

## **LE PRINCIPE DE L'ASSIMILATION OU FONGIBILITE D'UN TITRE EN QUELQUES QUESTIONS**

### **CONTEXTE :**

La politique d'émission des titres publics des Etats membres de l'Union Monétaire Ouest Africaine est caractérisée par l'émission de titres à des conditions diversifiées d'un Etat à un autre. C'est le cas notamment des différentes modalités de remboursement, dont les amortissements à capital constants et annuités constantes. Il peut être aussi observé, qu'un même émetteur, au cours d'un exercice budgétaire donné, procède à plusieurs émissions de titres de caractéristiques identiques, mais occasionnant la création d'un titre distinct à chaque fois.

De telles stratégies d'émission ont pour conséquence, l'alourdissement des portefeuilles de la dette par un grand nombre de gisement de titres à faible montant. Cette situation entrave davantage l'émergence d'un marché secondaire actif à cause :

- de la gestion du portefeuille qui devient plus complexe, en raison du nombre important de titres à valoriser et à suivre ;
- de la création de nombreux gisements de titres très peu liquides.

Aussi, la technique d'assimilation, qui permet d'abonder à différents moments un même titre, constituant ainsi un gisement d'une taille optimale peut-elle être une réponse à cette situation.

Elle participe également à la création des titres de référence nécessaires à l'élaboration d'une courbe de taux, qui faciliterait la détermination des prix de marché des titres.

### **1. EN QUOI CONSISTE LA TECHNIQUE D'ASSIMILATION OU FONGIBILITE D'UN TITRE ?**

L'assimilation est la technique par laquelle des obligations émises à différents moments sont regroupées en un emprunt unique ayant les mêmes droits de créance et les mêmes flux financiers. Ceci permet à un émetteur d'augmenter la liquidité d'un emprunt obligataire, tout en étalant son émission dans le temps. Les titres assimilés portent le même taux d'intérêt nominal que les titres existants et obéissent au même calendrier de paiement des intérêts ainsi que la date de remboursement. Ainsi, au lieu d'avoir plusieurs emprunts, il n'y en aura plus qu'un seul, pour un montant global plus élevé.

Techniquement, les emprunts assimilables sont émis aux mêmes conditions que celles de l'emprunt auquel ils sont assimilés ; à la seule exception du prix d'émission, qui est lui différent du fait de la nécessité de s'ajuster aux conditions de marché, qui sont censées évoluer depuis l'émission du premier emprunt.

La taille des gisements des émissions constitue un des déterminants de la liquidité des titres sur le marché secondaire. Cette taille est fonction des montants mis en adjudication et du succès des opérations de placement auprès des investisseurs. Elle évolue durant la vie des titres, en fonction des modalités de remboursement, d'éventuels rachats de titres opérés par l'émetteur et des abondements éventuels (assimilations) du titre.

## 2. QUELS SONT LES AVANTAGES LIES A LA TECHNIQUE D'ASSIMILATION ?

- ◇ L'assimilation permet d'éviter de générer un nouveau code ISIN à chaque émission et donc de réduire l'inventaire des titres à gérer.
- ◇ L'assimilation contribue à créer un marché secondaire actif :
  - réduire le nombre de codes ISIN des titres permet d'augmenter la taille des titres émis sous le même code. Une taille large d'un titre en circulation permet à ses acquéreurs ou vendeurs potentiels de trouver plus facilement une contrepartie. Cette hausse du volume se traduit par une augmentation de la liquidité sur le marché secondaire.
- ◇ Elle aide dans la création des titres de référence :
  - une obligation de référence est un titre par rapport auquel le rendement des autres obligations peut être mesuré. Afin de satisfaire cette fonction, le rendement d'une obligation de référence doit être continuellement mis à jour. La meilleure façon d'y parvenir est qu'elle soit largement négociée. C'est la raison principale pour laquelle une obligation de référence est généralement la dernière émission pour une maturité donnée, qui continue à être adjugée (« on the run bond ») ;
  - la liquidité d'un titre augmente pour plusieurs raisons dont la taille de son gisement jusqu'à une certaine limite. La liquidité signifie la capacité de réaliser une large transaction, rapidement, à moindre coût et sans impact significatif sur les prix du marché. Toutes choses étant égales par ailleurs, une taille de gisement plus large augmente les chances de l'obligation à être échangée et le nombre de contreparties potentielles ;
- ◇ Grâce à sa liquidité, le titre est plus attractif pour les investisseurs, qui par conséquent revoient à la baisse le rendement exigé et font des soumissions à des prix plus intéressants pour l'émetteur.

## 3. Y A-T-IL DES RISQUES ASSOCIES A L'ASSIMILATION ?

Oui, il subsiste des risques associés à l'assimilation. La constitution d'un gisement important crée un risque de refinancement. Le risque de refinancement est le risque de ne pas pouvoir obtenir, à des conditions raisonnables, le montant nécessaire pour effectuer le remboursement total ou partiel d'un gisement à la date convenue.

Plus la taille du gisement est grande, plus le risque de refinancement est élevé. Le risque de taux est créé par le renouvellement d'une partie importante du portefeuille de la dette au même taux (le taux de marché à l'échéance du gisement).

## 4. Y A-T-IL DES SOLUTIONS POUR GERER CES RISQUES ?

La gestion du risque de refinancement repose principalement sur deux instruments : la gestion active de la position de trésorerie et les rachats ou échanges d'obligations. Par ailleurs, l'encours d'une ligne de titres assimilables peut être toujours limité à un plafond maximum au-delà duquel, la ligne n'est plus ré-ouverte.

## 5. EXEMPLE : EMISSION D'UNE OBLIGATION ASSIMILABLE LE 4 FEVRIER 2015 PAR UN ETAT X DE L'UNION

### a. COMMENT SE FONT LES SOUMISSIONS LE JOUR DE L'ADJUDICATION, LE 4 FEVRIER 2015 ?

Dans le cadre du financement d'un projet, un Etat X de l'Union souhaite mobiliser, durant l'année 2015, un montant de 90 milliards. Il compte réaliser l'opération en deux émissions de quarante-cinq (45) milliards à travers l'émission d'Obligations du Trésor.

### Caractéristiques de l'opération :

Emetteur	Etat X
Durée :	5 ans
Taux d'Intérêt :	6,00% payable annuellement dès la première année
Différé :	1 an
Remboursement du capital :	amortissement constant du capital à partir de la deuxième année
Date de la première émission :	mercredi 04 février 2015
Date de valeur :	jeudi 05 février 2015
Echéance :	mercredi 05 février 2020

Au 4 février 2015 (date d'adjudication), il lance une opération de 45 milliards à cinq (5) ans et précise dans la note d'information de l'émission que le titre créé est assimilable et que sa taille maximale est de 90 milliards.

Comme dans le schéma actuel des émissions, l'émetteur recevra pour chaque souscription, en date de valeur de l'opération (le 5 février 2015), le montant retenu ajusté du prix de souscription, soit :

$$\text{Montant net reçu par souscription} = \text{Nominal retenu} \times \text{prix de souscription}$$

### A titre d'illustration, retenons que l'opération s'est soldée par les résultats suivants :

Soumissions retenues :	45 milliards de FCFA
Prix marginal :	98,00%
Prix moyen pondéré :	98,50%
Montant net reçu :	45 * 98,50% = 44,325 milliards de FCA

### Tableau d'amortissement :

Période	Encours de début de période	Intérêts annuels	Amortissement du capital	Annuités	Encours fin de période
5/2/2016	45 000 000 000	2 700 000 000	0	2 700 000 000	45 000 000 000
5/2/2017	45 000 000 000	2 700 000 000	11 250 000 000	13 950 000 000	33 750 000 000
5/2/2018	33 750 000 000	2 025 000 000	11 250 000 000	13 275 000 000	22 500 000 000
5/2/2019	22 500 000 000	1 350 000 000	11 250 000 000	12 600 000 000	11 250 000 000
5/2/2020	11 250 000 000	675 000 000	11 250 000 000	11 925 000 000	0
<b>Total</b>		<b>9 450 000 000</b>	<b>45 000 000 000</b>	<b>54 450 000 000</b>	

Cette opération correspond à « l'ouverture du gisement » du titre.

Le 4 août 2015, l'émetteur lance une seconde opération de 45 milliards portant sur le titre précédemment créé (même code NIR ou ISIN, même maturité, etc.). Il s'agira donc, pour les investisseurs, d'acquies un titre ayant une durée de vie résiduelle de 4,5 années.

Une fois l'opération réalisée, l'encours de la ligne sera de 90 milliards. La seconde émission correspond à une « réouverture » ou « assimilation » de nouveaux titres aux titres déjà existants. Suite à cette opération, il n'y a plus de distinction entre les titres émis le 4 février de ceux émis le 4 août 2015.

## b. COMMENT SE FONT LES SOUMISSIONS LE JOUR DE L'ADJUDICATION, LE 4 AOUT 2015 ?

Comme lors des émissions classiques, les soumissions des investisseurs se feront via SAGETIL et le TIT613 à un prix « pied de coupon » (ne prenant pas en compte le coupon couru). Celui-ci (le coupon couru « CC ») sera calculé automatiquement et permettra de déterminer le montant qui devra être payé par l'investisseur à la date de valeur de l'adjudication (ici le 5 août 2015).

## c. QUEL COUPON (INTERET) SERA PAYE, LE 5 FEVRIER 2016, SUR LES TITRES EMIS LE 5 AOUT 2015 ?

Un investisseur ayant acquis les titres le 5 août 2015 percevra un coupon de 6% au complet le 5 février 2016. Cette situation qui semble paradoxale (les titres ont été émis seulement six mois avant la date du premier coupon) s'explique par le processus même d'assimilation.

En effet, le jour du placement des titres (le 5 août 2015), l'investisseur dont la soumission sera retenue devra payer à l'État émetteur le montant de sa souscription ajusté du prix demandé **et des coupons courus (CC)** entre le 5 février 2015 et le 5 août 2015. Ainsi donc, même si l'investisseur perçoit un coupon entier le 5 février 2016, il aura payé au préalable à l'État émetteur les six mois d'intérêts courus pendant lesquels il n'a pas détenu les titres.

Ainsi, le montant net reçu par l'Etat émetteur lors d'une réouverture du gisement sera :

$$\text{Montant net reçu par souscription} = \text{Nominal retenu} \times (\text{prix de souscription} + \text{taux de coupon couru})$$

A titre d'illustration, assumons que cette deuxième opération s'est soldée par les résultats suivants :

Soumissions retenues :	45 milliards de FCFA
Prix pied de coupon <sup>1</sup> marginal :	98,50%
Prix pied de coupon moyen pondéré :	99,00%
Coupon Couru :	3,00%
Montant net reçu :	45 * (99,00% + 3,00%) = 45,90 milliards de FCA

Où « coupon couru » est le taux de coupon couru. Dans cet exemple, ce taux est égal à 3% (6% divisé par 2).

NB : Ce même principe est appliqué lors des opérations d'échanges de titres sur le marché secondaire.

Ainsi, du point de vue de l'investisseur, supposons qu'un investisseur Y ait souscrit au titre pour un montant de 10 milliards de FCFA au prix de 98% (prix pied de coupon), le montant net à payer serait de :

$$\text{Montant net à payer} = 10 \text{ milliards de FCFA} \times (98\% + 3\%) = 10,10 \text{ milliard de FCFA}$$

## d. COMMENT SE PRESENTE LE TABLEAU D'AMORTISSEMENT GLOBAL DES TITRES EMIS ?

Les titres ayant été assimilés, il n'y a plus de distinction entre ceux émis le 4 février 2015 de ceux émis le 4 août 2015. Toutes les caractéristiques sont parfaitement identiques.

<sup>1</sup> - Prix pied de coupon (clean price) : C'est le prix coté, observé sur Bloomberg et Reuters. C'est le prix du marché sans tenir compte des intérêts courus.

## Tableau d'amortissement global :

Période	Encours de début de période	Intérêts annuels	Amortissement du capital	Annuités	Encours fin de période
5/2/2016	90 000 000 000	5 400 000 000	0	5 400 000 000	90 000 000 000
5/2/2017	90 000 000 000	5 400 000 000	22 500 000 000	27 900 000 000	67 500 000 000
5/2/2018	67 500 000 000	4 050 000 000	22 500 000 000	26 550 000 000	45 000 000 000
5/2/2019	45 000 000 000	2 700 000 000	22 500 000 000	25 200 000 000	22 500 000 000
5/2/2020	22 500 000 000	1 350 000 000	22 500 000 000	23 850 000 000	0
Total		18 900 000 000	90 000 000 000	108 900 000 000	

## 6. LES PRIX OFFERTS PAR LES INVESTISSEURS DOIVENT-ILS ETRE IDENTIQUES AUX DATES DU 4 FEVRIER ET 4 AOUT 2015 ?

On ne peut pas savoir à l'avance quels seront les prix demandés par les investisseurs. Cependant, un marché secondaire dynamique, où les titres émis le 4 février 2015 sont suffisamment échangés, peut offrir une indication sur les prix exigés par les investisseurs. Dans le cas de l'exemple exposé plus haut, les investisseurs qui vont participer à l'opération en août, vont estimer le risque (la prime) sur une durée résiduelle du titre (4.5 années), au lieu de 5 ans lors de l'opération du 4 février 2015. Les variations observées entre les deux opérations vont dépendre de plusieurs facteurs :

- la durée séparant les deux opérations ;
- l'évolution de l'environnement macroéconomique ;
- la pente de la courbe des taux ;
- la liquidité du marché entre les deux opérations.

## 7. COMBIEN DE FOIS PEUT-ON « ABONDER » LE GISEMENT D'UN TITRE ASSIMILABLE ?

Sur le principe, il n'existe pas de limitation. Cependant certains facteurs vont encourager à arrêter l'abondement d'un gisement et encourager la création de nouveaux titres :

- la taille du gisement : quand le plafond ciblé du gisement est atteint ;
- la tendance baissière des taux ; dans un scénario de forte baisse des taux, la monté de prix (pied de coupon) ne compense pas le niveau élevé du coupon payé. Il serait donc plus judicieux d'ouvrir un nouveau gisement payant un coupon plus bas dans l'objectif d'un meilleur contrôle du service de la dette ;
- l'échéance résiduelle de la ligne : quand la ligne « cannibalise » (fait double emploi avec) un autre benchmark. L'idée est qu'un benchmark aide à estimer le prix des échéances proches. Exemple : le prix des échéances de 2 à 4 ans est estimé avec le prix du benchmark à 3 ans ; de même pour estimer les prix des échéances de 4 à 6 ans, le prix du benchmark à 5 ans est utilisé, etc. Ainsi, il est recommandé d'arrêter d'abonder un benchmark quand son échéance résiduelle se rapproche d'une maturité constituant un autre benchmark. Exemple : quand la maturité résiduelle du benchmark à 5 ans est plus courte que 4 ans car elle cannibaliserait le benchmark à 3 ans