l'opération envisagée.

¹ L'article 6 du règlement COSOB n°96-021996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières stipule que la commission réserve le droit de refuser l'octroi de son visa, notamment si la notice d'information n'est pas conforme ou incomplète ou si la protection des investisseurs l'exige.

10.2. Le placement des titres

Le placement des titres se fait, en général, par le biais du réseau bancaire. Les investisseurs présentent leurs ordres d'achat directement auprès des agences bancaires, membre du syndicat de placement, moyennant le dépôt d'un montant représentant de la contre-valeur de la quantité des titres demandée.

10.3. Divulgarion des résultats et dénouement de l'opération

Les ordres d'achat sont traités et centralisés puis validés par le chef de file, si l'offre et déclarée positive les résultats de l'opération sont rendus publics.

Le dénouement de l'opération est assuré par le dépositaire central des titres et ce, trois (03) jours ouvrables après la divulgation des résultats¹.

II. Les techniques d'émission des obligations

Deux formules sont utilisées pour le placement des titres obligataires dans : il s'agit de : l'adjudication et la syndication.

1. L'adjudication

Cette technique est censé permettre à chaque établissement d'exprimer ses capacités de placement, et engendre une économie de temps et donc de couts.

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 :

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.

1.2. 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.

En Algérie, c'est cette technique qui est adoptée surtout lors des émissions institutionnelles.

¹ COSOB, « guide des introductions en bourse ».

2. La syndication

C'est la technique la plus utilisée lorsque l'émetteur fait appel publiquement à l'épargne, cette technique nécessite la mise en place d'un syndicat (pool bancaire) qui assure l'organisation, le placement et la garantie de l'opération. 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.

3. L'assimilation

Le contrat d'émission peut contenir une clause dite « d'assimilation » qui donne la faculté d'émettre, ultérieurement, dans le public ou auprès des investisseurs institutionnelles, de nouvelles tranches de même emprunt pour autant que leurs caractéristiques en soient parfaitement identiques : montant nominal ; taux facial ; échéance des coupons ; conditions et dates d'amortissement.

La technique d'assimilation est utilisée par l'état depuis que celui-ci a pris l'habitude de fractionner d'avantage les ponctions qu'il effectue sur le marché primaire. Ces titres sont connus sous l'appellation d'obligations assimilables du trésor (OAT)¹.

III. Introduction et admission des obligations en bourse

La négociation en bourse est une étape au cours de laquelle est organisé la confrontation des ordres d'achat et de vente sur une obligation donnée de façon à ce que le prix auxquels sont conclues les transaction reflètent le plus possible l'équilibre du marché.

1. Admission des obligations aux négociations de bourse

Les conditions d'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse sont définies par le règlement général de la COSOB n°97-03 du 18 novembre 1997.

L'admission d'une valeur mobilière (obligation, action) doit faire l'objet d'une demande d'admission auprès de la COSOB et du dépôt d'un projet de notice d'information, soumis au visa de la commission, de plus, l'émetteur doit désigner un intermédiaire en opérations de bourse (IOB) chargé de suivre les procédure d'admission et qui doit s'assurer que l'émetteur remplit les conditions d'admission².

La demande d'admission est accompagnée d'un dossier qui comporte les documents juridiques, économiques, financiers et comptable de la société tels que définies par l'instruction COSOB n° 98-01 du 30 avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

¹ A. CHOINEL, G.ROUYER, Op.cit. , p. 300.

² M.MANSOURI, Op.cit. , p. 250.

Les critères d'admission ont été arrêtés par le règlement général comme suit¹:

- La société doit avoir publié les états financiers certifiés des trois derniers exercices ;
- Présenter un rapport d'évaluation de ses actifs établi par un expert-comptable indépendant;
- Les actions de la société doivent être entièrement libérées;
- Le dernier exercice devra être bénéficiaire.

Les obligations émises par l'Etat ou les collectivités locales sont dispensées des formalités d'admission, conformément aux dispositions de la loi relative à la bourse des valeurs mobilières.

Après avoir obtenu l'accord de la COSOB, la société et les intermédiaires agissant pour son compte arrêtent avec la SGBV la procédure d'introduction en bourse.

Remarque : les procédures d'introduction en bourse des titres de créance sont les mêmes que celles relatives à l'introduction en bourse des titres de capital qu'on a déjà abordés dans le premier chapitre à savoir :

- La procédure ordinaire
- La procédure d'offre publique de vente à prix fixe ;
- La procédure d'offre publique de vente à prix minimum.

Le tableau suivant indique les critères d'éligibilité à une introduction en bourse des obligations :

¹ COSOB, « guide fonctionnement de la bourse ».

Tableau N° 06: critères d'éligibilité à une introduction en bourse des obligations

	Marché des titres de créance (obligations)	
Marché / conditions	Marché obligations	Marché-Blocs (OAT)
Forme juridique	<ul style="list-style-type: none"> – SPA – Etat – Organismes publics 	Etat (trésor public)
Encours	500.000.000 DA	–
Etats financiers certifiés et publiés	03 derniers exercices dont le dernier résultat doit être bénéficiaire	–
structure d'audit interne	Exigée	–
nombre de détenteurs le jour d'introduction	100 détenteurs	–

Source : COSOB« guide des introductions en bourse ».

2. Le coût d'une introduction en bourse

Une introduction en bourse des valeurs mobilières (obligation, action) génère des coûts qui sont variables en fonction :

- De la taille de l'opération ;
- De la technique d'introduction en bourse et du marché sélectionné ;
- De l'ampleur donnée à la communication financière.

Ils comprennent notamment :

- Les redevances et les commissions versées à la COSOB, la SGBV, le dépositaire central des titres et l'IOB chef de file, qui sont résumées dans le tableau ci-dessous ;
- Les commissions et honoraires d'accompagnement, de placement et de conseil financier et juridique ;
- Les frais de la publicité et de la communication.

Le tableau ci-dessous résume les différents coûts liés à une introduction en bourse des obligations :

Tableau N° 07 : coûts d'une introduction en bourse des obligations

Entité	Redevances et commissions
COSOB	<p>Visa de la notice d'information La redevance versée à la COSOB est fixée à 0.075% du montant de l'émission ou de l'offre public, plafonnée à cinq (5) million de dinars.</p>
	<p>Admission à la bourse Le taux de la commission perçue par la SGBV est fixé à 0.05% du montant nominal admis. Plafonnée à 2 500 000 DA</p> <p>Les frais d'inscription d'obligation à la cote</p> <ul style="list-style-type: none"> – Inscription initiale 400 000 DA – Inscription additionnelle.....100 000 DA – Substitution et modification..... 100 000 DA
SGBV	<p>Les frais de maintien à la cote Pour les obligations les frais sont fixés à 300 000 DA.</p>
Dépositaire central	<p>Les frais d'adhésion au dépositaire central des titres Le taux est fixé à 0.01 du capital social ; Le minimum de la perception est de 20 000 DA et le maximum est de 200 000 DA.</p>
IOB chef de file	Frais liés aux prestations réalisées par l'IOB accompagnateur et par les autres banques constituant le syndicat de placement.

Source : COSOB, « guide de l'introduction en bourse ».

Conclusion

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

Dans la première section nous avons présenté la définition de l'emprunt obligataire et de l'obligation en tant que valeur mobilière, les ressemblances et les différences avec les autres valeurs mobilières notamment les titres de capital et les titres de créances négociables.

Nous avons également vu qu'il existe une panoplie de produits obligataires. Ainsi nous avons classé l'essentiel des titres en catégories en prenant en compte deux critères, la nature des titres et le taux d'intérêt. Et puis, nous avons donné les caractéristiques des titres obligataires et les différentes modalités de remboursement d'une obligation.

Dans la deuxième section, nous avons présenté les modes de cotation des obligations et l'évaluation des obligations à taux fixe et les risques liés aux placements obligataires.

Dans la dernière section nous avons traité le processus d'émission obligataire notamment le montage juridique et financier de l'opération ainsi le processus et les conditions d'admission des obligations à la négociation en bourse.

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

Chapitre 3 :

**L'emprunt obligataire en Algérie (cas
SPA DAHLI)**

Introduction

Le développement du marché obligataire constitue une importante phase dans la transition de l'économie algérienne vers l'économie de marché. En plus de l'aspect non inflationniste du financement obligataire (un financement sans création monétaire), les acteurs, émetteurs et investisseurs, bénéficient de nombreux avantages de ce compartiment du marché des capitaux.

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 économies fiscales afférentes (Les charges financières étant déductibles du résultat imposable contrairement aux dividendes).

En outre, le marché obligataire présente, pour les investisseurs, une opportunité de placements dans des actifs à rendement satisfaisant et exonérés d'impôt, et à risque réduit induit par la transparence à laquelle sont soumis les émetteurs.

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, neuf (09) entreprises publiques et un organisme public (fond national d'investissement) et six (06) entreprises privées ont eu recours au marché obligataire pour lever des fonds.

Concernant l'entreprise émettrice d'un emprunt obligataire, notre choix s'est porté sur une entreprise privée de grande taille connue sous le nom « DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS » par abréviation « SPA DAHLI ». Celle-ci est la seule entreprise de secteur privée qui a émis un emprunt obligataire destiné au grand public afin de lever les fonds nécessaires au financement de ses investissements.

Ce chapitre est subdivisé en trois sections :

- La première section est consacrée à la présentation des acteurs sur le marché financiers algérien, ainsi que l'évolution de l'activité obligataire en Algérie ;
- La deuxième section, dans laquelle nous présenterons l'emprunt obligataire réalisé par la SPA DAHLI ;
- La troisième section, consacrée à l'analyse de la santé financière de l'émetteur avant et après l'opération de l'emprunt obligataire.

Section 01 : Etat des lieux de l'activité obligataire en Algérie

Le marché obligataire en Algérie prend une place prépondérante dans le financement de l'économie. 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 cette section, nous présenterons un bref rappel sur la création et 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 en chiffres.

I. Création et intervenants sur le marché financier algérien

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 de trésor vers les entreprises publiques mais il devrait permettre une mobilisation directe de l'épargne et une meilleure affectation des ressources.

1. Création du marché financier algérien

L'économie algérienne a été marquée par le monopole de l'Etat dans la gestion des entreprises publiques, mais ces entreprises budgétivores et souvent déficitaires¹, représentaient un fardeau lourd sur le dos de l'Etat, celui-ci trouvait dans l'obligation de réduire sa propre intervention dans l'économie, en particulier suite aux conséquences de la crise pétrolière de 1986 qui a pénalisée notre pays.

1.1.Chronique de la mise en place d'un marché financier algérien²

La fin des années 1980 a marquée le début d'importantes réformes dans le secteur économique, afin de permettre à l'économie algérienne une transition vers une économie de marché.

Cette transition est basée essentiellement sur une batterie de textes juridiques visant à doter l'économie algérienne d'une réglementation exhaustive.

L'année 1988 a connue la promulgation de la loi n° 88-01 du 12 janvier 1988 qu'avait pour conséquence le désengagement de l'Etat dans la gestion des entreprises nationales. Ces dernières sont rebaptisées « Entreprises Publiques Economiques » (EPE) avec le statut de

¹ M. MANSOURI, Op.cit., p. 08.

² S.FADILA Op.cit., p. 128.

société par actions ou société à responsabilité limitée. Toutefois, l'Etat et les collectivités locales exercent leur droit de propriété sur les EPE par le biais de fonds de participation

Ensuite, l'Etat algérien a mis en place un vaste programme tendant à privatiser un certain nombre d'EPE afin d'améliorer leur compétitivité.

En 1990, l'assemblée générale des fonds de participation décide de créer une bourse de valeurs mobilières, et cela dans le cadre des réformes engagées par les pouvoirs publics dès 1988, et préparer le terrain à la naissance d'un marché boursier.

C'est ainsi, que le 09 September 1990 fut créée la bourse des valeurs : sous la dénomination de « société de valeurs mobilière » (SVM) avec un capital social de 320.000 dinars, réparti équitablement entre les actionnaires, qui sont les huit (08) fonds de participation.

La SVM a été créée afin de mettre en place un marché de valeurs mobilières opérationnel, mais à cause de nombreux obstacles et lacunes telles que :

- L'insuffisance de son capital social ;
- Le code de commerce ne prévoit ni l'émission des titres ni leurs formes.
- L'absence d'une loi et d'un programme effectif de privatisation des entreprises publiques.

Pour remédier à ces insuffisances, trois décrets exécutifs ont été promulgués le 28 mai 1991 :

- Le décret exécutif n° 91-169 portant organisation des transactions des valeurs mobilières ;
- Le décret exécutif n° 91-170 déterminant les variétés et formes des valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission ;
- Le décret exécutif n° 91-171 relatif à la commission de bourse.

Toutefois, il faut signaler que ces décrets étaient inapplicables et en totale inadéquation avec les textes en vigueur (entre autre le code de commerce).

Ce n'est qu'en 1993 que les pouvoirs publics ont institué par décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993¹, une bourse des valeurs mobilière.

L'article 01 de ce décret définit dans son alinéa 02 la bourse des valeurs mobilière comme « *le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions* »².

¹ Ce décret a été modifié par l'ordonnance n° 03-04 du 17 février 2003.

² Article 01 décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

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 public à l'épargne.

Cette démarche a été complétée par la promulgation en 1995 de l'ordonnance n°95-22 du 26 Août 1995, relative à la privatisation des entreprises publiques, avec la mention du marché financier comme l'une des modalités de mise en œuvre du plan de privatisation.

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. 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) ;
- 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.

2.1. 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 financière².

– Sa composition

La commission est composée d'un président et de six (06) membres.

Le président est nommé par décret présidentiel pour un mandat de quatre (04) ans.

¹ COSOB, « intervenants du marché ».

² Article 20 (Ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

Les membres de la commission sont nommés en fonction de leurs compétences financières et boursières pour une durée de quatre (04) ans selon la répartition suivante :

- Un magistrat proposé par le Ministre de la justice ;
- Un membre proposé par le Ministre chargé des finances ;
- Un professeur d'Université proposé par le Ministre de l'Enseignement supérieur ;
- Un membre proposé par le gouverneur de la Banque d'Algérie ;
- Un membre choisi parmi les dirigeants des personnes morales émettrices de valeurs mobilières ;
- Un membre proposé par l'ordre national des experts comptables, commissaires aux comptes et comptables agréés.

– **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 soient 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 leurs 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 notamment¹ :

- A la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tout autre produit financier donnant lieu à appel public à l'épargne².
- 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**

La Commission régule le fonctionnement du marché des valeurs mobilières en édictant des règlements concernant notamment³ :

- Les règles professionnelles applicables aux (IOB), (OPCVM), aux (TCC);

¹ Art. 30 (L'ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

² 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.

³ Art. 31 (L'ordonnance n°03-04 du 17 février 2003), relative à la bourse des valeurs mobilières.

- 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 fournis¹.

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.

Afin d'assurer l'exécution de sa mission de surveillance et de contrôle, la commission procède à des enquêtes auprès des sociétés faisant appel public à l'épargne, des banques et établissements financiers, des intermédiaires en opérations de bourse ainsi que des personnes qui, en raison de leur activité professionnelle, apportent leur concours à des opérations sur valeurs mobilières ou sur des produits financiers cotés ou assument la gestion de portefeuilles de titres.

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

En matière arbitrale, la chambre ci-dessus est compétente pour instruire tout litige technique résultant de l'interprétation des lois et règlements régissant le fonctionnement de la bourse intervenant¹:

- Entre intermédiaires en opérations de bourse,
- Entre intermédiaires en opérations de bourse et la société de gestion de la bourse des valeurs,
- Entre intermédiaires en opérations de bourse et sociétés émettrices,
- Entre intermédiaires en opérations de bourse et les donneurs d'ordre de bourse.

En matière disciplinaire, la chambre ci-dessus 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.

2.2. Les entreprises du marché

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

2.2.1. 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 SGBV a pour mission :

- L'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilière ;
- L'organisation matérielle des transactions et des séances de bourse ;
- L'enregistrement des négociations des IOB ;
- La gestion d'un système de négociation et de cotation ;
- La publication des informations relatives aux transactions en bourse ;
- L'édition d'un bulletin officiel de la cote sous le contrôle de la commission.

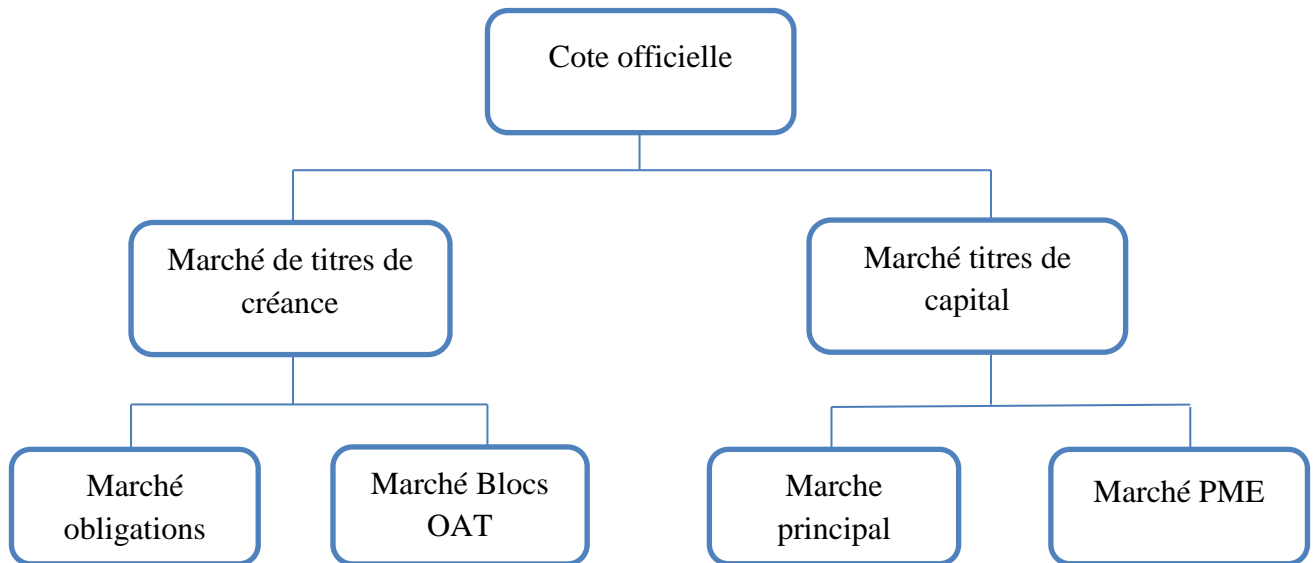
La bourse d'Alger est composée de deux marchés à savoir :

- Marché des titres de capital comportant un marché principal destiné aux grandes entreprises est un marché PME réservé aux petites et moyennes entreprise ;
- Marché des titres de créance composé d'un marché des obligations émises par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat et un marché OAT réservé aux obligations assimilables émises par le trésor public.

¹ Article 52 décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, relatif à la bourse des valeurs mobilières.

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

Figure N° 05 : compartiments de la bourse d'Alger



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

2.2.2. 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.

Son capital social est ouvert à la SGBV, aux IOB agréés, aux sociétés émettrices ainsi qu'au trésor public et à la banque d'Algérie.

Les missions d'Algérie clearing se résument principalement en :

- La conservation des titres émis sur le marché, selon les normes internationales ISIN (International Securities Identification Number) et CFI (Classification of Financial Instruments) ;
- La conservation des titres dans des comptes ouverts au nom de ses adhérents de manière sécurisée ;
- La circulation des titres par mouvement de compte à compte ;
- Le dénouement des transactions réalisées au niveau et en dehors de la bourse ;
- La dématérialisation des titres.

2.3. Les professionnels du marché

2.3.1. 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.

Les intermédiaires en opérations de bourse peuvent exercer essentiellement les activités suivantes :

- La négociation pour compte de tiers ;
- La négociation pour leurs propre compte ;
- Le conseil en placement de valeurs mobilières ;
- La gestion individuelle de portefeuille en vertu d'un contrat écrit ;
- La gestion de portefeuille d'OPCVM ;
- Le placement de valeurs mobilières et de produits financiers ;
- La garantie de bonne fin et la prise ferme d'émission de titres ;
- La négociation pour propre compte ;
- La conservation et l'administration de valeurs mobilières ;
- Le conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de fusion et de rachat d'entreprises.

Toutefois, la COSOB peut limiter, si elle l'estime nécessaire, l'agrément délivré à un IOB à une activité ou à une partie des activités citées ci-dessus.

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

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.

Les entités autorisées ou pouvant être habilitées par la COSOB sont :

- Les banques et les établissements financiers ;
- Les intermédiaires en opérations de bourse ;
- Les sociétés émettrices pour les titres qu'elles émettent et qu'elles gèrent directement ;
- Les institutions autorisées à effectuer des opérations de banques prévues par les dispositions législatives et réglementaires qui les régissent.

Les TCC exercent principalement quatre (04) activités à savoir :

- Assurer la garde et l'administration des titres qui leur sont confiés au nom de leurs titulaires ;
- Exécuter les instructions reçues (nantissement, transfert) ;
- Effectuer les opérations sur titres (paiement des dividendes, intérêt) ;
- Informer les titulaires sur les opérations affectant leurs titres.

II. Présentation du marché obligataire corporatif

Les entreprises et les institutions financières, notamment les banques ont enregistrées 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.

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.

Tableau N° 08 : Emissions obligataires par les entreprises de 1998 jusqu'à 2015
(Milliards de DA)

Emetteurs	Montant	Institutionnel	Grand public	Maturités
SONATRACH	5	5		5 ans
	12,126	-	12,126	
SRH	2,48	2,48	-	3 et 5 ans
AIR ALGERIE	4,4	4,4	-	
	24,89	10,71	14,18	1, 2, 3, 4,5 et 6 ans
	12,32	12,32	-	
ALGERIE TELECOM	6,5	6,5		
	21,59	-	21,59	2, 3, et 5 ans
SONELGAZ	20	20	-	
	10	10	-	
	15,9	-	15,9	6,7, 9 et 11 ans
	11,65	11,65	-	
	30	-	30	
FNI (organisme public)	160	160	-	10 ans
SNL	2	2	-	5 ans
ENAFOR	8	8	-	
	6	6	-	5 et 6 ans
ENTP	5	5	-	
	8	8	-	5 ans
	4	4	-	
Total entreprises et organismes publics	369,86	276,06	96,8	-
part des entreprises et organismes publics	94%	93%	97%	-
ALC	3,3	3,3	-	
	3,65	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.

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.

Tableau N°09 : 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°10.

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 2015. 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.

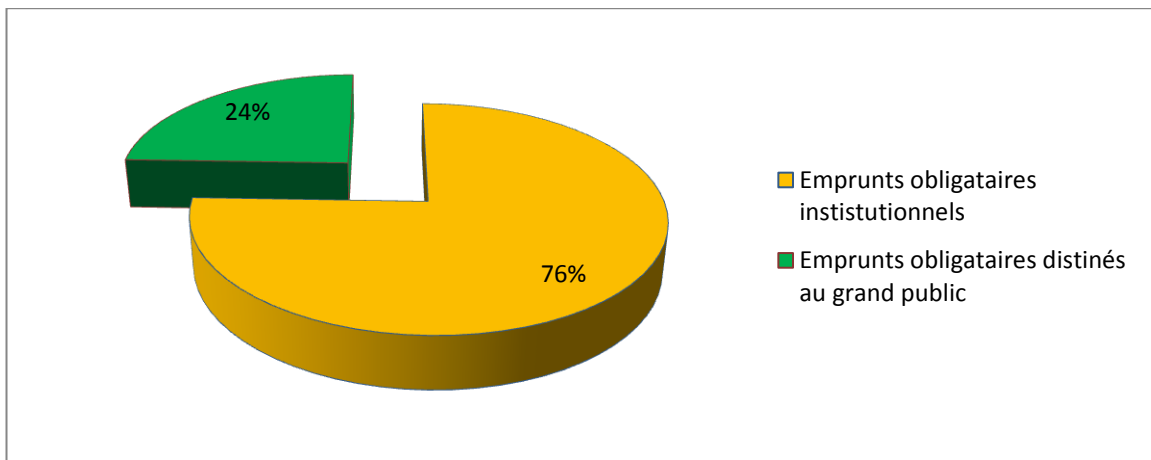
On constate ainsi, que sur l'ensemble de ces emprunts, un montant de 96,12 milliard de dinars soit 24% du montant total des émissions seulement a été levé auprès du grand public, la différence 296,51 milliards de dinars, provient des investisseurs institutionnels qui disposent d'une surliquidité¹. Toutefois, 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.

Le graphe qui suit montre la répartition des émissions entre les émissions destinées aux institutionnels et émission destinées au grand public.

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.

Graphe N° 03 : répartition des émissions entre institutionnelles et émission au grand public

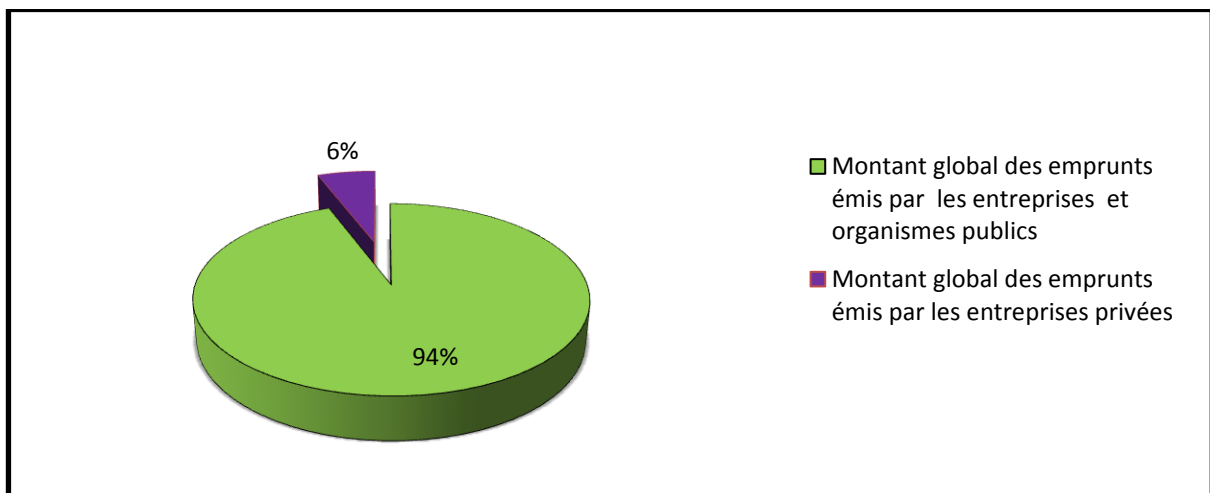


Source : réalisé à partir des données du tableau N°11.

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 public (98% contre 02%).

Le graphe qui suit nous montre la répartition des émissions entre les entreprises et les organismes publics et les entreprises privées.

Graphe N° 04 : répartition des emprunts émis entre les entreprises et organismes publics et entreprises privées



Source : élaboré à partir des données du tableau N° 11.

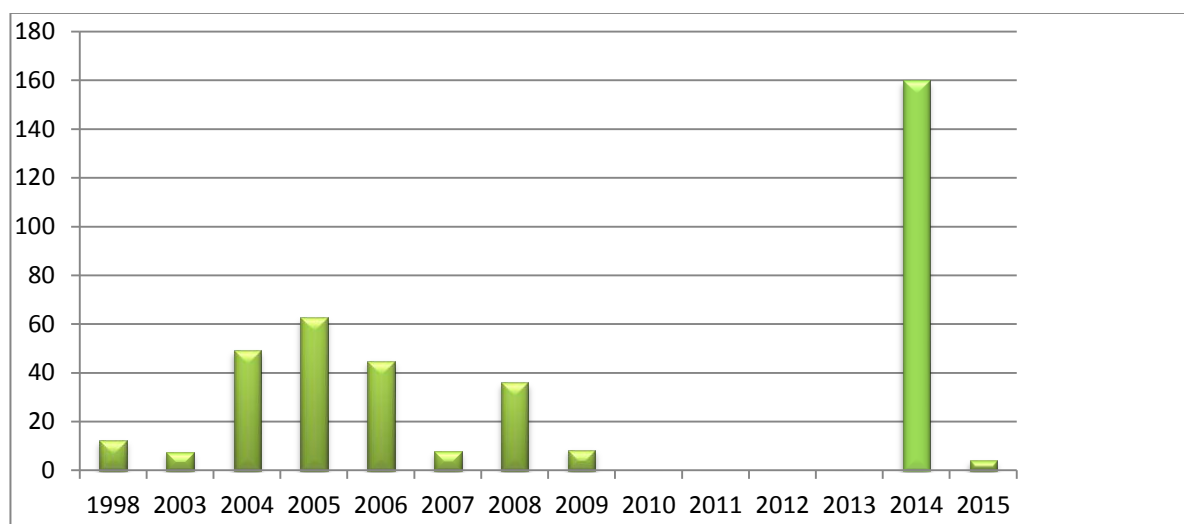
2. Evolution historique des émissions sur le marché corporatif

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°05 : évolution des émissions corporatives de 1998 à 2015 (en milliard de DA)



Source : documents internes 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.

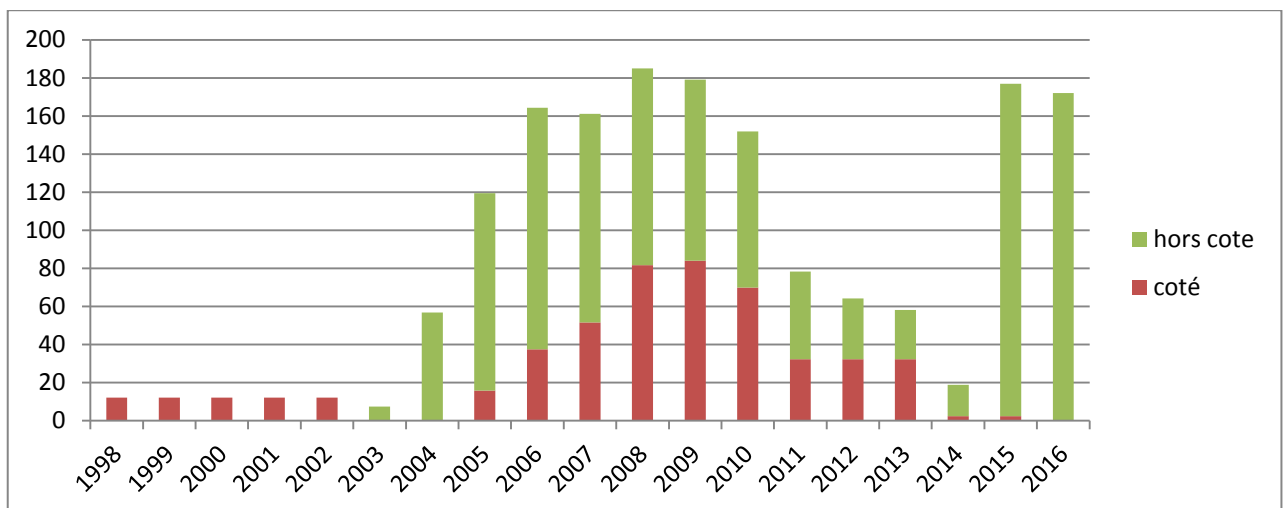
Durant l'année 2009 la commission a délivré 02 visas pour deux entreprises il s'agit de la SONELGAZ et du visa délivré au groupe ETRHB HADAD, mais durant cette année seulement deux opérations ont été réalisées il s'agit de l'opération réalisée par la SPA DAHLI¹ et de ETRHB HADAD, il est à noter que l'emprunt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

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'économie 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°06 : évolution de l'encours global des obligations coté et hors cote sur le marché corporatif de 1998-2016 (en milliards de dinars)

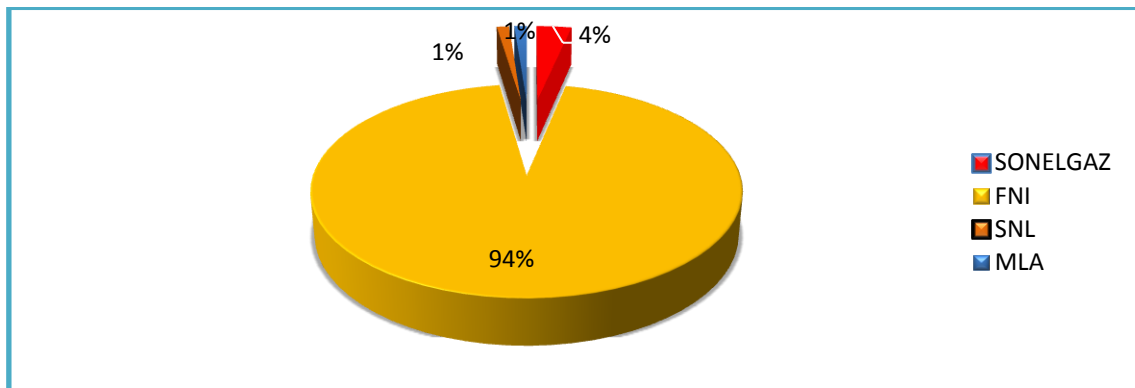


Source : réalisé à partir des rapports annuels de la COSOB.

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.

Graphes N°07 : composition du portefeuille des obligations sur le marché hors cote

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

La valeur FNI présente une plus grande part de 94% 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 et l'émission effectuée par cet organisme en 2014 pour le financement de ses investissements liés à la diversification de son portefeuille.

L'encours global des obligations (cotées en bourse et celles en hors bourse) disponibles s'élève au 30 Avril 2016, à **172 milliards de DA** contre **176.91 milliards de DA** à la fin de l'année 2015, soit une baisse de **2,77%** qui s'explique par l'arrivée à échéance de l'emprunt obligataire SONELGAZ le 31 mars 2016 dont le montant était de 4,9 milliards de DA.

III. 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 ».

1. Marché Blocs obligations assimilables de trésor

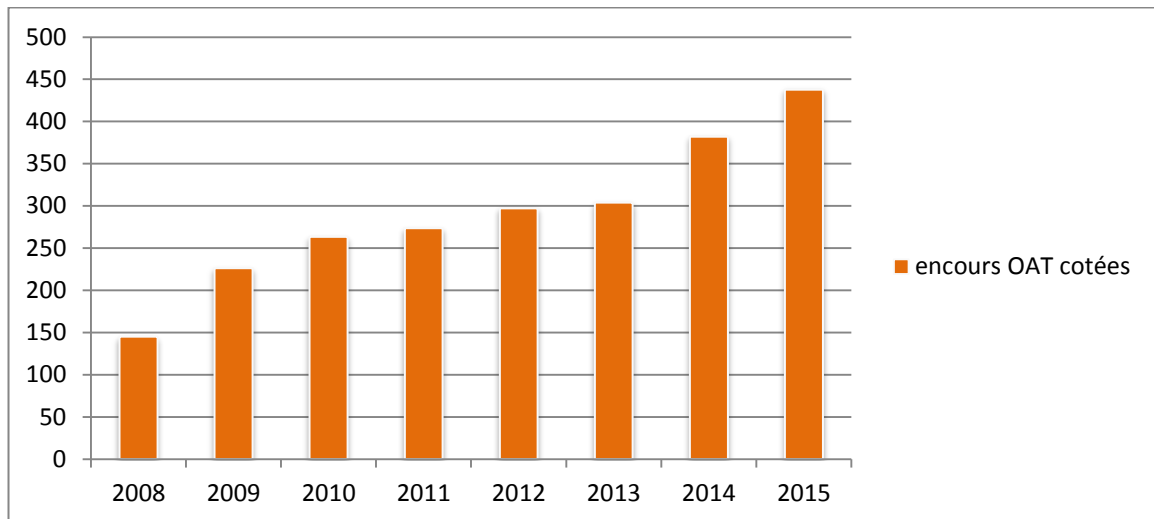
Les OAT sont des obligations du trésor émises pour une longue durée afin de pallier aux besoins d'équipement. Ce sont des titres assimilables émis une fois dans l'année, mais il peut y avoir des réouvertures.

Allant dans le sens de la redynamisation de la bourse, processus inscrit dans le programme global de la réforme du système financier lancée à partir de 2004 la Direction Générale du Trésor (DGT) a décidé de faire coter à la bourse d'Alger les OAT, représentant un montant de l'ordre de 145 milliards de DA, les OAT, réparties en trois maturités de 07,10 et 15 ans, sont négociables en Bourse. La souscription a été ouverte principalement aux

spécialistes en valeur du Trésor (SVT) pour représenter leurs clients composés d'institutions, d'entreprises et de particuliers¹.

Ce compartiment contient en 2015 vingt-huit (28) lignes totalisant un encours global de 437,66 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.

Graphe N°08 : évolution de l'encours global des OAT cotées à la Bourse (milliards de DA)



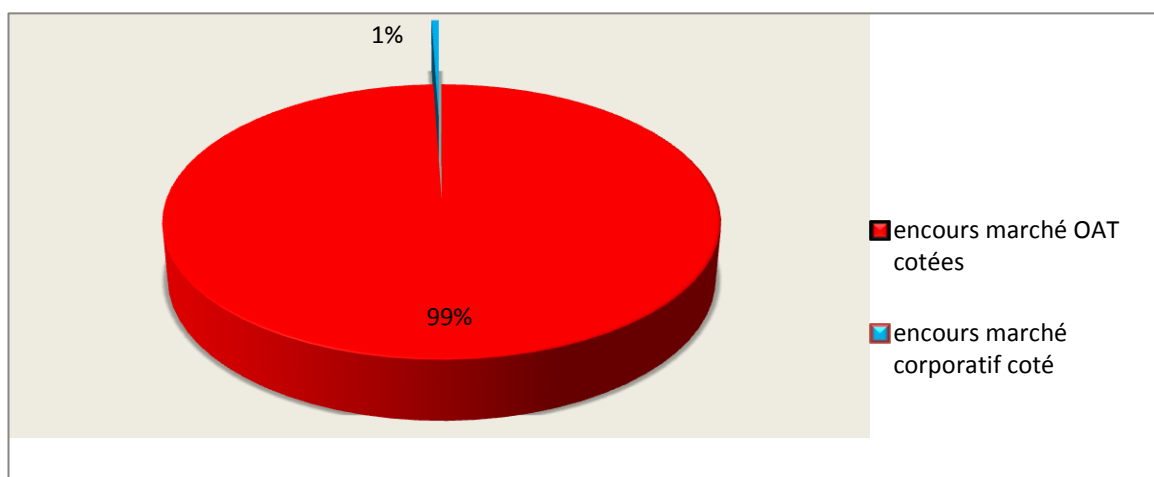
Source : représentation élaborée à partir des rapports annuels de la COSOB (2008,2015)

Le graphe N°08 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).

Ainsi le marché obligataire algérien, notamment le marché secondaire est dominé par les valeurs de trésors qui représentent 99% des valeurs cotées à la bourse d'Alger.

Le graphe qui suit indique la composition du portefeuille obligataire coté à la bourse d'Alger au 31/12/2015.

¹ COSOB, « Rapport annuel », 2014.

Graphe N°09 : corporatif cotées VS OAT cotées

Source : fait par l'étudiant à partir des données internes de la COSOB

Le graphe indique que la part des obligations corporatives cotées représente seulement 1% des titres obligataires cotés à la bourse d'Alger avec un encours de 2,32 milliards de dinars (une seule obligation est cotée à la bourse d'Alger il s'agit du titre DAHLI à échéance 2016) contre 99% soit (437,66 milliard de dinars) pour les OAT cotées. De ce fait on peut conclure que le marché obligataire Algérien notamment le marché secondaire est dominé par les OAT.

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

L'Etat Algérien a procédé plusieurs fois à l'émission des emprunts obligataires 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), de plus, le dernier rapport du Fond Monétaire International (FMI) indique que les réserves de change de l'Algérie vont continuer

¹ M.MANSOURI, Op.cit., 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.

à chuter sous l'effet de la crise pétrolière pour n'être plus que de quelque 92 milliards de dollars en 2017¹.

2.1. 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 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 social².

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.

Le tableau suivant indique les caractéristiques de l'emprunt national.

¹ Le quotidien EL WATAN, N° 7778, 26/04/2016.

² http://amanti.dz/?page_id=3367

Tableau N°10 : caractéristiques de l'emprunt national pour la croissance économique

Emetteur	l'Etat
Nature des titres émis	Matérialisés
Forme des titres	nominative et ou porteur
Durée de l'emprunt	3 ans et 5 ans
Coupure (nominal)	50 000, 10 000 et 1 000 000 DA
Rémunération	les bons portent un revenu de: <ul style="list-style-type: none"> • 5% pour les titres à 3 ans ; • 5,75% pour les titres à 5 ans.
Fiscalité	Les revenus liés à cet emprunt sont exonérés d'impôt
Paiement des intérêts	L'intérêt est payé annuellement à compter de la date d'anniversaire de la souscription du titre
Remboursement	Le capital sera versé en totalité à la date d'échéance (<i>in fine</i>)
Remboursement anticipé	<ul style="list-style-type: none"> • Les obligations à 5ans sont remboursables par anticipation au gré de leur porteur ; • l'option ne peut être exercée qu'après l'écoulement d'un délai minimal égal à la moitié de la durée globale du titre soit 2,5 ans¹
Période de souscription	Six (06) mois
Négociation	<ul style="list-style-type: none"> • Les titres sont librement négociables par transaction directe ou endossement par le biais d'intermédiaire habilité ; • Les titres peuvent être utilisés comme garantie de tout crédit bancaire

Source : fait par l'étudiant à partir de l'arrêté n°21 du 18 mars 2016.

2.2.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

¹ Le taux d'intérêt applicable, en cas de remboursement par anticipation est calculé au prorata des jours courus après le détachement du dernier coupon.

circuit bancaire estimée à 40 milliards de dollars (argent de l'informel)¹, 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 bancaire², mais cette fois ces placement obligataires vont être rémunérer généreusement, et ton pis pour le fisc algérien puisque 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 été tenue à l'écart³.

IV. Les contraintes de développement du marché financier Algérien

Le marché financier en Algérie est né dans un contexte socio-économique particulier caractérisé par une crise multidimensionnelle : économique, politique, financière et organisationnelle. Bien que des améliorations soient actuellement perceptibles au travers d'indicateurs macro-économiques, mais les facteurs inhérents à l'inertie du marché financier restent de nature, d'amplitude et de conséquences différentes. Ils peuvent, néanmoins, faire l'objet de regroupement en deux grandes catégories⁴ :

- Ceux liés à l'environnement dans lequel il évolue;
- Le marché financier lui-même et les intervenants.

1. Les contraintes liées à l'environnement

Il s'agit notamment :

1.1. La privatisation des entreprises publiques se fait hors le marché financier

Dans nombre de pays en transition vers l'économie de marché, le marché financier constitue un véritable levier du processus de privatisations (voir la Russie, la Chine, l'Égypte, la Tunisie...). En Algérie, les privatisations s'effectuent par appels d'offres ou de gré à gré. Pour les entreprises publiques, les conditions semblent, en effet, trop contraignantes pour une privatisation partielle, les entreprises privées sont encore réticentes à aller en bourse.

1.2. Une liquidité qui s'oriente vers le secteur informel

Depuis 2002 le marché bancaire se trouve en situation de surliquidités, malgré, une bonne partie de l'épargne s'oriente encore vers des circuits informels. Les marchés noirs et spéculatifs offrent des opportunités considérées comme sûres et rentables (pas de traçabilité, pas de frais ni taxes sur les opérations financières) : achats de biens mobiliers, de terrains, de

¹ Selon le directeur général des impôts, seules 250 personnes avaient souscrit à l'offre de conformité fiscale.

² Le quotidien LIBERTE, N° 7222, 03/05/2016.

³ Le quotidien EL WATTAN, N° 7773, 20/04/2016

⁴ C. BOUZAR, Op.cit. p. 13.

métaux précieux, de devise. Ces pratiques ancrées dans le tissu socioéconomique algérien pénalisent fortement l'investissement productif.

1.3. Les attitudes d'ordre culturel

Il convient de noter également les attitudes d'ordre culturel des agents économiques :

- L'absence d'une culture managériale spécifique dans le domaine boursier chez les entreprises tant publiques que privées ; elles n'ont pas suffisamment d'expérience en matière de stratégie financière dans leur politique de développement.
- L'absence de pratiques boursières chez les particuliers quant au choix des actifs;
- Le manque de culture d'entreprise ;
- Le manque de culture de risque et d'opportunité financière ;
- La religion et les tabous sociaux.

2. Les contraintes spécifiques au marché financier lui-même

La vulnérabilité du marché financier découle également de son organisation et son fonctionnement. On note à ce titre, les conditions d'entrée, l'évaluation des entreprises à coter, l'absence de décloisonnement et le manque de transparence de l'information¹.

Ainsi, Les exigences affichées pour l'introduction en Bourse semblent pénalisantes pour bon nombre d'entreprises et ce, pour les motifs suivants :

- elles ne répondent pas toujours aux conditions générales et spécifiques d'accès au marché : le statut de «société par actions » (SPA), 2 années d'existence, un capital social minimum intégralement libéré, justifier de trois (03) derniers exercices bénéficiaires ;
- Les entreprises privées sont généralement confinées dans un contexte familial et, constituées sous forme de SARL, EURL, il y a peu de SPA.

Le marché obligataire, quant à lui souffre de plusieurs entraves qui empêchent son essor. D'abord, les PME trouvent beaucoup de difficultés pour accéder à ce compartiment du marché financier, outre les exigences juridiques édictées par l'autorité du marché financier (capital entièrement libéré, justifications des trois derniers exercices bénéficiaires) , l'entreprise qui veut faire recours à ce mode de financement doit au minimum diffuser un encours de 500.000.000 DA, d'où la nécessité de créer un compartiment dédié aux petites et moyennes entreprises pour faciliter l'accès à ce mode de financement et pourquoi pas, adossés ces emprunts a une garantie de l'Etat Algérien pour encourager le recours des PME au financement par le marché. D'autre part, les exigences édicté par la Banque d'Algérie, notamment le règlement n°14-01 relatif au coefficient de solvabilité applicable aux banques et

¹ C.BOUZAR, Op.cit. p. 14.

aux établissements financiers limite le degré d'intervention des banques et des établissements financiers sur la marché obligataire, à titre d'exemple la SPA DAHLI n'a pas pu lever que 28% du montant de l'emprunt, parce que l'émetteur en question n'a pas réussi à obtenir une garantie de bonne fin auprès de la banque chef de file à savoir la Banque Extérieure d'Algérie. Toutefois, un certain nombre de mesures peuvent être entreprises afin d'encourager l'essor de ce marché en Algérie telles que :

- Les sociétés d'assurances, en tant qu'investisseurs institutionnels, peuvent jouer un rôle plus important sur le marché financier grâce aux réserves techniques qu'elles sont dans l'obligation de constituer. Cela nécessite de poursuivre l'assainissement de ce secteur pour un éventail plus large en produits d'assurance tels les régimes publics de capitalisation et les assurances de personnes ;
- Pour les entreprises privées qui sont principalement à caractère familial et généralement réticentes à l'ouverture de leur capital, il faut établir un système d'incitations fiscales pour les ramener à plus de rationalité ;
- il serait peut-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 boursier¹ ;

Enfin, Nous dirons, qu'il faut une politique volontariste de la part des autorités en matière d'introductions, d'augmentations de capital et de participations étrangères pour faire du marché financier un complément au financement du secteur bancaire, dont la réforme en cours pourrait sans doute constituer un préalable à la redynamisation du marché et contribuer à son décloisonnement et à son développement durable.

¹ La COSOB a créée en 2013 un marché PME pour les titres de capital mais ce marché n'a pas encore vu le jour sur le compartiment obligataire à la bourse d'Alger.

Section 02 : 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 fonds nécessaires pour le financement 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.

Nous allons débiter cette section par une présentation générale de l'émetteur (SPA DAHLI) ainsi que les caractéristiques de l'opération.

I. Informations concernant l'émetteur et son activité

L'entreprise **SPA DAHLI** (DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS) est une société par actions qui a été créée le 9 octobre 1996 suite à une modification statutaire de la Société d'Economie Mixte SAHLI. Cette dernière avait été créée le 24 mai 1988, entre l'ex.Onafex et Daewoo Corporation. La SPA DAHLI a été acquise en septembre 2001 par la société d'assurance et de réassurance privée « l'Algérienne des Assurances » par abréviation « 2A » en association avec quatre personnes morales et deux personnes physiques. Elle devient donc une entreprise algérienne à capitaux privés immatriculée au registre du commerce le 13 novembre 2001 sous le n° 00 B 0013023.

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) divisé en 2 088 204 actions d'une valeur nominale de dix mille Dinars Algériens (10.000 DA) chacune, entièrement souscrites et libérées et attribuées avec toutes leurs droits de propriété aux actionnaires.

1. Caractéristiques essentielles de l'activité de la SPA DAHLI

La SPA DAHLI exerce son activité dans le secteur de l'immobilier d'affaire mais l'entreprise apporte des innovations dans le secteur de loisir.

1.1. L'Hôtel HILTON

Le label "Hilton" a été récupéré par le nouveau propriétaire dès l'acquisition de la SPA DAHLI en septembre 2001.

Le tableau suivant indique l'évolution du chiffre d'affaire de l'Hôtel HILTON entre 2005 et 2007.

Tableau N°11 : évolution chiffre d'affaire HILTON en (KDA)

Chiffre d'affaire HILTOON	2005	2006	2007
Totale	1 100 475	1 121 365	1 159 255
Variation (%)	-	1.90%	3.38%

Source : notice d'information SPA DAHLI.

1.2. Algeria Business Center

Le centre des affaires ABC (Algeria Business Center) a été conçu et réalisé entièrement par la SPA DAHLI.

Le tableau qui suit indique l'évolution du chiffre d'affaire d'ABC entre 2005 et 2007.

Tableau N°12 : évolution du chiffre d'affaire tour ABC

Chiffre d'affaire ABC	2005	2006	2007
Taux d'occupation	25%	60%	95%
Loyer annuel moyen bureau (DA/m ²)	40 500	40 500	40 500
Chiffre d'affaire (KDA)	86 100	435 015	618 593
Variation	-	405%	42.80%

Source : notice d'information SPA DAHLI.

Les principaux clients de la tour ABC sont des multinationales dont les grandes banques internationales, les grandes entreprises et les cabinets conseils de renommée internationale. Il s'agit notamment de HSBC, Calvon, Pfizer, Air France, ENI, Ernst&Young, Delloite, Michelin.

1.3. Concurrence et facteurs de risque

Les principaux concurrents dans le domaine de l'hôtellerie sont les hôtels El Aurassi, El Djazair, Sofitel, Mercure, Sheraton, tandis que la Tour d'affaire ABC se présente comme l'unique acteur sur le créneau de la location de surface à usage de bureaux sur Alger voire en Algérie.

Ainsi les risques auxquels l'entreprise est exposée sont notamment :

- Les risques économiques : conjoncture mondiale liée au mouvement d'affaires et de circulation des personnes ;
- les risques commerciaux : diminution de la demande liée à des situations internationales exceptionnelles et à la baisse du pouvoir d'achat localement ;
- les risques juridiques : litiges imprévus pour lesquels les assurances et les ententes avec les clients ne procurent pas une protection complète ;
- les risques financiers : fluctuation des taux de change.

II. 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 Apart 'Hôtel « **La RESIDENCE** » et d'un Port de plaisance « **MARINA BAY** » et donne mandat à son Président Directeur Général, Monsieur **Mohammed Abdelouahab RAHIM** à l'effet de mettre en œuvre cette opération et signer tous les documents y afférents.

1. Caractéristique de l'emprunt

Les principales caractéristiques de cet emprunt sont les suivantes :

- **Emetteur : SPA DAHLI ;**
- **Montant de l'émission :** huit milliard trois cent millions de dinars Algériens (8 300 000 000 DA) ;
- **Nombre des titres et valeur nominale :** le montant de l'émission est réparti en huit cent trente mille obligations (830 000) d'une valeur nominale de dix mille dinars chacune (10 000DA) ;
- **Montant levé :** le nombre d'obligations acquis auprès du Grand public s'élève à 236 014 représentant un produit brut de deux Milliards trois cent soixante Millions cent quarante Mille Dinars Algériens (2.360.140 000 DA) ;

- **La durée de vie (maturité) des obligations** : est de sept (07) ans à compter du **11 janvier 2009** ;
- **Catégorie des titres** : les obligations émises étaient des obligations ordinaires ;
- **Forme des titres** : les obligations émises étaient au porteur et dématérialisées, les titres étaient inscrits en compte auprès des teneurs de comptes conservateurs (TCC) habilités par la **COSOB**, elles étaient admises aux opérations d'Algérie clearing ;
- **Prix d'émission** : Les obligations étaient émises au prix fixe de **100%** par obligation soit dix Mille Dinars Algériens (10.000 DA) ;
- **Particularité de l'emprunt** : l'emprunt portait un taux de coupon progressif allant de 4% jusqu'à 6.75% pour la dernière année ;
- **Période et mode de souscription** : La période de souscription des obligations a débutée le **11 Janvier 2009** et s'est achevée le **12 Février 2009**. L'Emetteur a réservé le droit, avec l'accord préalable de la **COSOB**, d'écourter ou de prolonger la période de souscription, sans toutefois modifier les caractéristiques des obligations notamment les dates de jouissance, de paiement des intérêts et d'échéance. **La SPA DAHLI** a sollicité, avec l'appui du Syndicat de Placement, une prorogation de la période de souscription ci-dessus fixée pour une durée supplémentaire de deux (2) semaines. Par Décision n°**CAB/01/2009** du **10 Février 2009**, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse a marqué son accord et a autorisé une période de souscription supplémentaire de deux (2) semaines ; ce qui reporte ainsi la date de clôture de l'opération au Jeudi **26 Février 2009** ;
- **Syndicat de placement** : Le souscripteur pourra acquérir ces obligations auprès des principales agences des banques suivantes membres du Syndicat de Placement :
 - **La Banque Extérieure d'Algérie** ;
 - **La Banque d'Agriculture et du Développement Rural** ;
 - **La Banque Nationale d'Algérie** ;
 - **Le Crédit Populaire d'Algérie** ;
 - **La Banque du Développement Local** ;
 - **La Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance-Banque** ;
 - **BNP-Paribas EL-Djazair** ;
 - **Société Générale Algérie**.

- **Date de règlement** : les obligations ont été réglées intégralement à la souscription ;
- **Jouissance des titres** : la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir est le **11 janvier 2009**, les intérêts étaient payable annuellement soit le **11 janvier** de chaque année et pendant sept (07) ans ¹;
- **Taux de coupon** : les obligations portaient sur un taux d'intérêt progressifs du coupon de :
 - **4.00% pour la première année ;**
 - **4.25% pour la deuxième année ;**
 - **4.75% pour la troisième année ;**
 - **5.25% pour la quatrième année ;**
 - **5.75% pour la cinquième année ;**
 - **6.25% pour la sixième année ;**
 - **6.75% pour la septième année.**

Le taux de rendement réel moyen du titre est de 5.19%².

- **Amortissement- remboursement** : Les obligations ont été remboursées à leur valeur nominale, dans leur intégralité, à leur date d'échéance soit le **11 Janvier 2016**. L'émetteur s'interdit, de procéder pendant toute la durée de vie de l'emprunt, au remboursement anticipé de l'emprunt. Toutefois, ce dernier réserve le droit de procéder à l'amortissement anticipé des obligations par des rachats en Bourse ; ces opérations étant sans incidence sur le calendrier normal de l'amortissement des titres restant en circulation ;
- **Mode d'émission** : Cet emprunt est destiné aux personnes physiques et morales y compris les Institutions Financières ;
- **Modalités et délai de délivrance des titres** : La date d'inscription en compte au nom du souscripteur des obligations est fixée à trois jours ouvrables à compter de la date de clôture de la période de souscription ;
- **Négociation des titres** : Les obligations feront l'objet d'une cotation en bourse quinze (15) jours après la clôture de l'opération soit le **16 Mars 2009** entre les intermédiaires en opérations de bourse agréés par la COSOB ;

¹ Lorsque la date de paiement des coupons tombe un jour qui n'est pas un jour ouvré, le paiement aura lieu le premier jour ouvré suivant.

² Ce taux n'est significatif que si le souscripteur garde le titre jusqu'à l'échéance et le montant des revenus annuels est réinvesti au taux de rendement réel moyen, et ce jusqu'à la date de remboursement de l'obligation.

- **Etablissements assurant le service financier de l'Emetteur** : L'administration des titres en circulation (paiement des intérêts et remboursement du capital) est assurée par Algérie Clearing ;
- **Le régime fiscal** : Les produits et les plus-values de cession des obligations sont exonérés de l'IRG et de l'IBS conformément à l'alinéa 2 de l'article 46 de la loi de finances 2009 modifiant et complétant l'article 63 de la loi de finances 2003.

2. Coûts relatifs à l'opération de l'emprunt obligataire

Le montant des charges relatives à cette opération s'élève à **deux cent trente-quatre Millions neuf cent quarante-quatre Mille cinq cent quinze Dinars Algériens et cinquante-quatre centimes (234.944.515,54 DA)**. Les charges relatives à cette opération sont résumées dans le tableau suivant :

Tableau N°13 : charges relatives à l'opération

Libellé	Montant
redevances réglementaires	-
redevances de la COSOB 0,075% de montant de l'émission	5 000 000
rémunération versée à Algérie Clearing (adhésion, inscription en compte et opérations sur titres)	2 200 000
commissions SGBV (admission, inscription et maintient a la cote)	2 250 000
Total redevances réglementaires	9 450 000
rémunération des prestations de service	-
rémunération chef de file 0,30% (du montant levé)	7 080 420
commissions de la gestion du compte d'affectation spécial	2 315 958,18
commission due au syndicat de placement	23 601 400
commission de gestion due au syndicat de placement	7 080 420
conseiller financier	23 601 400
frais de communication	161 737 875,5
Total rémunération des prestations de service	225 417 473,7
Total HT	234 944 516
Total TTC	273 944 944,3
total charge/montant levé	11.6%

Source : réalisé par l'étudiant à partir de la notice d'information de la SPA DAHLI

3. Le produit net de l'émission

Le produit net de l'émission est obtenu à partir du produit brut, déduction faite de l'ensemble des charges TTC de l'opération soit qui s'élèvent **(273.944.944,25 DA)**.

- **Produit net = produit brute – charges relatives à l'opération**
- **Produit net = 2.360.140 000 – 273.944.944,25**

Le produit net d'émission est de : **2 086 195 055,75 DA**

Le produit net dégagé par l'émission obligataire a servi au financement d'un parc aquatique « **BABA ARROUDJ** » et le financement partiel, d'un Appart 'Hôtel avec deux tours « **La RESIDENCE** » faisant partie de la première tranche de réalisation de **ALGER MEDINA**. Le tableau suivant montre la répartition du produit net de cette l'émission.

Tableau N°14 : utilisation du produit net de l'émission

libellé	montant	%
Parc aquatique « BABA ARROUDJ »	755 578 080	36%
Appart 'Hôtel « La RESIDENCE »	1 330 616 975,75	64%
Total	2 086 195 055,75	100%

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

4. 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 un expertise foncière en date du 25/12/2007 et détaillé comme suit :

Tableau N°15 : 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 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 bénéficiaire *Pari Passu* les obligations de cet emprunt.

– **Modalités d'utilisation du produit de l'émission**

Le produit net de cette émission obligataire est logé dans un compte d'affectation spéciale ouvert dans les livres de la **Banque Extérieure d'Algérie**.

- Le solde du compte d'affectation spéciale est exclusivement destiné au financement des projets déjà identifiés. Le suivi et la gestion des dépenses d'investissements financés par l'utilisation du solde du compte d'affectation spéciale sont comptabilisés séparément. La Banque Extérieure d'Algérie en sa qualité de comptable assignataire, veillera sur le contrôle et le suivi.
- La Banque Extérieure d'Algérie assurera la bonne gestion du compte d'affectation spéciale et s'engagera à communiquer périodiquement des rapports sur le fonctionnement de ce compte aux représentants de la masse des obligataires qui pourront, s'ils le jugent nécessaire, les auditer.
- L'émetteur pourra disposer du solde du compte d'affectation spéciale jusqu'à la date ultime de réception du dernier projet.
- L'état d'avancement de la réalisation des projets est périodiquement communiqué aux mandataires de la masse des obligataires. Tout événement important relatif au délai de réalisation du projet est systématiquement communiqué aux mandataires de la masse des obligataires.

5. La masse des obligataires

Les porteurs d'obligations de cette émission sont réunis de droit dans une masse obligataire. Au cas où la **SPA DAHLI** émettrait ultérieurement des nouvelles obligations entièrement assimilables aux présentes obligations, notamment quant au montant nominal,

aux intérêts, à leurs échéances, aux conditions et dates de remboursement et aux garanties, elle pourrait, si chaque contrat d'émission le prévoit, grouper en une masse unique ; les porteurs ayant des droits identiques.

La banque Chef de File, la Banque Extérieure d'Algérie, assurera le rôle de mandataire provisoire de la masse des obligataires, en attendant la tenue de l'Assemblée Générale des obligataires et la désignation par celle-ci de son mandataire.

La première Assemblée Générale de la masse des obligataires se tiendra au plus tard le 30 Mars 2009.

La masse des obligataires désignera trois mandataires officiels 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* »¹.

Section 03 : analyse de la situation financière de l'émetteur

Lors de la souscription, supposons qu'un investisseur veut placer une partie de sa liquidité dans les obligations de la SPA DAHLI. Pour ce faire, il devra faire un choix sur la base d'une étude qui déterminera sa décision en tenant compte de différents critères notamment, le profil de l'émetteur afin d'apprécier sa capacité de faire face à ces engagements en matière de paiement des intérêts et le remboursement du principal à l'échéance.

Dans cette section, nous allons essayer d'apprécier la qualité de l'émetteur à partir d'une analyse financière avant et après l'opération de l'emprunt obligataire, cette analyse est faite sur la base des états financiers (Bilans, Tableaux de Comptes des Résultats).

I. Analyse financière de la SPA DAHLI avant la période de l'emprunt

Avec l'absence d'une agence de notation en Algérie un investisseur doit apprécier lui-même la qualité de l'émetteur et son risque d'insolvabilité et ce, en s'appuyant sur les informations concernant la situation financière actuelle de ce dernier ainsi que la projection faite sur toute la période Del 'emprunt².

La notice d'information présentée par l'émetteur est visée par la COSOB, donc cette notice serve comme étant un support afin d'analyser 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.

¹ Article 715 bis 90 du code de commerce (Décret législatif 93-08 du 25 avril 1993).

² Pour un particulier, qui ne possède pas la capacité d'analyser la situation financière de l'émetteur il peut faire confiance à son banquier en s'appuyant sur les conseils de ce dernier.

SPA DAHLI a mis à la disposition du cabinet d'expert, des conseillers financiers « Strategica finance », et des investisseurs institutionnels ainsi que les personnes morales et physiques des états financiers (en particulier les tableaux de comptes des résultats et les bilans) que l'on retrouvera en (*annexes 01, 02*) dans le but d'arriver à apprécier sa situation financière d'une part, de convaincre l'investisseur de souscrire à l'obligation qu'elle émet d'autre part.

De plus, la santé financière de l'émetteur et sa capacité de remboursement ainsi que sa capacité de remboursement sont approuvés par la COSOB, ce qui facilité la tâche à l'investisseur quant à la sincérité des informations financières fournies par l'émetteur.

L'information financière présentée tout au long de notre analyse est établie à partir des bilans et tableaux de comptes de résultats de l'entreprise de 2005 à 2014 et des documents internes de la COSOB.

1. L'évolution des résultats de la SPA DAHLI

Le but de cette analyse est de vérifier que la SPA DAHLI présente une situation financière saine.

De ce fait, nous nous intéressons aux principaux indicateurs présentés en-dessous (*voir le compte de résultats en annexes 01 et 02*) :

Tableau N°16 : évolution des résultats de la SPA DAHLI (en milliers de DA)

Indicateur	2005	2006	2007	2008
CA (chiffre d'affaires)	1 844 352	2 125 933	2 391 137	3 079 534
Evolution CA	-	15,27%	12,47%	28,8%
RN (résultat net)	92 311	102 848	265 747	220 844
Evolution RN	-	11,41%	158,4%	-16,9%
RE(résultat d'exploitation)	292 634	223 561	369 053	210 444
Evolution RE	-	-23,6%	65,08%	-94,46%
RN/CA	5%	4,84%	11,11%	7,17%
RE/CA	15,87%	10,52%	15,43%	6,83%

Source : réalisé par l'étudiant

– Chiffre d'affaires

Pour l'année 2005 la SPA DAHLI a réalisé un chiffre d'affaires de 1 844 352 KDA.

Durant l'année 2006 la société a réalisé un chiffre d'affaires de 2,13 milliards de dinars soit une évolution de 15,27% par rapport à l'année 2005. La même tendance haussière a été enregistrée pour 2007 (soit 12,47%) et pour 2008, le chiffre d'affaires a atteint 3,08 milliard de dinars (soit +28,8% par rapport à 2007).

– **Le résultat net**

La lecture du tableau précédent nous montre que l'activité de la SPA DAHLI dégage un bénéfice net en progression continue. La société a réalisé un bénéfice net de 92 311 KDA en 2005, ce dernier a augmenté pour atteindre en 2006 un montant de 102 848 KDA soit une progression de 11,41%.

En 2007 le bénéfice net de la société a enregistré une augmentation significativement importante, le taux d'évolution a touché les 158%. Ainsi, en 2008 le résultat net a connu diminué par rapport à l'année précédente de l'ordre de 44 903 KDA (soit -16,9%).

Le résultat net a atteint entre 2005 et 2008 un taux moyen cumulé de 24,37%.

– **La marge nette**

La marge nette ou rentabilité commerciale est exprimée en pourcentage du chiffre d'affaire, c'est le rapport entre le résultat net est le chiffre d'affaire. Ce ratio a connu une légère diminution en 2006 (4,84%) par rapport à l'exercice 2005 (5%), en 2007 ce même ratio a atteint 11,11% pour atteindre 7,17% en 2008.

Ainsi en 2008 pour chaque dinar supplémentaire du chiffre d'affaire SPA DAHLI gagnait un 7,17 centimes.

– **Le résultat d'exploitation**

Le résultat d'exploitation a connu une diminution de l'ordre de 23,6% en 2006 par rapport à 2005, mais il s'est apprécié significativement en 2007 avec une augmentation de l'ordre de 65%. En 2008 le résultat d'exploitation a baissé significativement, soit une baisse de plus de 94%.

– **la marge d'exploitation**

La marge opérationnelle ou d'exploitation est le rapport entre le résultat d'exploitation est le chiffre d'affaire, elle permet d'apprécier la capacité de l'entreprise à produire de la richesse en tenant compte de son cycle d'exploitation et celui d'investissement. C'est ce que gagne normalement (en dehors de tout événement exceptionnel) l'entreprise par Dinar du chiffre d'affaire avant paiement des intérêts et impôts. Ainsi en 2006, la marge opérationnelle de la SPA DAHLI était de 10,52% alors qu'elle était de 15,87% en 2005, en 2007 ce ratio a augmenté pour atteindre 15,43% et il a connu un fléchissement en 2008 pour atteindre 6,83%, ainsi pour l'année 2008 SPA DAHLI réalise 6,83 centimes pour chaque 1 DA supplémentaire du chiffre d'affaire.

2. Analyse par les ratios

Il existe toute une panoplie de ratios qui permettent d'analyser et d'apprécier la situation financière que représente l'émetteur.

Nous avons jugé utile, de calculer et d'interpréter les principaux ratios présentés dans le tableau qui suit :

Tableau N°17 : ratios clés de la SPA DAHLI

Intitulé	Désignation	2005	2006	2007	2008
Rentabilité économique	RE/CP	3,19%	2,46%	1,36%	4,27%
Rentabilité financière	RN/FP	2,31%	2,32%	2,21%	1,03%
Productivité	VA/CA	68,67%	68,74%	72,96%	71,55%
Point mort en nombre de mois (CA)	$(CA-CE)/CA*12$	0,81	1,03	1,69	0,58
Capacité d'endettement	Dette d'investissement/FP	86,84%	105,08%	23,45%	20,14%
Capacité de remboursement	CAF/DMLT	0,11	0,16	0,17	0,38
Ratio de liquidité	AC/ passif circulant	0,98	0,92	0,96	1,10
Service de la dette	FF/DMLT	4,98%	5,90%	3,99%	7,53%
Poids de l'intérêt	Frais financiers/CA	20,13%	9,98%	11,5%	5,6%
Autonomie financière	FP/Total dette	0,14	0,73	3,37	3,18
Poids de la dette	Dette/total passif	0,87	0,57	0,23	0,23

Source : réalisé par l'étudiant

Avec :

- RE = Résultat d'exploitation ;
- CP = Capitaux permanents ;
- CA = Chiffre d'affaires ;
- CE = Charges d'exploitation ;
- FP = Fonds propres ;
- DMLT = Dettes à moyen et long terme ;
- AC = Actif circulant ;
- DCT = Dettes à court terme (Dettes fournisseurs+ autres dettes à court terme) ;
- FF = Frais financiers ; AN = Actif Net.

- La rentabilité économique

La rentabilité économique est le rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux permanents (Fonds propres et Quasi Fonds Propres + résultat net de l'exercice+ DMLT).

Entre 2005 et 2007 ce ratio a connu une tendance à la baisse, la baisse de ce ratio en 2007 et peut être s'expliquée par l'intégration de l'écart de réévaluation dans les fonds propres, ce qui augmente les capitaux permanents sans impact direct du résultat d'exploitation qui a augmenté en 2007 par rapport à 2006 par l'effet de la croissance des prestations fournies et l'augmentation du taux d'occupation de la Tour ABC (voir tableau N°14).

En 2008 ce ratio a connu une augmentation significative, ce qui est peut-être dû à l'augmentation du résultat de l'exercice 2008.

– **La rentabilité financière**

La rentabilité financière est le rapport entre le résultat net et le total des fonds propres (y compris les quasis fonds propres et le résultat net non distribué sous forme de dividendes).

Entre 2005 et 2007 ce ratio a connu une évolution relativement stable, pour atteindre un niveau de 1,03% en 2008. Son niveau relativement bas ne signifie absolument pas une contre-performance financière de la SPA DAHLI.

– **La productivité**

La productivité de la **SPA DAHLI** est appréciée par le rapport entre la valeur ajoutée et le chiffre d'affaires et qui montre des niveaux supérieurs à 68% en 2005 et 2006 pour atteindre un niveau supérieur à 70% en 2007 et 2008. Cela signifie que la consommation intermédiaire des biens et services liée à l'exploitation constitue moins de 30% du chiffre d'affaires.

– **Capacité d'endettement**

La capacité d'endettement mesure le rapport entre les dettes d'investissement, y compris la dette du terrain (hors partie à court terme) sur les fonds propres (y compris Quasi Fonds propres et résultat net). La norme pour ce ratio est de 100% maximum i.e. 1 DA de dettes pour 1 DA de fonds propres, ou bien une structure des capitaux permanent de 50% en fonds propres et 50% en dettes. Ce ratio a été légèrement dépassé en 2006, mais qui s'est sensiblement amélioré en faveur des fonds propres suite à l'intégration de l'écart de réévaluation dans le fonds social, ce qui offre à la **SPA DAHLI** une capacité supplémentaire d'endettement de 76,55% (100%- 23,45%) des fonds propres et de 79,80% en 2008. De ce fait SPA DAHLI bénéficie d'une capacité d'endettement satisfaisante.

– **Capacité de remboursement**

La capacité de remboursement permet de comparer la capacité d'autofinancement ou le cash-flow (Résultat net + Dotations aux amortissements) par rapport au niveau de l'endettement à long et moyen terme. Pour la SPA DAHLI, ce ratio a connu une augmentation

continue passant de 0,11 en 2005 à 0,17 en 2007 pour enregistrer une augmentation significative en 2008 (soit 0,38).

– **Liquidité générale**

Ce ratio mesure la capacité d'entreprise à honorer ses dettes à court terme, plus le ratio est élevé, plus le risque que l'entreprise rencontre des problèmes de liquidité dans un futur proche est faible. Ainsi, pour la SPA DAHLI ce ratio est proche de 1 pour les exercices 2005, 2006 et 2007 pour atteindre un niveau de 1,10 en 2008 (soit 110%) ce qui signifie que l'actif d'exploitation couvre 110% du passif circulant de ce fait, SPA DAHLI est solvable à court terme.

– **Poids d'intérêt**

Ce ratio a été largement dépassé¹ durant les années 2005, 2006 et 2007, mais durant l'année 2008 ce ratio a baissé significativement pour atteindre 5,6%, ce ratio a connu une baisse significative en 2008, de ce fait, la rentabilité de l'entreprise permet de couvrir les frais financiers.

– **Autonomie financière**

Face à une diminution des fonds propres de la SPA DAHLI engendrée par trois exercices déficitaires des années 2001 (-627 772 494,67 DA), 2002 (-307 299 337,14 DA) et 2003 (-64 200 383,80 DA), les fonds propres représentaient 14% seulement du total passif, mais grâce aux résultats bénéficiaires des années 2004, 2005 (voir tableau N° 18) ce ratio est passé à 73% soit une augmentation de 421% et de 362% entre 2006 et 2007 (soit 3,37) cette hausse importante s'explique par l'augmentation de capital social suite à la réévaluation des actifs comptabilisés au Bilan le 31/12/2006. Ainsi ce ratio passe en 2008 à 3,18 avec une légère diminution par rapport à l'exercice 2007 (-5,64%), au terme de l'exercice 2008 les fonds propres de la SPA DAHLI couvraient 318% des dettes, de ce fait la structure financière présentée par la SPA DAHLI sur les trois derniers exercices est bonne en terme d'importance des fonds propres par rapport aux dettes.

– **le poids de la dette**

Entre 2005 et 2008 ce ratio passe de 87% à 23% c'est-à-dire qu'en 2005 la dette représentait 87% du total du passif ce qui n'est pas vraiment confortable, mais en 2006 ce ratio passe à 57% puis 23% en 2007 et 2008 soit une diminution moyenne cumulée de 28%. De ce fait, les créanciers de la SPA DAHLI sont protégés d'une éventuelle perte en cas de liquidation.

¹ Ce ratio ne doit pas dépasser 3%

Après cette analyse sur la situation financière et d'après les ratios que présente la SPA DAHLI au 31/12/2008 on peut déduire que : SPA DAHLI présente au 31/12/2008 une situation financière saine.

II. Analyse financière de la SPA DAHLI après l'opération de l'emprunt obligataire

Sachant que cette partie n'entre pas dans les procédures d'une émission obligataire, mais elle vient à posteriori, il convient de suivre l'évolution de la santé financière de l'émetteur afin d'apprécier sa capacité à faire face à ces obligations en matière de paiement des intérêts et le remboursement du principal à l'échéance.

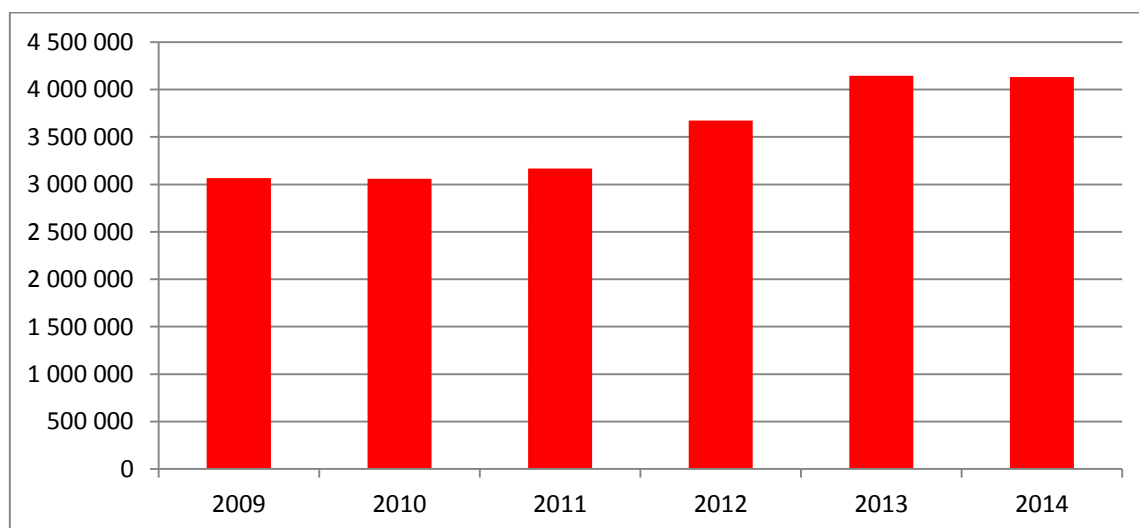
Dans ce qui suit nous allons procéder à l'analyse de la situation financière de la SPA DAHLI durant la période 2009-2015 à partir de l'état des résultats et des ratios. Les informations sont extraites des Bilan, des tableaux des comptes de résultats de l'émetteur.

1. Evolution des résultats de la SPA DAHLI (2009-2014)

L'examen des résultats de l'émetteur vas se basé essentiellement sur les chiffre d'affaires ainsi que les bénéfices nets durant la période citée précédemment.

Le graphe N°10 indique l'évolution du chiffre d'affaires de la SPA DAHLI durant la période 2009-2015.

Graphe N°10 : Evolution du chiffre d'affaire de la SPA DAHLI de 2009-2014 (en KDA)



Source : réalisé par l'étudiant sur la base des tableaux des comptes des résultats.

Pour l'année 2009 la SPA DAHLI affiche un chiffre d'affaires de 3,064 milliards de dinars soit une baisse de 0,48% par rapport à l'année 2008.

En 2010, la SPA DAHLI a réalisé un chiffre d'affaires de 3,060 milliards de dinars soit une baisse de 0.14% par rapport à 2009(-4,3 millions de dinars). Pour les années 2011, 2012 et 2013 le chiffre d'affaires de la SPA DAHLI affiche une tendance à la hausse, celui-ci a

augmenté de 3,5% entre 2011 et 2010 et de 15,9% entre 2012 et 2011 puis de 12,9% entre 2013 et 2012 puis il a baissé de 0,29% entre 2013,2014 soit un taux moyen cumulé de 5,22%.

Dans ce qui suit nous présenterons l'évolution des résultats de la SPA DAHLI :

**Tableau N°18 : principaux indicateurs de l'évolution des résultats de la SPA DAHLI
(en KDA)**

Indicateur	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CA (chiffre d'affaires)	3 064 602	3 060 324	3 167 724	3 671 330	4 144 726	4 132 515
Evolution CA	-0,48%	-0,14%	3,5%	15,9%	12,9%	-0,29%
RN (résultat net)	246 606	280 986	170 056	212 315	190 863	142 105
Evolution RN	11,67%	13,94%	-39,48%	24,84%	-10,1%	-25,5%
RE (résultat d'exploitation)	204 423	396 436	326 906	321 626	301 290	212 610
Evolution RE	-2,9%	93,9%	-17,5%	-1,6%	-6,3%	-29,5%
RN/CA	8,05%	9,18%	5,37%	5,78%	4,60%	3,44%
RE/CA	6,67%	12,95%	10,32%	8,76%	7,27%	5,14%

Source : réalisé par l'étudiant sur la base des états financiers de la SPA DAHLI

– Le résultat net

D'une façon générale l'activité de la SPA DAHLI est bénéficiaire, ainsi en 2009 le bénéfice net de la société a augmenté de 11,67% par rapport à 2008, puis de 13,94% entre 2010 et 2009.

L'an 2011 le résultat net de la société a connu une diminution importante de l'ordre de 110 930 KDA (soit -39,48%) puis ce dernier a enregistré en 2012 une hausse de l'ordre de 24,85% entre 2012 et 2011 pour retrouver encore sa tendance à la baisse en 2013 (-10,1%) et de -25,5% en 2014 (cela est peut-être justifier par le programme d'investissement de la société, notamment le projet ALGER MEDINA dont la réception est prévue pour le premier semestre 2016) ainsi le taux moyen cumulé est de -5%.

– La marge nette

L'entreprise dispose en 2009 d'une marge nette de 8,05% (7,17% en 2008), cet indicateur est passé à 9,18% en 2010, cette tendance à la hausse n'était pas observée durant 2011 jusqu'à 2013, ainsi cet indicateur est passé à 4,60% en 2013, pour passer à 3,44% en 2014 ainsi durant l'année 2014 la SPA DAHLI réalise pour chaque un (01) dinar du chiffre d'affaire un gain de trois (03) centimes.

– **La marge opérationnelle**

Cet indicateur est passé de 6,83% en 2008 à 6,67% en 2009 et puis a 12,95% en 2010 pour connaître une baisse pour les années qui suit et atteindre 7,27%. La marge opérationnelle mesure ce que gagne la société par chaque dinar du chiffre d'affaires avant paiement des intérêts et impôts, ainsi pour l'année 2013 la SPA DAHLI réalise un gain de 7,27 centimes pour chaque dinar du chiffre d'affaires et en 2014 elle réalisait un gain de 5,14 centimes pour chaque un dinars de chiffre d'affaires.

2. Analyse et interprétation des autres indicateurs financiers de la SPA DAHLI

Pour l'analyse par les ratios, nous présenterons dans un premier point, dans le tableau ci-après les différents ratios calculés entre 2008 et 2014 et dans un deuxième point, l'interprétation des ratios calculés.

Tableau N°19 : ratios déterminant l'évolution de la situation financière de la SPA DAHLI

intitulé	Désignation	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Levier	DMLT/FP	0,32	0,24	0,25	0,27	0,31	0,32
Capacité de remboursement en nombre d'années	DMLT/CAF	4,56	3,47	3,6	3,56	3,80	3,81
Service de la dette	FF/DMLT	1,97%	1,58%	2,06%	1,53%	1,18%	0,7%
Poids d'intérêt	FF/ CA	4,49%	2,87%	3,60%	2,51%	1,99%	1,26%
Autonomie financière	FP/Total dette	3,09	3,96	2,52	2,27	2,22	3,13
Poids de la dette	Dette/Total passif	0,28	0,28	0,28	0,31	0,31	0,32
Liquidité	Actif circulant/passif circulant	2,41	1,08	0,87	0,97	1,30	1,25
Solvabilité court terme	à Disponibilité/dettes à court terme	1,25	0,72	0,32	0,42	0,77	0,48

Source : fait sur la base des états financiers de la SPA DAHLI

– **Le levier**

L'importance des fonds propres de SPA DAHLI, due essentiellement à l'intégration de l'écart de réévaluation des actifs et au réinvestissement systématique du résultat, lui procure

une capacité d'endettement confortable. En effet, le niveau de l'endettement est loin d'atteindre les 100% des fonds propres. La dette est même inférieure à 1/3 des fonds propres dès 2009 pour ne constituer que 32% des fonds propres en 2014.

– **Capacité de remboursement**

En matière de capacité de remboursement, les cash-flows des projets financés par l'essentiel de la dette ne commence à se générer qu'à partir de 2010, de ce fait, la capacité de remboursement de l'entreprise en 2009 est de 4,56 ans des cash-flows, avant de se renforcer dès 2010 à des niveaux inférieurs à trois (4) ans en 2011 jusqu'à 2014.

– **Poids d'intérêt**

Alors que ce ratio était relativement élevé durant les années 2005-2008 (voir tableau N°19) ce qui n'était pas confortable, mais à partir de l'année 2009 ce ratio est conforme à la norme qui de 3%.

– **L'autonomie financière**

La lecture du tableau nous montre que l'autonomie financière de la SPA DAHLI est plus qu'assurée. En 2009 le ratio fonds propres/dettes à long terme était supérieur à 3 puis ce dernier a augmenté en 2010 pour atteindre 3,96 (les fonds propre représente 4 fois les dettes). Ainsi la structure financière présentée par la SPA DAHLI durant toute la période qui a suivi l'opération de l'emprunt obligataire est bonne en terme d'importance des fonds propres de la société ce qui reflète l'engagement des actionnaires de la société.

– **Poids de la dette**

Durant les années 2009 jusqu'à 2011 ce ratio est resté stable, les dettes représentaient 28% seulement du total passif, puis ce ratio a augmenté légèrement pour atteindre 31% en 2012, 2013, et 32% en 2014, de ce fait les créanciers de la SPA DAHLI sont toujours protégés contre une éventuelle perte en cas de liquidation.

– **Liquidité générale**

Comme on l'a déjà vu ce ratio mesure la possibilité pour une entreprise grâce à ses actifs à moins d'un an de faire face à ses dettes à court terme. Dans le cas de la SPA DAHLI ce ratio est passé de 2,41 en 2009 (l'actif circulant couvre plus de deux fois les dettes à court terme) à 1,08 en 2010 et atteint 0,87 en 2011 pour connaître une légère augmentation en 2012 puis il a atteint un niveau plus que confortable en 2014 (soit 1,25).

– **Liquidité immédiate**

La liquidité immédiate ou solvabilité à court terme mesure la capacité de l'entreprise à faire face à ses dettes à court terme en utilisant les disponibilités, pour la SPA DAHLI ce ratio était de 1,25 en 2009 (les disponibilités couvrent 125% des dettes à court terme) pour

connaître un fléchissement durant 2010, 2011, 2012 et il a atteint en 2013 un niveau de 0,77 et 0,48 en 2014 ce qui toujours très confortable. La diminution de ce ratio durant les années qui ont suivies l'opération de l'emprunt est peut être justifiée par le paiement des intérêts sur l'emprunt obligataire (la date de jouissance des titres est fixée pour le 11 janvier 2010) et les autre dettes déjà contracter pas l'émetteur.

En somme, l'équilibre et la santé financière de la SPA DAHLI se maintient encore et la SPA DAHLI présente toute au long de la période de l'emprunt une situation financière excellente, de plus d'après les ratios calculés ci-dessus, notamment le levier, la capacité de remboursement, l'autonomie financière et la liquidité, la SPA DAHLI est en dessus des normes.

La SPA DAHLI a honoré ses engagement vis-à-vis ses créanciers et il a remboursé l'emprunt à la date prévue à savoir le 11 janvier 2016.

Le tableau qui suit a pour objet de présenter l'échéancier de remboursement de l'emprunt

Tableau N°20 : Echancier de remboursement de l'emprunt de la SPA DAHLI

Ballon (in fine) Echéance 11 janvier 2016				
Montant de l'emprunt : 8.300.000.000 DA				
Montant levé : 2.360.140.000DA				
Date	Restant dû	Intérêt	Amortissement	Annuité
11/01/2010	2.360.140.000	94.405.600		94.405.600
11/01/2011	2.360.140.000	100.305.950		100.305.950
11/01/2012	2.360.140.000	112.106.650		112.106.650
11/01/2013	2.360.140.000	123.907.350		123.907.350
11/01/2014	2.360.140.000	135.708.050		135.708.050
11/01/2015	2.360.140.000	147.508.750		147.508.750
11/01/2016	2.360.140.000	159.309.450	2.360.140.000	2.519.449.450

Source : fait par l'étudiant

Le remboursement du capital s'est effectué à la date d'échéance, comme prévu au préalable et dans les conditions posées dans la notice d'information. Quant aux coupons, ils ont été payés le 11 janvier de chaque année.

Conclusion

Le dernier chapitre 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, et les nouvelles orientations des pouvoirs publics notamment celles qui sont relatives à la substitution des ressources budgétaires par les ressources du marché. L'emprunt obligataire devient une véritable opportunité pour répondre aux besoins de financement.

Ces dernières années le marché obligataire algérien a connu plusieurs opérations d'emprunts. Il a atteint en un laps de temps très court un encours de 172 Milliards de dinars en 2015. 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 96 milliards de dinars ont pu être levés auprès du grand public. SONELGAZ occupe une bonne partie de ce segment avec 45,9 Milliards levés auprès du Grand Public.

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 un taux de coupon progressif pour ne pas sanctionner les souscripteurs, toutefois SPA DAHLI n'a levé que 30% du montant souhaité.

Le choix de ce mode de financement pour l'entreprise en question a été dicté par l'importance des fonds dont elle a besoin pour son investissement. De plus, l'emprunt a permis à la société de se procurer des fonds à des conditions plus avantageuses et sans avoir à redouter un bouleversement de son actionnariat.

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.

Conclusion Générale

Ce travail tente de cerner le rôle et la place qu'occupe le marché financier algérien notamment le compartiment obligataire dans le financement des entreprises. Une démarche à la fois descriptive et analytique a été mobilisée pour appréhender le rôle et l'état des lieux du marché obligataire algérien dans son ensemble et en prenant le cas d'une entreprise qui a fait recours au marché obligataire pour le financement de ses investissements.

Le choix de ce sujet n'a pas été fortuit. Le fait de considérer les nouvelles orientations des pouvoirs publics, notamment celles qui sont relatives à la diversification du financement de l'économie en substituant les ressources budgétaires par les ressources du marché, 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 économie, 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 économie 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.

Le marché obligataire algérien occupe aujourd'hui une place non négligeable dans le financement des entreprises et de l'Etat, et l'opération lancée par ce dernier en ce mois d'avril 2016 dévoile la place qu'occupe le marché obligataire dans le financement de l'économie. Ainsi, nous nous sommes intéressés au financement des entreprises algériennes par le biais du marché obligataire, en essayant de répondre à notre problématique générale qui est « *quelles sont les avantages qu'offre ce mode de financement pour les entreprises algériennes ?* ».

En effet, le recours à l'emprunt obligataire permet de mettre à la disposition de l'entreprise des fonds importants sur une longue période avec un coût moins élevé par rapport aux autres sources de financement notamment le crédit bancaire, ainsi le marché obligataire permet aux entreprises de diversifier ses sources de financement et permet un financement sain de l'économie. De plus une émission obligataire peut apporter à l'émetteur l'opportunité d'ajouter certaines caractéristiques spécifiques à la dette, et comme toutes les autres dettes l'emprunt obligataire permet à l'entreprise de déduire fiscalement les intérêts payés.

D'autre part, pour les porteurs des obligations les intérêts et les plus-values de cession sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG).

Les effets de la mondialisation et l'accroissement de la concurrence au niveau national et international, obligent toute entreprise d'aller chercher les moyens et facteurs susceptibles de lui procurer d'avantages de disposition à résister voir même dépasser ses concurrents.

Outre les ressources matérielles et humaines, l'entreprise doit disposer des ressources financières nécessaires, pour le financement de son développement et de faire face à ses engagements vis-à-vis des différentes parties prenantes.

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.

Certainement la banque représente une source de financement inéluctable et très importante, cependant l'entreprise ne peut se financer uniquement par le crédit, ainsi au-delà d'un certain niveau d'endettement les banques n'acceptent plus de prêter. De ce fait, les entreprises doivent trouver des moyens de financement directs, des financements qui 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. C'est dans ce cadre que nous nous sommes interrogés sur la nature des entreprises qui peuvent avoir accès à l'emprunt obligataire en Algérie et les critères d'éligibilités requises pour accéder à ce mode de financement.

Le marché financier Algérien a connu ces dernières années plusieurs opportunités de développement, porté notamment par le processus de privatisation des entreprises publiques, de ce fait, nous nous sommes posés la question sur la situation actuelle du marché obligataire et sur la place qu'occupe ce dernier dans le financement des entreprises.

Par ailleurs, le contexte macro-économique actuel se caractérise par une diminution considérable des réserves de change due principalement à la baisse des prix des hydrocarbures oblige l'Etat Algérien de recourir à l'endettement pour combler le déficit budgétaire de l'Etat, et cela ne peut se faire sans un marché financier développer, ainsi nous nous sommes interrogés sur les contraintes qui font face au développement de l'emprunt obligataire en Algérie.

Pour ce faire, nous avons divisé notre travail en trois chapitres, dans le premier chapitre nous avons essayé de cerner au mieux les différentes sources de financement auxquelles

l'entreprise peut avoir accès, le deuxième dans lequel nous avons présenté l'emprunt obligataire, ainsi que le cadre théorique et technique relatif à l'emprunt obligataire et les processus d'émission et d'admission en bourse des obligations dans le contexte algérien.

Quant au troisième chapitre, qui représente notre étude de cas, il est principalement réservé à la présentation du marché obligataire Algérien, ainsi qu'un état des lieux sur l'activité obligataire en Algérie depuis la création d'un marché financier Algérien jusqu'à nos jours, de plus nous avons traité un cas d'une entreprise privée à savoir la SPA DAHLI qui a fait recours au marché obligataire pour lever les fonds nécessaires au financement de ses investissements.

Notre stage pratique auprès de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse nous a permis de collecter les informations nécessaires pour répondre à nos interrogations.

A la lumière de l'analyse effectuée, nous pouvons, donc confirmer notre première hypothèse qui stipule que l'emprunt obligataire permet à l'entreprise de se procurer une masse des capitaux importante et sans avoir à redouter un bouleversement de son actionnariat, en effet une émission obligataire s'avère la technique la plus appropriée si l'entreprise désire lever un montant important pour une longue durée et cela sans modifier la répartition du pouvoir au sein de l'entreprise, ainsi dans tous les cas l'obligataire reste un créancier de l'entreprise.

Ainsi, nous pouvons aussi confirmer notre deuxième hypothèse qui stipule que l'entreprise peut faire recours à des capitaux internes et externes pour son financement, ainsi l'entreprise peut se financer par autofinancement (financement interne) ou bien en faisant appel à des capitaux d'origine externes à savoir le crédit bancaire, les actionnaires et les sociétés de capital-investissement.

Or, nous pouvons confirmer notre troisième hypothèse qui stipule que le marché obligataire algérien est réservé aux grandes entreprises, ainsi l'absence d'un compartiment pour les petites et moyennes entreprises sur le marché obligataire Algérien qui permettrait aux PME de se procurer les capitaux nécessaires à leur développement, à cet égard, l'exemple du marché financier français est assez édifiant car l'introduction de ces différents compartiments à partir des années 80 a véritablement amplifié son essor.

Ainsi, nous pouvons confirmer notre quatrième hypothèse qui suppose que le marché obligataire Algérien notamment le marché secondaire est dominé par les valeurs du trésor, car

la situation actuelle du marché obligataire témoigne de l'inexistence d'aucune obligation cotée sur le marché secondaire corporatif.

Toutefois, les difficultés rencontrées lors de la réalisation de notre travail notamment la confidentialité et la difficulté d'accéder aux données chez les entreprises émettrices et la contrainte du temps qui ont entravés la bonne marche de notre étude.

Ainsi, nous proposons comme de nouveaux axes de recherche les sujets suivants : Etude de comportement des actions cotées à la bourse d'Alger, et une étude quantitative basée sur des modèles mathématiques et économétriques.

Bibliographie

Bibliographie

I) Ouvrages

- A. CHOINEL, G.ROUYER, «*Le marché financier : structures et acteurs*», Ed. Banque Editeur, Paris0, 1999.
- A. CHOINEL, G.ROUYER,« *Le marché financier : structures et acteurs* »,Ed. Banque Editeur , Paris,1993
- A.DAMODARAN, «*finance d'entreprise, théorie et pratique* », Ed, De Boeck, Bruxelles, 2007.
- A.SERRE, S.CARNOT, «*capitaux permanents et marché financier*», Ed, PUF, Paris, 1977.
- E. COHEN, « *Gestion financière de l'entreprise et développement financier* », Ed EDICEF/AUPELF, 1991.
- G. DEFOSSE et P. BALLEY, « *Les valeurs mobilières* », Ed. PUF, 1987.
- G.KOLIFRATH, T.JORNEL, « *Marchés monétaire et obligataire* »tome 2, Ed.Revue Banque, Paris, 2003.
- H. TASSIN, «*Connaitre les obligations* », Ed, Le journal des finances, paris.1997.
- J. ANTOINE et M.C. CAPIAUHUART, « *Titres et bourse*», Ed. De Boeck, Paris, 1999.
- J.BERK, P.DE MARZO, « *finance d'entreprise* » Ed, Nouveaux Horizons, Paris, 2010.
- J.P. BOUERE, « *Titres et emprunts obligataires* », Banque édition, Paris, 1998.
- J.TEULIE, P.TOPACALIAN, « *Finance* », Ed. Vuibert, Paris, 1997.
- K.BENNANI, J.C.BERTRAND, « *les obligation à taux variable* », Ed, Economica, paris, 1998.
- K.CHEHRIT, « *techniques et pratiques bancaires*», Ed, GAL, Alger, 2003.
- K.E.BOUATOUATA « *le capital investissement, enjeux et perspectives* », Ed,GAL, Alger, 2005.
- L. GITMAN, « *Investissement et marché financier* », 9ème éd, Ed. Pearson, Paris, 2005.
- LUC BERNET-ROLLANDE, « *principes des technique bancaire* » Ed, Dunod, paris, 2008.
- M.DEBEAUVAIS, M.MAINA, « *La gestion obligataire* », Ed, La revue banque, paris, 2001.
- M.MANSOURI, « *la bourse des valeurs mobilières d'Alger* », Ed, Houma, Alger, 2005.
- P.BARNETO, G.GREGORIO, « *Finance-Manuel et application* », Ed, Dunod, paris, 2009.

P.VERNIMMEN, «*finance d'entreprise* », Ed, Dalloz, Paris, 2000.

R.FERRANDIER, V.KOEN, «*Marché des capitaux et techniques financières*», Ed, Economica, Paris, 2002.

II. Article

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

III. Mémoires et thèses soutenus

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

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

IV. Textes officiels et réglementaires

Article 715 bis 30 du code de commerce

Article 715 bis 81 du code de commerce

Article 715 bis 88 du code de commerce.

Article 715 bis 102 du code de commerce.

Article 715 bis 82 du code de commerce.

Article 698 du code de commerce.

Article 705 du code de commerce.

Article 696 du code de commerce

Article 691 du code de commerce.

Article 692 du code de commerce.

Article 698 du code de commerce.

Article 699 du code de commerce.

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.

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 titres »,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.

Sites internet

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

www.sgbv.org

www.cosob.org

Table des matières :

Dédicace

Remerciement

Sommaire.....I

Liste des tableaux.....II

Liste des figures et graphes.....III

Liste des abréviations.....IV-V

Liste des annexes.....VI

Introduction générale.....ABC

Chapitre I: l'entreprise et le choix de financement.....01

Introduction.....01

Section 01 : le financement par fonds propres.....02

I. Le financement par fonds propres pour les entreprises non cotées.... 02

1. L'autofinancement.....02

1.2.Avantages et inconvénients de l'autofinancement.....03

2. La richesse des actionnaires.....03

3. Le capital investissement (capital-risque).....04

3.1.Les différentes formes d'intervention du capital investissement.....05

3.2.Avantage du capital investissement.....07

Section 02 : Le financement indirect : le crédit bancaire08

I. Le financement des investissements.....08

1. Les crédits à long terme.....09

2. Les crédits à moyen terme.....09

II. Le crédit-Bail.....09

1. Caractéristiques d'un crédit-Bail.....10

2. Mécanisme d'un crédit-Bail.....10

3. Avantages et inconvénients d'un crédit-Bail.....10

Section 3 : Le financement direct : le marché financier.....11

I. Définition du marché financier11

II. Le financement des entreprises par le recours au marché financier.....	13
1. Le passage d'une entreprise non cotée à une entreprise cotée : l'introduction en bourse.....	14
1.1.Enjeux d'une introduction en bourse.....	14
1.2.L'arbitrage : devenir une entreprise cotée ou rester une entreprise non cotée.....	14
1.3.Processus d'introduction en bourse.....	15
1.3.1. Choix de la banque introductrice.....	15
1.3.2. Evaluation de l'entreprise.....	15
1.3.3. Choix de la garantie.....	16
1.4.Procédure d'introduction en bourse.....	16
1.4.1. La procédure d'offre publique de vente à prix minimal.....	17
1.4.2. La procédure d'offre publique de vente à prix fixe.....	17
1.4.3. La procédure ordinaire.....	17
1.5.Condition d'introduction en bourse.....	17
1.5.1. Les conditions édictées par la réglementation en vigueur.....	17
1.5.2. Les conditions relatives au marché.....	18
II. La gamme des choix disponibles pour une entreprise cotée.....	19
1. L'augmentation de capital en numéraire.....	19
2. L'impact pour les actionnaires actuels.....	21
2.1.La dilution.....	21
2.2.Notion de droit préférentiel de souscription.....	21
3. Aspect technique de l'augmentation de capital par appel au marché financier.....	21
3.1.Le montant de l'augmentation de capital.....	22
3.2.Prix d'émission.....	22
3.3.Jouissance des actions nouvelles.....	23
3.4.Libération des actions nouvelles.....	23
3.5.Constitution d'un syndicat bancaire.....	23
4. Autres formes d'augmentation de capital.....	24
4.1.L'augmentation de capital par incorporation des réserves.....	24
4.2.L'augmentation de capital par apport en nature.....	25
4.3.L'augmentation de capital par conversion d'obligations en actions.....	25
5. Le cadre juridique de l'augmentation de capital.....	25
Conclusion.....	27
<u>Chapitre II</u> : Le financement par l'emprunt obligataire.....	28

Introduction.....	28
Section01 : Aspect théorique de l’emprunt obligataire.....	29
I. Définition de l’emprunt obligataire	29
1. Le recours à l’emprunt obligataire.....	29
2. L’obligation et la notion de valeur mobilière.....	31
3.1.Définition de l’obligation.....	31
3.2.Les obligations et les autres valeurs mobilière.....	31
3.2.1. Obligation versus action.....	31
3.2.2. Les obligations versus TCN.....	32
4. Les formes des obligations.....	32
5. Les garanties.....	33
II. Type des obligations.....	33
1. Classement des obligations selon le taux d’intérêt.....	34
1.1.Les obligations à taux fixe.....	34
1.2.Les obligations à taux variable.....	34
2. Classement des obligations par nature.....	34
2.1.Les obligations privées (corporatives).....	34
2.1.1. Les obligations optionnelles.....	34
2.1.1.1.Les obligations échangeables.....	35
2.1.1.2.Les obligations convertibles en actions.....	35
2.1.1.3.Les obligations à bon de souscription.....	35
2.1.2. Les obligations à fenêtre.....	35
2.1.3. Les obligations à coupon zéro.....	35
2.1.4. Les obligations subordonnées à durée indéterminée.....	35
2.2.Les obligations d’Etat.....	36
2.2.1. Les bons du trésor.....	36
2.2.2. Les obligations assimilables du trésor (OAT).....	36
III. Caractéristiques des obligations.....	36
1. les valeurs des obligations.....	36
1.1.La valeur nominale ou faciale.....	36
1.2.Le prix d’émission.....	37
1.3.Le prix de remboursement.....	37
2. Rémunération des obligations.....	37
2.1.Le taux nominal.....	37
2.2.Le taux de rendement réel.....	38

2.3.Le taux de rendement courant.....	38
2.4.Le taux actuariel.....	38
3. Remboursement des obligations.....	38
3.1.Le remboursement à échéance ou in fine.....	38
3.2.Le remboursement par amortissement constant.....	38
3.3.Le remboursement par annuités constantes.....	39
3.4.Autres formes de remboursement des obligations.....	39
3.4.1. Le remboursement anticipé.....	39
3.4.2. Le remboursement par rachat en bourse.....	39
<u>Section0 2 : Cotation, évaluation et risques liés aux obligations.....</u>	40
I. La notion de la cotation.....	40
1. Les techniques de cotation.....	40
1.1.La cotation en continue.....	40
1.2.La cotation au fixing.....	40
2. La cotation d'une obligation.....	41
2.1.Le coupon couru.....	41
II. Evaluation des obligations.....	41
1. L'évaluation des obligations couponnées.....	42
1.1.La rentabilité d'une obligation.....	42
1.1.1. Le taux de rendement actuariel d'une obligation	42
1.1.1.1.Le taux de rendement actuariel à l'émission.....	42
1.1.1.2.le taux de rendement actuariel sur le marché secondaire.....	43
1.2.Le prix d'une obligation	43
2. Dynamique du prix de l'obligation.....	43
2.1.Evolution du prix en fonction du taux d'intérêt.....	44
2.2.L'influence de la taille du coupon.....	45
III. Risques liés au placement obligataire.....	46
1. Les risques spécifiques des placements obligataires.....	46
1.1.Le risque de défaut.....	46
1.2.Le risque de remboursement anticipé au gré de l'émetteur.....	46
1.3.Le risque de liquidité.....	47
2. Les risques systémiques des placements obligataires.....	47
2.1.Le risque de taux d'intérêt.....	47
2.2.Le risque de change.....	47
3. Mesure du risque de crédit et de taux d'intérêt.....	47
3.1.Mesure du risque de crédit.....	47
3.1.1. le rating du crédit.....	47
3.2.Les outils de mesure du risque de taux.....	48
3.2.1. La duration.....	48
3.2.2. La sensibilité.....	49
3.2.3. La convexité.....	49

Section 03 : Emission et introduction en bourse des obligations.....	50
I. Le processus d'émission obligataire.....	50
1. Le montage juridique de l'opération.....	50
1.1. Les conditions relatives aux sociétés commerciales.....	50
1.2. Autorisation propre à l'émission.....	50
2. Le montage financier.....	51
3. Emission avec appel public à l'épargne	51
3.1. Notion de l'appel public à l'épargne.....	52
3.1.1. La diffusion des titres	52
3.1.2. La cotation.....	52
3.1.3. Le recours à des intermédiaires financiers et à la publicité.....	52
3.1.4. Le recours au démarchage.....	53
4. Emission privée ou institutionnelle.....	53
5. La désignation d'une banque chef de file.....	53
6. La notice d'information.....	54
7. Le prospectus d'émission.....	55
8. Démarche auprès de la COSOB.....	55
8.1. Le dépôt du projet de la notice d'information.....	55
8.2. L'examen du projet de la notice d'information par la commission.....	56
9. Inscription de l'emprunt dépositaire central des titres (Algérie clearing).....	56
10. Le lancement de l'emprunt.....	56
10.1. La campagne marketing.....	56
10.2. Le placement des titres.....	57
10.3. Divulgateion des résultats et dénouement de l'opération.....	57
II. Les techniques d'émission des obligations.....	57
1. L'adjudication.....	57
1.1. Adjudication à la française.....	57
1.2. Adjudication à la hollandaise.....	57
2. La syndication.....	58
3. L'assimilation.....	58
III. Introduction et admission des obligations en bourse	58
1. Admission des obligations aux négociations de bourse.....	58
2. Le coût d'une introduction en bourse.....	60
Conclusion.....	62
Chapitre 03 : L'emprunt obligataire en Algérie (cas SPA DAHLI).....	63
Introduction.....	63
Section 01 : Etat des lieux de l'activité obligataire en Algérie.....	64
I. Création et intervenants sur le marché financier algérien.....	64
1. Création du marché financier algérien.....	64
1.1. Chronique de la mise en place d'un marché financier algérien.....	64
2. Les intervenants du marché.....	66

2.1. L'autorité du marché financier : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)	66
2.2. Les entreprises du marché.....	69
2.2.1. La Société de la Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV).....	69
2.2.2. Le dépositaire central des titres (Algérie clearing).....	70
2.3. Les professionnels du marché.....	71
2.3.1. Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB).....	71
2.3.2. Les teneurs de comptes-conservateurs des titres (TCC).....	71
II. Présentation du marché obligataire corporatif.....	72
1. Les émetteurs sur le marché obligataire corporatif.....	72
2. Evolution historique des émissions sur le marché corporatif..	75
3. Situation actuelle du marché obligataire corporatif	77
III. Les titres émis par l'Etat.....	78
1. Marché Blocs obligations assimilables du trésor.....	78
2. Cas de l'emprunt national pour la croissance économique.....	80
2.1. Caractéristiques de l'emprunt national	81
2.2. Objectifs de l'emprunt.....	82
IV. Les contraintes de développement du marché financier Algérien.....	83
1. Les contraintes liées à l'environnement.....	83
1.1. La privatisation des entreprises publiques se fait hors le marché financier.....	83
1.2. Une liquidité qui s'oriente vers le secteur informel.....	83
1.3. Les attitudes d'ordre culturel.....	84
2. Les contraintes spécifiques au marché financier lui-même.....	84
Section 02 : L'emprunt obligataire de la SPA DAHLI	86
I. Informations concernant l'émetteur et son activité.....	86
1. Caractéristiques essentielles de l'activité de la SPA DAHLI.....	87
1.1. L'Hôtel HILTON	87
1.2. Algeria Business Center.....	87
1.3. Concurrence et facteurs de risque.....	87
II. Etude de l'emprunt obligataire de la SPA DAHLI.....	88
1. Caractéristique de l'emprunt.....	88
2. Coûts relatifs à l'opération de l'emprunt obligataire.....	91
3. Le produit net de l'émission.....	91
4. Les garanties adossées à l'emprunt obligataire.....	91
5. La masse des obligataires.....	93
Section 03 : analyse de la situation financière de l'émetteur.....	94
I. Analyse financière de la SPA DAHLI avant la période de l'emprunt.....	94
1. L'évolution des résultats de la SPA DAHLI.....	95
2. Analyse par les ratios.....	96
II. Analyse financière de la SPA DAHLI après l'opération de l'emprunt obligataire.....	100
1. Evolution des résultats de la SPA DAHLI (2009-2014).....	100
2. Analyse et interprétation des autres indicateurs financiers de la SPA DAHLI.....	102

Conclusion.....	105
Conclusion générale.....	106
Bibliographie.....	110
Annexes.....	114

Annexes