

L'expérience tunisienne en matière de marchés obligataires

Libreville février 2008

Présenté par Férid El Kobbi
Membre Permanent au collège
Du Conseil du Marché Financier

TUNISIE

- I. Le marché de la dette de l'État**
- II. Le marché de la dette privée**

I. Le marché de la dette de l'État

Bref rappel historique

- 1. Le marché des émissions avant la réforme
 - Avant 1989 : Bons d'équipement avec souscription obligatoire par les banques et les compagnies d'assurances
 - En 1989 : Bons du trésor cessibles de 13 semaines à 7 ans
 - Émission par adjudication hebdomadaire (sur les taux),
 - participations réservées aux banques
 - En 1994 émission BTNB(Bons du trésor Négociable en Bourse)
 - Réservés aux intermédiaires en bourse
 - Admission à la cote de la bourse

Marché des émissions de la dette de l'État

Les raisons de la réforme

- Les bons du Trésor (ancienne formule) n'ont pas favorisé le développement d'un marché secondaire de la dette publique
- Causes:
 - Le nombre de lignes relativement élevés (Absence d'assimilation) et l'absence des SVT chargés d'animer le marché de la dette.
 - L'existence des contrats de liquidité selon lesquels les banques s'engagent à racheter les bons vendus à leurs clients à première demande au prix initial, (support pour rémunérer les dépôts à vue)
 - Absence d'un système centralisé de règlement livraison des titres auprès d'un dépositaire central

Marché des émissions de la dette de l'État

La réforme de 1997

- **Création des BTA (Bons du Trésor Assimilables) et de BTCT (Bons du Trésor à Court Terme) et mise en place d'un groupe de SVT (intermédiaires en bourse), chargés d'animer le marché de la dette publique**
- **Caractéristiques des Bons du Trésor Assimilables: Émis mensuellement, par voie d'adjudication pour un nominal de 1000DT, pour une durée égale ou supérieure à 2 ans à un taux d'intérêt fixe payable annuellement à terme échu et remboursable in fine**
- **Caractéristiques des Bons du Trésor A court Terme: Émis chaque semaine par voie d'adjudication pour un nominal de 1000 DT, pour une durée de 13, 26 et 52 semaines, remboursés en une seule fois et les intérêts y afférents sont payés à l'émission (précomptés).**

Marché des émissions de la dette de l'État

Évaluation de la réforme et ajustement

Cette expérience n'a pas été au niveau des attentes escompté.

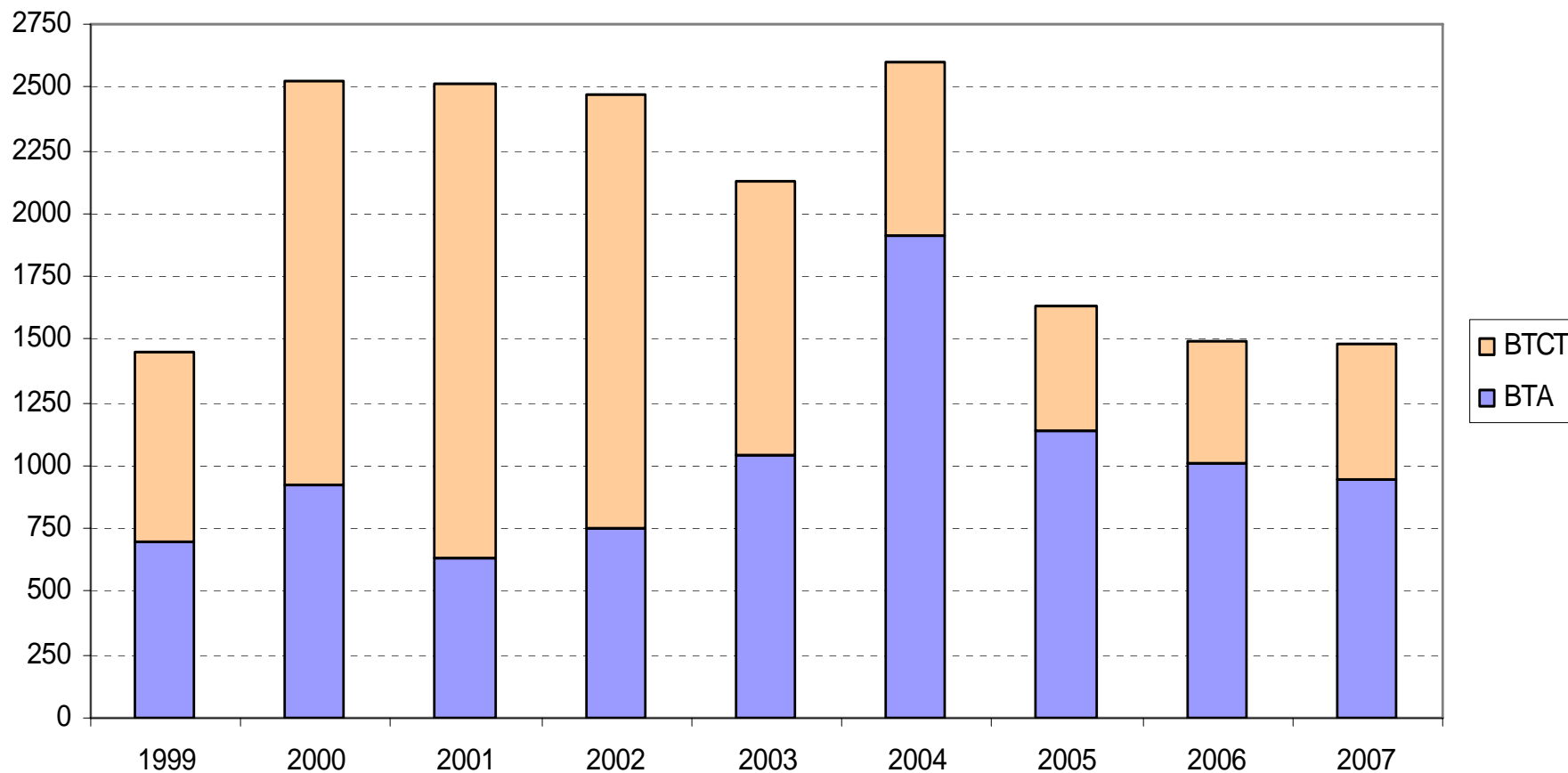
Causes: Le monopole de la participation aux adjudications a été accordé aux seuls intermédiaires en bourse (SVT). Les banques, qui disposaient d'une assise financière plus importante, ont été écartées.

Ajustement : Les banques ont été intégrées plus tard en les autorisant à intervenir sur le marché des titres publics (primaire et secondaire)

Marché des émissions de la dette de l'État *La situation aujourd'hui*

- Le nombre d'intervenants sur le marché de la dette de l'État s'élève à 1 intermédiaire en bourse et 12 banques, contre 10 intermédiaires en bourse lors du démarrage de l'activité en 1997.
- Il y a eu création en 2006 des Bons du Trésor zéro coupon pour favoriser le lancement de produits garantissant le remboursement du capital et un minimum de rendement.
- Quelques chiffres:
 - Encours des BTA : 3 500 M€ dont 150 M€ des BT Zéro coupon
 - Encours des BTCT : 320 M€

Évolution des émissions des bons du Trésor (En MDT)



Marché des émissions de la dette de l'État *Le marché secondaire*

Marché inactif, malgré les conditions imposées par le cahier des charges.

Obligation de cotation permanente valant engagement d'achat ou de vente pour tout montant inférieur ou égal à 20 000 dinars (12 m €)

Pour les montants supérieurs à 20 000 dinars: au cas par cas - obligation de faire un prix à toute demande d'achat ou de vente

Obligation pour chaque intervenant de traiter 4% au moins du montant global des transactions.

Marché des émissions de la dette de l'État *Causes de l'inertie du marché secondaire*

L'essentiel des transactions se font de gré à gré entre différentes entités d'un même groupe financier : de simples mouvements de compte à compte de nature comptable.

Des transactions banque –client déconnectées de toute logique du marché.

Ces transactions ne sont rapportées à aucune autorité.

Absence d'une courbe des taux : points de repère.

Transactions sur la bourse (BTA) en 2007 = 42M €, soit 8% du montal total des transactions et ne représentent que 1,22% de l'encours total.

Marché des émissions de la dette de l'État

Transparence des transactions sur les BTA

Nécessité de la transparence de l'ensemble des transactions sur les instruments de la dette de l'Etat

Aujourd'hui, il y a une réflexion pour l'instauration d'un cadre institutionnel et d'un manuel de procédures pour le contrôle du marché.

Pension livrée: cadre juridique existant. Peu d'opérations à ce jour.

Marché des émissions de la dette de l'État

La courbe des taux

- Pour favoriser l'émergence d'un référentiel de prix, le CMF a entrepris avec les différents intervenants une réflexion pour la construction d'une courbe des taux en l'absence d'un marché secondaire de la dette publique.
- Cette courbe servirait à valoriser les titres de créances dans les portefeuilles des OPCVM selon la valeur actuelle au lieu de la valeur historique d'acquisition.
- La courbe des taux est fondée sur les prix des adjudications des BTA/BTC

Marché des émissions de la dette de l'État

La courbe des taux

L'application de la méthode actuarielle se traduira par:

- **Une variation des valeurs liquidatives au moment de changement;**
- **Une évolution des valeurs liquidatives en fonction de la variation des taux d'intérêt sur le marché.**

Cette nouvelle méthode va rendre les VL volatiles, ce qui n'est pas habituel chez les OPCVM obligataires.

Actuellement, la place est en phase de test: La courbe des taux est diffusée quotidiennement sur le site web du CMF, et les OPCVM communiquent au CMF aussi bien la VL calculée classiquement selon le coût d'acquisition et la VL calculée selon la courbe des taux.

II. Le marché de la dette privée

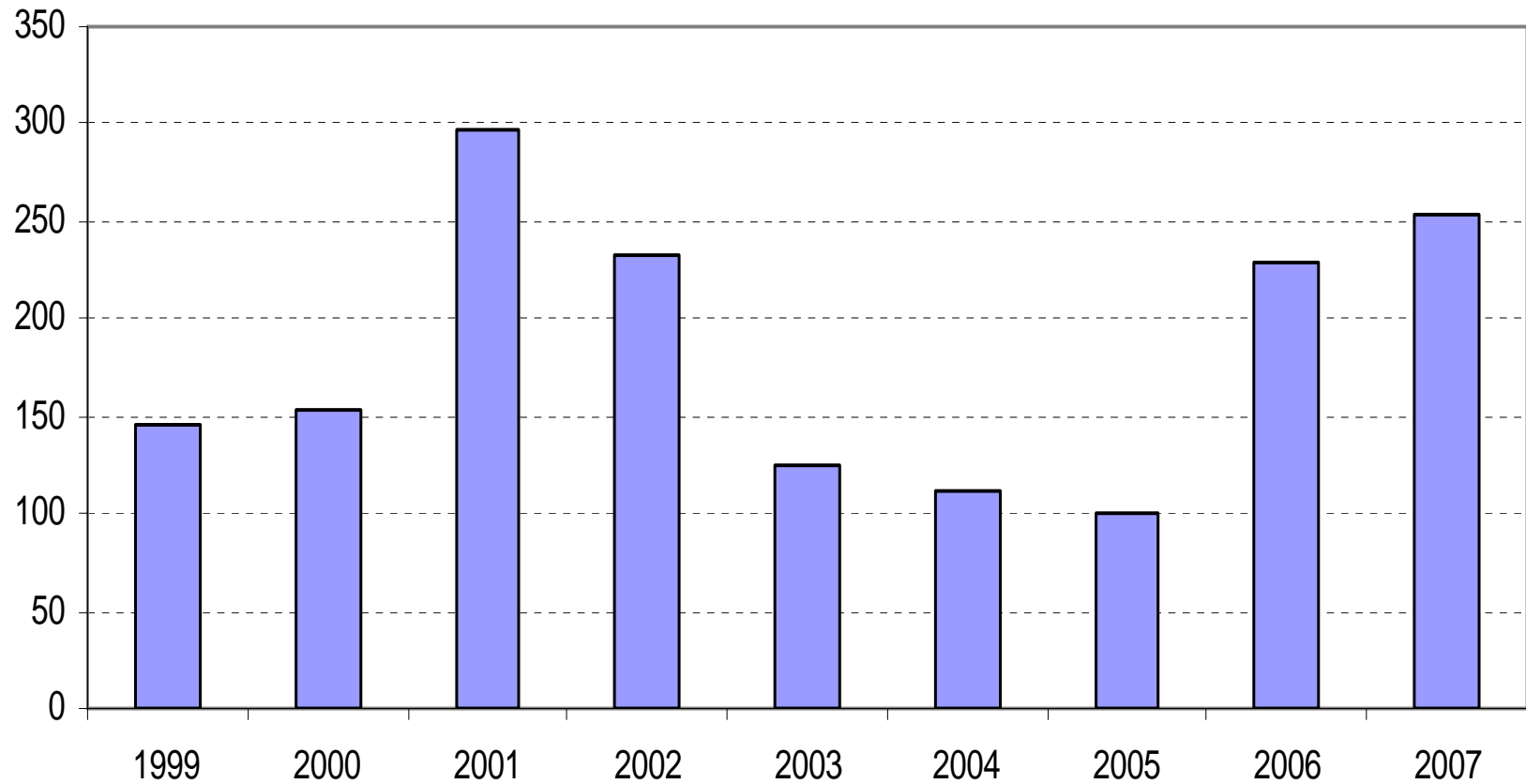
■ 1. Le marché des émissions par APE

L'économie tunisienne est une économie marquée par la prépondérance du financement bancaire

Le rôle du marché obligataire en tant que source de financement est marginal (5,04% de la FBCF privée en 2007)

Loi n° 88-111 du 18 août 1988 portant réglementation des emprunts obligataires. Cette loi a fait connaître ce mode de financement aux entreprises privés, jadis presque ignoré, puisque les émissions faites auparavant émanaient essentiellement de banques publiques.

Evolution des émissions des emprunts obligataires privés 1999-2007 (En MDT)



Quelques chiffres sur le marché des émissions de la dette privée

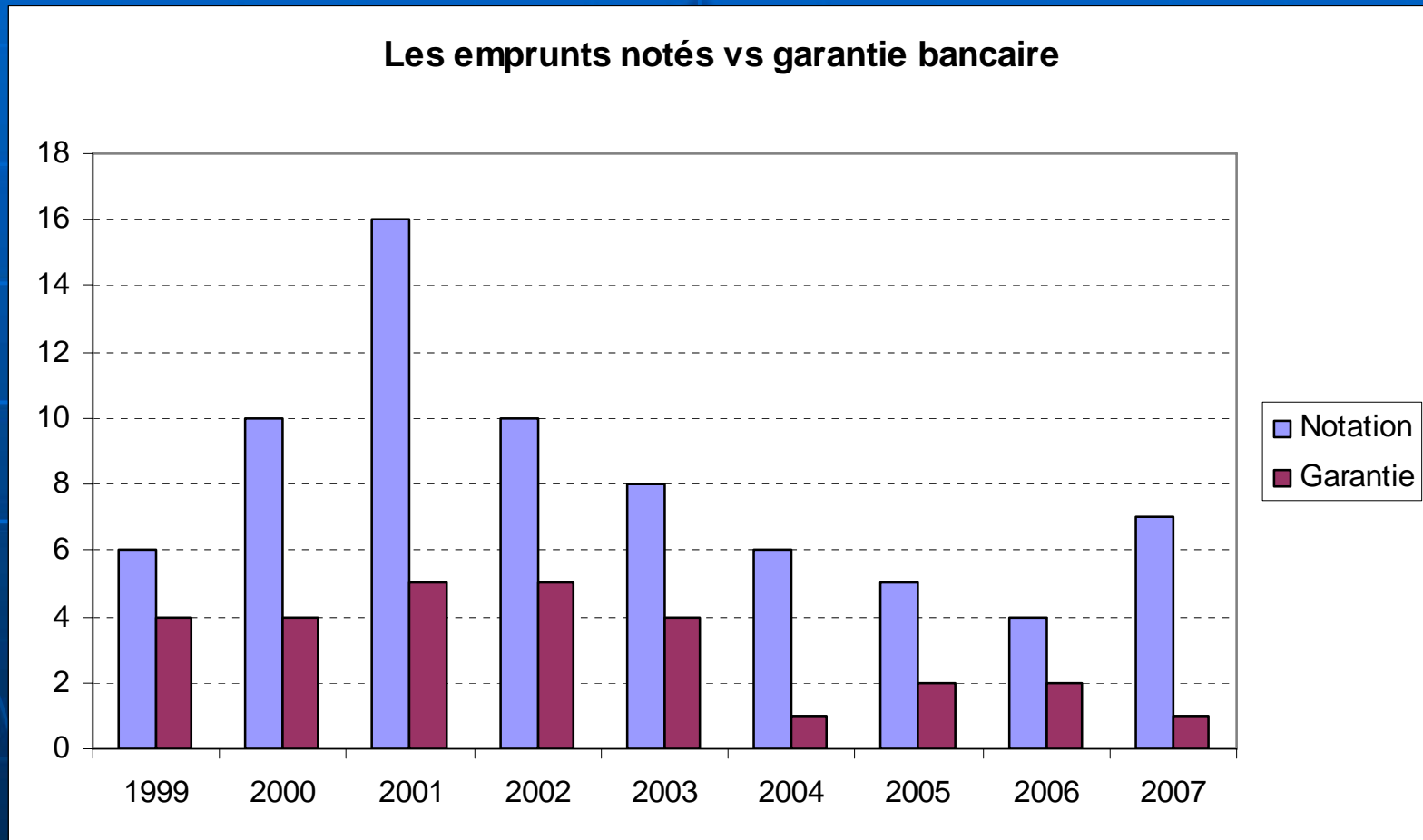
Encours à fin 2007 = 454M €

Les principaux émetteurs depuis l'émergence du marché obligataire sont : les sociétés du leasing et les banques: Elles ont émis depuis 1990 l'équivalent de 85% du total des émissions.

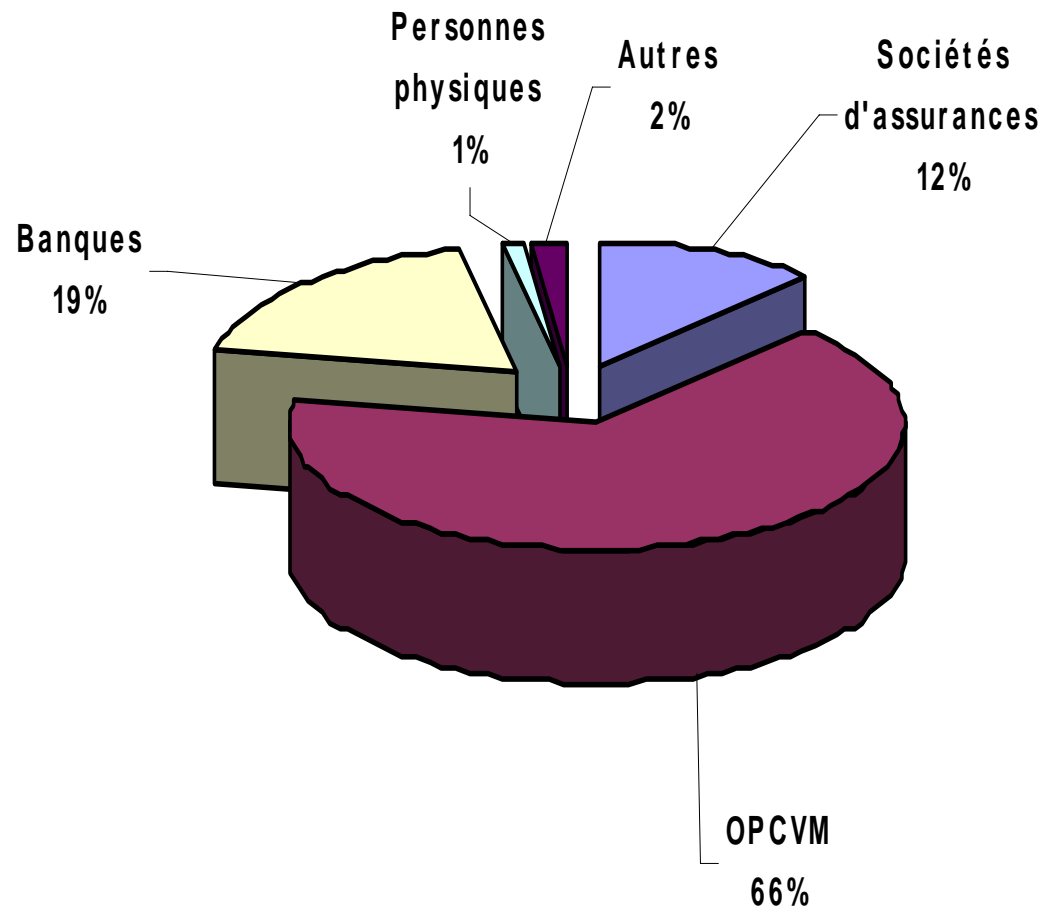
Le marché de la dette privée ne fait que conforter l'activité d'intermédiation.

Les grandes entreprises publiques (electricité, eau et autres "utilities"..) sont absentes

La notation VS garantie bancaire



Les souscripteurs aux emprunts privés(2007)



Le marché de la dette privée

Contrôle du Conseil du Marché Financier

- **Dans le cadre d'un emprunt obligataire émis par appel public à l'épargne: Visa du CMF.**
- **Le visa du CMF ne renseigne pas sur l'opportunité de l'opération proposée et ne peut être considérée comme un label de qualité des obligations offertes**
- **Information dispensée dans le prospectus**
- **Le prospectus est établi selon le modèle présenté dans l'annexe 1 du règlement du CMF relatif à l'APE**
- **Le prospectus comprend toutes les informations nécessaires aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine de la société émettrice, son activité, sa situation financière, ses résultats et les perspectives d'avenir (des états financiers prévisionnels pour les cinq prochaines années).**
- **L'emprunt doit être noté ou garanti par une ou plusieurs banques**
- **Les émetteurs d'emprunts par APE sont astreints aux exigences réglementaires en matière de divulgation d'information financière.**

Le document de référence

- **Document d'informations établi, chaque année, par un émetteur qui effectue régulièrement (plusieurs fois par an) des opérations financières par APE**
- **Ce document est enregistré au CMF.**
- **Pratique visant à encourager les émetteurs réguliers.**
- **Racourcir les délais d'instruction du dossier par le CMF lors de l'établissement d'une note d'opération**

Le marché de la dette privée

2. Le marché secondaire

- Un faible volume des transactions.
- En 2007, 4,3M €, sur le marché ne représentant que 1% de l'encours des emprunts privés.
- La majorité des transactions qui s'opèrent sur le marché ne reflètent point un "prix du marché": il s'agit essentiellement des opérations de restructuration au sein des groupes financiers
- Distorsion fiscale: Etant donné que les transactions se font sur la base d'un prix coupon attaché, l'acheteur d'une obligation privée avant l'échéance se trouvera pénalisé à l'échéance du fait qu'il supportera tout seul la retenue à la source (au taux de 20% du montant des intérêts) sur la totalité des produits calculés depuis la dernière échéance.

Cette anomalie sera corrigée par l'institution d'un centralisateur des obligations à l'instar des BTA