

**Propositions pour une stratégie de mobilisation efficiente
des ressources du marché financier international par l'Etat
de Côte d'Ivoire à partir de l'analyse de la stratégie
d'émission de l'eurobond 2017**

Présenté par

Sandrine Adjoua Tékiwa KOUASSI

pour l'obtention du Master en Développement de l'Université Senghor

Département **Management**

Spécialité **Gouvernance et Management public**

le **24 Mars 2019**

Devant le jury composé de :

Dr. Alioune DRAME	Président
Directeur du Département Management Université Senghor à Alexandrie	
Pr. Shérif DELAWAR	Examineur
Académie Arabe des Sciences et des Technologies Egypte- Alexandrie	
Pr. Thierno DIALLO	Examineur
Université de Québec à Chicoutimi	

Remerciements

Au terme de ce mémoire qui consacre la fin de notre formation à l'université Senghor à Alexandrie nous tenons à adresser nos sincères remerciements à toutes les personnes qui ont contribué à la réussite de cette formation et à l'élaboration de ce mémoire. Ainsi, adressons-nous nos sincères remerciements aux personnes suivantes :

- Professeur Thierry VERDEL, recteur de l'Université Senghor à Alexandrie ;
- Docteur Alioune DRAME, chef du département Management pour sa disponibilité et ses conseils ;
- Professeur Thierno DIALLO qui a accepté d'encadrer ce travail malgré ses nombreuses occupations ;
- Madame Suzanne YOUSSEF, responsable du service administratif du département pour sa disponibilité et sa sollicitude à l'égard de tous les étudiants ;
- Tous les enseignants de l'Université Senghor pour le savoir transmis pendant ces deux années de formation ;
- Monsieur Jacques Konan ASSAHORE, directeur général du trésor et de la comptabilité publique qui a permis que je puisse vivre cette expérience merveilleuse ;
- Madame Coumba KONE, directrice de la formation à la direction générale du trésor et de la comptabilité publique et tous ses collaborateurs ;
- Monsieur Jules Prospère Soungalo COULIBALY, directeur de la dette publique et des dons pour l'accueil chaleureux lors de la période de stage ;
- Monsieur Mathieu Dogbolo KOFFI, chargé de la formation à la Direction de la Dette Publique et des Dons ;
- Docteur Tinnon KOROMA et Monsieur Romaric Coulibaly à la Direction de la Dette Publique et des Dons ;
- A mes amis de promotion Jean Odelin CASSEUS, Papa DIENG et Amadou HAIDARA
- A tous les auditeurs de la 16^e promotion de l'Université Senghor d'Alexandrie ;
- A tous mes parents et amis pour leur soutien ;
- A la grande famille du trésor public de Côte d'Ivoire ;

Dédicace

Ce mémoire est dédié à :

Ma mère KOUASSI Akissi Irène,

Ma petite Lynn Maya KOUAO ;

Mon meilleur ami le Docteur MESSINGUE

Mes frères et sœurs

Résumé

La combinaison d'un ensemble de facteurs endogènes et exogènes a favorisé l'entrée des pays africains sur le marché financier international. Celui-ci permet aux Etats précités d'avoir accès à des ressources flexibles qui leur permettent de refinancer les dettes, réaliser des investissements pour le développement, notamment dans le secteur des infrastructures. Il constitue en outre un élément de motivation pour une gestion saine et transparente des finances publiques afin de les rendre conformes aux standards des marchés internationaux. Ce mode de financement, bien qu'il présente des avantages expose ces Etats aux économies fragiles à d'énormes risques : risque de change, risque de refinancement, risques juridiques, crise de la dette. La Côte d'Ivoire qui fait l'objet de cette étude, est un Etat de l'Afrique occidentale, deuxième Etat de l'espace de l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA) à émettre des titres sur le marché obligataire international. Notre étude a consisté à analyser la stratégie mise en œuvre par cet Etat dans le cadre de l'émission de l'Eurobond 2017 en termes d'efficience et à faire des recommandations pour une amélioration lors des prochaines sorties sur le marché financier international. L'analyse du processus nous a permis de déceler l'existence de certains éléments d'efficience qui constituent des avancées sur le chemin de l'efficience. Toutefois nous avons également relevé des insuffisances dans cette stratégie. A cet effet, des recommandations ont été formulées afin d'optimiser les gains, réduire les coûts et les risques lors des prochaines interventions sur le marché financier international.

Mot-clefs

Stratégie- Marché financier international- efficience- eurobonds

Abstract

The combination of a set of endogenous and exogenous factors has encouraged African countries to enter the international financial market. This allows the above-mentioned States to have access to flexible resources that enable them to refinance debts and make investments for development, particularly in the infrastructure sector. It is also a motivating factor for sound and transparent management of public finances in order to bring them into line with international market standards. This method of financing, although it has advantages, exposes these fragile states to enormous risks: exchange rate risk, refinancing risk, legal risks, debt crisis. Côte d'Ivoire, which is the subject of this study, is a West African State, the second State in the West African Economic and Monetary Union (WAEMU) to issue securities on the international bond market. Our study consisted in analysing the strategy implemented by this State in the context of the Eurobond 2017 issue in terms of efficiency and making recommendations for improvement during the next releases on the international financial market. The analysis of the process allowed us to identify the existence of certain elements of efficiency that constitute advances on the road to efficiency. However, we also noted shortcomings in this strategy. To this end, recommendations have been formulated to optimise gains, reduce costs and risks in future interventions on the international financial market.

Keywords

Strategy- International financial market- Efficiency- Eurobonds

Liste des acronymes et abréviations utilisés

- AVD : Analyse de Viabilité de la Dette
- BAD : Banque Africaine de Développement
- BCEAO : Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest
- CNDP : Comité National de la Dette Publique
- DDPD : Direction de la Dette Publique et des Dons
- FMI : Fonds Monétaire International
- FCFA : Franc de la Communauté Financière Africaine
- ICMA : International Capital Market
- OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique
- PND : Programme National de Développement
- PNUD : Programme des Nations Unies pour le Développement
- PGDP : Paierie Générale de la dette publique
- SDMT : Stratégie de Gestion de la Dette à Moyen Terme
- UEMOA : Union Economique et Monétaire Ouest Africaine
- USD : United State Dollar

Sommaire

Remerciements	iii
Dédicace	iv
Résumé	v
Mot-clefs	v
Abstract	vi
Liste des acronymes et abréviations utilisés	vii
Sommaire	viii
Introduction.....	1
1 Les interventions des pays Africains sur le marché financier international : un sujet qui suscite de l'intérêt.....	4
1.1 Les raisons du recours au marché financier international.....	4
1.2 Une diversité des regards sur les avantages.....	6
1.3 Les risques liés au marché financier international	9
1.4 Les mécanismes pour contourner les risques.....	10
2 Présentation du processus d'émission de l'eurobond 2017 de la cote d'ivoire.....	12
2.1 La préparation de l'émission.....	12
2.2 La mise en œuvre de la procédure d'émission	15
2.3 Le suivi post-émission	22
2.4 Questions, objectifs et proposition de recherche.....	23
3 Aspects méthodologiques et apports du stage	25
4 Observations et recommandations	34
4.1 Observations	34
4.2 Les recommandations.....	40
Conclusion	51
Références bibliographiques	VIII
Liste des illustrations	XI
Liste des tableaux	XI
Annexes	XII
Annexe 1 : Plan de financement 2017	XII
Annexe 2 : Echelle de notation des agences de rating	XIII
Annexe 3 : Guide d'entretien.....	XIV

Introduction

Pour assumer leurs fonctions régaliennes et assurer le bien-être des populations, les Etats ont besoin de ressources financières. La mobilisation de ressources pour financer le développement est une priorité pour tous les Etats. Pour les Etats Africains en particulier cela constitue un véritable défi. En effet, les besoins financiers de ces Etats sont énormes. D'après les nouvelles estimations de la Banque Africaine de Développement (BAD), 130 à 170 milliards de dollars par an seraient nécessaires au développement des infrastructures du continent avec un écart de financement de 68 à 108 milliards de dollar (Programme des Nations Unies pour le développement, Banque africaine de développement, et Centre de développement de l'OCDE, Paris 2017). Il est donc important pour ces Etats de mettre en place des mécanismes adaptés afin de se procurer les ressources nécessaires à leur développement.

La Côte d'Ivoire qui fait l'objet de cette étude doit relever le défi de la mobilisation des ressources financières pour amorcer son développement. La nécessité de mobiliser des ressources s'est renforcée depuis que le pays s'est engagé sur la voie de l'émergence. En effet, la Côte d'Ivoire s'est fixée comme objectif de faire partir des pays émergents à l'horizon 2020. Pour matérialiser cette vision elle s'est dotée de deux plans nationaux de développement (PND). Il s'agit du PND 2012-2015 et du PND 2016-2020. Le premier PND a permis au pays de poser les bases de l'émergence. A cet effet, un accent particulier a été mis sur la réconciliation nationale, la cohésion sociale et la sécurité, éléments indispensables pour un développement durable. Il lui a également permis de renouer avec la croissance, avec un taux de 9% (BAD, 2018). Le second PND quant à lui vise à accélérer la marche vers l'émergence à travers cinq axes stratégiques qui sont :

- le renforcement de la qualité des institutions et de la gouvernance ;
- l'accélération du développement du capital humain et du bien-être social ;
- l'accélération de la transformation structurelle de l'économie par l'industrialisation ;
- le développement des infrastructures harmonieusement réparties sur le territoire national et la préservation de l'environnement ;
- le renforcement de l'intégration régionale et de la coopération internationale.

Pour atteindre ces objectifs, il est prévu un niveau d'investissement global de l'ordre de 30 000 milliards de FCFA sur la période 2016-2020 (Fonds monétaire international et Côte d'Ivoire, 2016). Le pays dispose certes d'énormes potentialités qui génèrent des ressources financières, toutefois, eu égard à l'ampleur des charges de l'Etat, ces ressources s'avèrent insuffisantes. Le recours à d'autres sources de financement s'impose. L'Etat de Côte d'Ivoire a bénéficié depuis son indépendance de divers types de financement en dehors de ses ressources propres. Il s'agit notamment des dons, des emprunts auprès des partenaires bilatéraux et multilatéraux, de l'aide Publique au Développement. A côté de ces sources de financement traditionnelles, on constate un intérêt de plus en plus marqué pour la mobilisation de

ressources sur le marché financier (régional et international). Les raisons qui pourraient expliquer ce intérêt marqué pour le marché financier sont entre autres : la mesure de suppression des avances statutaires de la Banque Etats de l’Afrique de l’Ouest (BCEAO) qui invitait les Etats à recourir au marché financier pour faire face à leurs tensions de trésorerie¹, la volonté de diversifier les sources de financement. L’entrée de la Côte d’Ivoire sur le marché obligataire s’est faite sur le marché régional de l’UEMOA par l’émission d’emprunts obligataires TPCI et de sukuk sur ledit marché. De 1999 à 2016, la Côte d’Ivoire a émis 23 emprunts obligataires sur le marché financier de l’Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) pour un montant de 2211 Milliards de Francs CFA. Face à l’étroitesse du marché régional qui ne permettait pas de satisfaire les besoins en termes de financement sans cesse croissants, la Côte d’Ivoire s’est engagée sur le marché financier international par l’émission d’Eurobonds. Le premier Eurobond émis par la Côte d’Ivoire en 2010 était destiné à la conversion des ex titres-Brady issus des arriérés de dettes bancaires dues au Club de Londres. Le montant mobilisé était de 2 518 904 000 USD (République de Côte d’Ivoire, 2017). Ce n’est qu’à partir de 2014 qu’elle va mobiliser réellement des ressources sur le marché financier international en vue de financer son développement. L’Eurobond émis en 2014 (considéré par les gestionnaires de la dette publique en Côte d’Ivoire comme le premier Eurobond) a permis de mobiliser 750 Millions de Dollars pour une maturité de dix ans. Le succès de cette émission obligataire a encouragé les autorités ivoiriennes à émettre d’autres Eurobonds en 2015, 2017 et 2018. Ces interventions sur le marché financier international ont permis de mobiliser des ressources importantes pour le financement de plusieurs projets. Au total 3 Milliards de Dollars US et 625 Millions d’Euros pour les émissions 2014, 2015 et 2017 (République de Côte d’Ivoire, 2017). Toutefois, ces succès apparents ne doivent pas occulter le fait que le marché financier international comporte beaucoup de travers qui pourraient compromettre le développement s’ils ne sont pas gérés de manière adéquate. Il y a un risque que ces instruments censés être au service du développement se transforment en obstacles au développement. C’est ce qui justifie notre intérêt pour cette question. Dans le cadre de cette recherche nous nous intéresserons de manière particulière à l’Eurobond 2017 qui constitue une innovation en Côte d’Ivoire. Notre travail consistera à analyser la stratégie mise en place par les autorités Ivoiriennes lors de l’émission de l’Eurobond 2017. Notre étude sera articulée autour de quatre parties. La première sera consacrée aux points de vue des auteurs sur la question de la mobilisation des ressources du marché financier international par les pays Africains. Dans la deuxième partie il sera question de présenter le processus d’émission de l’Eurobond 2017. La troisième partie abordera les questions méthodologiques et dans la quatrième partie nous ferons des observations sur le processus ainsi que des recommandations.

¹ Décision du conseil des Ministres de l’Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) en sa session de Septembre 1998

1 Les interventions des pays Africains sur le marché financier international : un sujet qui suscite de l'intérêt

La mobilisation des ressources par les pays africains sur le marché financier international est une question qui suscite beaucoup d'intérêt et de préoccupations. Dans cette partie nous allons analyser les différents écrits sur la question. Plusieurs auteurs se sont appesantis sur la question. Dans leurs écrits ils mettent en évidence les raisons qui incitent les Etats Africains à émettre des titres sur le marché financier international. Ils s'intéressent également aux avantages de ces émissions, même s'il faut relever que sur ce sujet les opinions sont diverses. Un accent particulier est mis sur les risques auxquels les Etats émetteurs s'exposent et les mécanismes pour les contourner.

1.1 Les raisons du recours au marché financier international

Au regard de la littérature, les raisons qui poussent les Etats africains à émettre des obligations sur le marché financier international sont diverses. Elles peuvent être classées en deux grandes catégories : d'une part les raisons endogènes, celles qui sont propres aux Etats Africains et d'autre part les raisons exogènes c'est-à-dire celles liées à l'environnement économique et financier international.

1.1.1 Les Raisons endogènes

La taille des marchés obligataires domestiques est l'une des raisons principales qui pousse les Etats africains vers le marché financier international. Ces marchés présentent les caractéristiques suivantes : une faible profondeur, des échéances courtes, une base des investisseurs non diversifiée, manque de liquidité des marchés secondaires (Mbeng-Mezui, 2014). La situation des pays de l'UEMOA illustre bien cette idée. En effet, les pays de l'espace UEMOA qui ont mobilisé des ressources sur le marché international ont obtenu des montants beaucoup plus élevés que ceux obtenus sur le marché régional. La lecture du tableau suivant qui met en parallèle les montants émis sur le marché régional et ceux émis sur le marché international permet d'apprécier l'écart.

Tableau 1 Tableau comparatif eurobond/émissions sur le marché domestique

Emetteur	Titre	Code Isin	Maturité (années)	Date d'émission	Montant émis (milliards CFA)		Montant moyen émis sur le marché régional (en Mds CFA)
					En millions USD	En Mds CFA	
Sénégal	SN- 8,75%- 5ans- 22.décembre.14 (EB)	XS0474859757	5	15/12/2009	200	90	55
Sénégal	SN-8,75%-10ans- 13.mai.21 (EB)	XS0625251854	10	13/05/2011	500	245	97
Côte d'Ivoire	CI-5,375%-10 ans- 23.juillet.24 (EB)	XS1089413089	10	23/07/2014	700	375	46
Sénégal	SN – 6,25% - 10 ans -30.juillet.24 (EB)	XS1090161875	10	30/07/2014	500	245	
Côte d'Ivoire	CI – 6,375% - 13 ans- 03.mars.28 (EB)	XS1196517434	13	03/03/2015	1000	585	42

Source : Agence UMOA-Titres

En ce qui concerne les échéances, le constat est le même. Les maturités des obligations émises sur le marché international sont nettement supérieures à celles offertes par le marché domestique. Les investisseurs locaux préfèrent investir dans des titres de court ou moyen terme.

La base des investisseurs est peu diversifiée. Toujours dans l'espace UEMOA 90% de la dette publique souveraine est détenue par le secteur bancaire et le montant moyen des émissions était estimé à 40 milliards de francs CFA par émission en 2017 (Rapport du conseil des ministres de la zone franc, 2017). Les marchés domestiques des pays africains ne permettent pas de répondre de manière efficace aux besoins de financement des Etats. En effet, ces derniers ont mis en place des programmes de développement très ambitieux qui ont entraîné une forte hausse des besoins en investissements publics.

Les pays africains ont réalisé des performances économiques ces dernières années. Ce qui se caractérise par une croissance élevée qui facilite leur accès au marché financier international. A cela il faut ajouter l'amélioration du ratio d'endettement des pays concernés grâce aux différents programmes d'allègement de la dette (Diop et Bonnemaïson, 2016).

La croissance économique et les ratios d'endettement sont des éléments dont les agences de notation tiennent compte pour l'attribution de la note de crédit. La note de crédit est un facteur qui influence les investisseurs internationaux dans leurs prises de décision. Partant de ce fait, les obligations émises par un Etat dont les performances économiques sont faibles et les indicateurs d'endettement négatifs sont moins attractifs. Ce dernier a moins de chances de mobiliser des ressources sur le marché financier international. Par contre, une amélioration positive des indicateurs économiques facilite l'accès à ce marché. Il paraît alors logique que des Etats qui n'avaient pas accès au marché international en raison de certains obstacles tels que l'endettement excessif et la faiblesse des performances économiques décident de s'y

engager lorsque ces obstacles sont levés. Mais il faut relever que tous les Etats qui ont bénéficié de ces initiatives d'allègement n'ont pas émis des obligations sur le marché financier international.

1.1.2 Les Raisons exogènes

La rigueur budgétaire à laquelle sont soumis les bailleurs de fonds traditionnels constitue un facteur de réduction de l'aide publique au développement. Ce recul de l'aide publique a conduit à l'émergence de nouveaux modes de financement parmi lesquels se trouve le marché financier international (Genre 2016). A cela il faut ajouter l'inéligibilité de plusieurs pays aux prêts concessionnels en raison de leur changement de catégorie² (Genre, 2016). L'accès aux prêts concessionnels permet aux Etats concernés de disposer de prêts à des conditions plus avantageuses que celles du marché. Il était alors intéressant pour ces Etats de faire usage de ce mode de financement en raison des avantages qu'il présentait. Cependant lorsqu'ils deviennent inéligibles, les conditions de prêt deviennent moins favorables. Elles s'apparentent aux conditions de la dette commerciale. Les Etats concernés n'ont donc plus d'intérêt à prioriser ce type de financement au détriment des autres sources. Ils ont alors la possibilité de s'ouvrir à d'autres instruments de financement. Les modes de financement traditionnel ont connu peu de succès. C'est ce manque de succès qui justifie le recours au marché obligataire international (Yokossi, 2013).

L'abondance de liquidité et la faiblesse des taux d'intérêt dans les pays développés sont des éléments qui ont favorisé l'accès des pays Africains au marché financier international (Diop et Bonnemaïson, 2016). Les taux d'intérêt étaient devenus tellement bas que « certains épargnants ou investisseurs ont eu à recevoir des taux négatifs, c'est-à-dire qu'ils étaient taxés et non rémunérés pour leur épargne ou pour leur investissement » (Mbeng-Mezui 2017). L'investissement ne présentait aucun avantage dans ces conditions. C'est cette situation qui pousse les investisseurs en quête de gain à s'intéresser aux obligations des pays africains jugées plus rentables (Diop et Bonnemaïson, 2016).

1.2 Une diversité des regards sur les avantages

Les écrits mettent l'accent sur les opportunités que présentent le marché financier international pour les pays Africain. Il s'agit notamment du financement des infrastructures, la sauvegarde des ressources intérieures, la bonne gouvernance.

² Certains pays sont passés du statut de pays pauvres à pays revenus modérés

1.2.1 Le financement des infrastructures

Concernant cet aspect, les avis sont divergents. Si certains auteurs estiment que la mobilisation des ressources sur le marché financier international est un excellent moyen pour le financement des infrastructures, d'autres auteurs soutiennent le contraire.

Pour certains, le marché financier international constitue un moyen de financement pour les infrastructures en Afrique. (Diop et Bonnemaïson, 2016). Le point de vue de ces auteurs se justifie par le fait que les besoins en infrastructures des pays Africains se sont accrus ces dernières années. La réalisation des infrastructures requiert des ressources financières importantes sur une longue durée. Le marché financier international permet de fournir des ressources importantes aux Etats pour une longue période. C'est ce qui explique le fait que les Etats voient en ces ressources le financement adapté pour le développement des infrastructures.

Contrairement aux auteurs précités, Thiam considère que c'est « de la folie » de recourir aux eurobonds pour financer les infrastructures. Il estime que ce type de ressources n'est pas approprié pour le financement des infrastructures.³ Dans la même lancée Mbeng-Mezui affirmait que « l'émergence de l'Afrique ne se fera pas avec l'argent des autres ».⁴ Pour ces derniers le continent dispose de ressources nécessaires à son développement. Ils estiment qu'il est préférable de mobiliser les ressources domestiques disponibles sur le continent (fonds de pension, fonds souverains, développement des marchés obligataires domestiques) pour financer les infrastructures. Mbeng-Mezui approfondit son analyse en affirmant que : « si on compare les volumes de capitaux levés par les pays Africains depuis 2007 via les eurobonds et le niveau de leurs investissements, l'écart est plus qu'alarmant »⁵. Cette affirmation de l'auteur traduit son scepticisme quant à l'impact des émissions obligataires internationales sur le financement des investissements en Afrique, notamment dans le secteur des infrastructures. De son point de vue, l'écart constaté n'est pas forcément dû à des détournements de fonds mais plutôt à un manque de coordination entre la préparation des émissions et la préparation des projets à financer. Le continent Africain dispose de plusieurs ressources qui peuvent générer des fonds mais la réalité qui s'impose est que les montants générés actuellement par les ressources disponibles sur le continent sont insuffisants pour couvrir les besoins. Un développement des marchés financiers locaux aurait pu permettre de faire face aux dépenses liées au financement des infrastructures. Mais la taille actuelle des marchés domestiques Africains ne le permet pas. Des initiatives pour le développement de ce

³ Déclaration de Tidiane THIAM, (financier Ivoirien, directeur de la banque d'affaire suisse) cité par Cédric Achille MBENG MEZUI, Financer l'Afrique, Densifier les systèmes financiers locaux, Editions St Honoré, Paris, Avril 2017, P 43

⁴ Cédric Achille MBENG MEZUI, propos recueillis par Alfred Mignot le 28 Juillet 2018, Africa Presse Paris, www.africapresse.paris consulté le 20 Août 2018

⁵ Mbeng-Mezui cité par Stéphane Ballong, Se construire à coups d'Eurobonds, le pari risqué des pays Africains, disponible sur le site www.jeuneafrique.com, consulté le 20 Juillet 2018

marché sont à encourager. Toutefois cela ne se fera pas en un clin d’œil. Cela nécessite la mise en place d’une politique dont les résultats seront appréciables à long terme. Pendant ce temps les besoins en infrastructures augmentent de façon exponentielle en raison des taux de croissance démographique.

1.2.2 La bonne gouvernance

Le recours au marché financier international a pour avantage d’inciter les pays Africains à poursuivre les efforts en matière de discipline de politiques économiques et de transparence (Diop et Bonnemaïson, 2016). En effet, pour emprunter à des conditions avantageuses il est important de bénéficier de la confiance des investisseurs. Or celle-ci ne peut se gagner que par une gestion rigoureuse et transparente. Il y a également le fait que la notation financière occupe une place importante lors des émissions sur le marché financier international. Pour être bien noté il est nécessaire de présenter de bons indicateurs de performance économique, de bonne gouvernance. La notation financière emmène les Etats à faire des efforts pour avoir une gestion transparente. Elle apparaît comme un instrument de motivation à la rigueur et à la transparence dans la gestion.

Toutefois des réserves sont émises au sujet de l’impact de la notation financière. En effet, les agences de notation ne sont pas infaillibles, les notes attribuées ne reflètent pas toujours la réalité. Il existe des cas d’attribution de notes jugées complaisantes tels que le cas de la banque d’affaires Lehman Brother qui avait bénéficié d’une excellente notation deux jours avant sa faillite et le cas d’une agence de notation qui s’est retractée après avoir attribué une note à la France. Le motif invoqué était une erreur informatique (Mbeng-Mezui, 2017). Partant de ces faits il est difficile d’affirmer avec certitude que la notation financière est un outil fiable pour apprécier la transparence dans la gestion économique et financière des Etats. Les agences de notation ne sont certes pas infaillibles, cependant les cas d’erreur évoqués constituent une minorité eu égard au nombre de notations effectuées. En outre, le fait que les émetteurs soient notés par au moins deux agences constitue un moyen de réduire les risques d’erreur.

1.2.3 L’accès des entreprises privées au marché financier international

L’émission de titres sur le marché financier international peut faciliter l’accès des entreprises privées au marché financier international. Elle peut servir de références pour la tarification des sociétés privées sur le marché financier international (Te Velde 2014). Des entreprises telles que *Guarantee Trust Bank* au Nigéria et *Ghana Télécom* ont pu accéder au marché financier international après l’émission d’Eurobonds par les Etats respectifs.

1.3 Les risques liés au marché financier international

Plusieurs risques liés à la mobilisation des ressources sur le marché financier international sont identifiés dans la littérature. Il s'agit notamment de l'exposition au risque de change, le risque de création d'un cercle vicieux de la dette, le risque de refinancement de la dette, les risques juridiques.

1.3.1 *L'exposition au risque de change*

Le risque de change est le risque de perte lié aux fluctuations des cours de monnaie (Collomb, 1999).

Le risque de change apparaît comme le risque principal auquel les pays Africains s'exposent en émettant des titres sur le marché financier international. Une appréciation du dollar ou une dépréciation des monnaies nationales pourraient avoir des effets néfastes pour les Etats africains émetteurs sur le marché financier international (Diop et Bonnemaïson, 2016). En effet, la plupart de ces obligations étant émises en dollar, une appréciation de cette monnaie aura pour conséquence un accroissement du service de la dette. Ce qui représente un danger pour la soutenabilité de la dette des Etats émetteurs.

1.3.2 *La survenue d'une crise de la dette*

La plupart des auteurs qui se sont prononcés sur la question de la mobilisation des ressources du marché financier international par les pays Africains ont exprimé des inquiétudes concernant la survenue d'une crise de la dette. A cet effet, le jeu de mots de Mbeng- Mezui (Eurobond ou Eurobomb) est très évocateur. Dans ses écrits il met l'accent sur les facteurs susceptibles de créer à long terme une crise de la dette. Il évoque notamment le caractère onéreux des opérations d'émission d'Eurobonds qui selon lui profite plus aux banques arrangeuses qu'aux Etats-émetteurs. En effet, les frais reversés aux différents intervenants s'ajoutent au principal et aux intérêts de la dette. Ce qui constitue un montant non négligeable pour les Etats. A l'échéance, lorsqu'ils rencontrent des difficultés ils émettent d'autres eurobonds pour le remboursement. Cette nouvelle émission engendre les mêmes frais précités. A long terme, tous ces facteurs sont susceptibles de créer une crise de la dette. Pour lui, les Eurobonds sont des « eurobombs » qu'il est urgent de désamorcer « pour éviter une nouvelle crise de la dette dans de nombreux pays africains » (Mbeng-Mezui 2017). L'accent est également sur le risque d'endettement excessif et la création de cercle vicieux de la dette (Yokossi, 2013 ; Stiglitz, 2013). En effet, les difficultés de remboursement de la dette et la facilité d'emprunter poussent les Etats à emprunter à nouveau pour rembourser et cela aboutit à la création d'un cercle vicieux de la dette. STIGLITZ illustre cette situation par l'exemple de la ville de Détroit qui après avoir émis des obligations municipales en 2005 ne cesse d'emprunter pour rembourser ses dettes.

Des risques de refinancement peuvent survenir suite à la dégradation de la note souveraine qui impliquerait un durcissement des conditions d'emprunt (Diop et Bonnemaïson 2016). Les Etats seront contraints d'emprunter à des coûts plus élevés. Ce qui aura pour conséquence un accroissement considérable de la dette.

Le risque de refinancement peut également intervenir suite à une baisse des cours des matières premières. C'est l'expérience qu'a vécue la Zambie. En 2012, elle a emprunté sur dix ans à un taux de 5,63%. Elle a été confrontée à des difficultés pour emprunter à nouveau sur le marché financier international lorsque les cours du cuivre ont chuté. Cette baisse des cours du cuivre a poussé les investisseurs internationaux à relever le niveau des taux d'intérêt. Elle a dû se contenter des taux de 8,6% en 2014 et 9,4% en 2015 en raison de la chute du cours du cuivre, sa première source de recettes (Maussion, 2017). En cas de persistance de cette baisse des cours du cuivre à l'échéance de sa première émission euro-obligataire, les taux risquent d'être encore plus élevés.

Une hausse des taux d'intérêt au niveau des pays développés peut constituer un facteur d'accroissement du risque de refinancement. Comme nous l'avons évoqué plus haut, l'intérêt des investisseurs pour les obligations des pays Africains est en partie lié à la baisse des taux d'intérêt dans les pays développés. Une hausse de ces taux pourrait entraîner un désintéressement pour les obligations des pays Africains. Il sera difficile pour ces derniers d'emprunter à nouveau pour le remboursement des dettes antérieures ou alors cela se fera à des taux plus élevés.

1.3.3 Les risques juridiques

Les émissions sur le marché financier international exposent les Etats émetteurs à des risques de poursuite judiciaires en cas de défaut. Le risque le plus connu est l'exposition aux fonds voutours. Il s'agit des créanciers qui « rachètent sur le marché secondaire des obligations à des prix fortement décotés par rapport à leurs valeurs faciales, et se situant en dehors du cadre des négociations et des accords entre bailleurs et emprunteurs exigent des Etats emprunteurs le remboursement des obligations à leurs valeurs faciales et non de marché » (Diop et Bonnemaïson, 2016). Plusieurs pays en ont déjà fait les frais. L'Argentine après de longues batailles juridiques a dû payer des milliards de dollars US aux fonds voutours.

1.4 Les mécanismes pour contourner les risques

Les auteurs ont proposé des solutions pour faire face aux risques du marché financier international. Selon eux, une bonne préparation des émissions, la bonne utilisation des ressources, la mise en place de structures adéquates pour la gestion de la dette publique sont des facteurs qui contribuent à atténuer les risques liés au marché financier international.

1.4.1 Une bonne préparation des émissions

La réussite des émissions obligataires sur le marché financier international repose sur une préparation minutieuse (Diop et Bonnemaïson, 2016). Les éléments suivants doivent être pris en compte dans la phase de préparation : la taille de l'émission par rapport au PIB, la structure du remboursement et la devise d'émission. Le choix de la devise d'émission devrait être déterminé en fonction de la devise des revenus prévues pour le remboursement. L'émetteur qui prévoit rembourser la dette avec des revenus en Euros devra émettre en Euro (Mbeng-Mezui, 2016). La prise en compte de ces paramètres pourrait se heurter à certaines difficultés dans la pratique. Certains émetteurs au moment de l'émission n'ont pas idées des sources de remboursement. Les obligations sont souvent remboursées par l'émission de nouvelles obligations.

1.4.2 Une bonne utilisation des ressources

Une bonne utilisation des ressources peut permettre de faire face aux risques du marché financier international. Si les fonds mobilisés sont utilisés à bon escient, investis dans des projets porteurs et bien préparés cela aura à long terme des retombées positives au plan économique. Ce qui rendra moins difficile le remboursement de la dette. A contrario, une utilisation à d'autres fins contribuera à augmenter la dette sans retombées positives au plan économique. Cette situation pourrait engendrer des difficultés de remboursement qui pourraient aboutir à une crise de la dette (Mbeng-Mezui, 2016).

1.4.3 La mise en place de structures adéquates pour la gestion de la dette

Pour éviter « le désastre financier » lié aux émissions obligataires internationales, les Etats Africains doivent mettre en place des structures de gestion de la dette solides, prospectives et complètes (Stiglitz et Hamid, 2013). Le rôle des structures chargée de la gestion de la dette publique est indéniable. En effet, ce sont elles qui élaborent les stratégies d'émission, préparent les émissions, en assurent le suivi, identifient les différents risques et recherchent les moyens pour leur couverture. Les Etats ne doivent pas se contenter de faire exister ces structures mais ils doivent tout mettre en œuvre pour les rendre dynamiques, évolutives, modernes afin de proposer des solutions adaptées.

2 Présentation du processus d'émission de l'eurobond 2017 de la cote d'ivoire

Cette partie sera consacrée à la présentation du processus d'émission de l'Eurobond 2017. L'accent sera mis sur la préparation, la mise en œuvre et les activités post-émission. A la fin du chapitre seront abordés les questions et objectifs de recherche.

2.1 La préparation de l'émission

Plusieurs activités ont été réalisées avant l'émission en vue d'en garantir le succès. Il s'agit notamment de l'étude du marché, de la pré-notation financière, du choix des monnaies d'émission, du choix de la bourse d'émission, la stratégie de gestion de la dette à moyen terme (SDMT), les analyses de viabilité de la dette (AVD) et les simulations préalables.

2.1.1 L'étude préalable du marché

L'étude préalable du marché consiste à analyser l'environnement du marché financier international avant d'y émettre un titre. Les analyses portent sur les différentes fluctuations du marché, le comportement des titres déjà émis, l'évolution des taux d'intérêt. Elle permet de déterminer le moment propice pour une intervention sur le marché et éviter les échecs. L'émission d'un Eurobond engendre des coûts considérables. Il est alors important de prendre les dispositions nécessaires afin d'atteindre les objectifs de mobilisation. La DDPD à travers la sous-direction des études et analyses des risques est l'acteur principal de cette activité. Pour cela, elle dispose depuis 2016 d'une salle des marchés connectée au terminal Bloomberg qui lui permet d'accéder aux différentes informations relatives au marché. Dans le cadre de la préparation de l'Eurobond 2017, la sous-direction des études et analyses des risques de la DDPD en collaboration avec le service Emission des titres publics a observé de manière régulière le suivi des tendances du marché. Ils ont également suivi l'évolution des titres déjà émis par la Côte d'Ivoire sur le marché afin de déceler le niveau d'attractivité des titres ivoiriens. Ils ont bénéficié de l'appui des banques internationales partenaires de l'Etat de Côte d'Ivoire qui ont mis en œuvre leur expertise dans ce domaine. Les échanges réguliers entre dirigeants de la DDPD et ces banques ont permis d'harmoniser les informations et déterminer une période favorable pour l'émission.

2.1.2 La pré-notation financière

La notation financière ou rating « est un processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur»(Karyotis, 1995). Elle permet d'évaluer le risque de crédit d'une entité ainsi que sa

capacité à honorer ses engagements financiers. L'obtention d'une note élevée favorise la mobilisation des ressources sur le marché international. A l'inverse, une note basse rend les conditions d'emprunt plus onéreuses. La pré-notation financière est une notation financière dont le but est de préparer la notation financière qui aura lieu lors de l'émission sur le marché financier internationale par les agences de notation agréées. Elle intervient avant la procédure d'émission.

Depuis 2016 la structure Bloomfield Investment procède à une notation annuelle avec un suivi à l'appui pour le compte de l'Etat de Côte d'Ivoire afin de la préparer à ses émissions d'Eurobond. La structure Bloomfield Investment est une agence de notation qui exerce au plan local. Elle effectue une notation en monnaie locale : Franc de la Communauté Financière Africaine (FCFA). Il est vrai cette notation ne donne pas une évaluation de la capacité de faire face à des obligations dans une autre monnaie. Cependant l'analyse qui est effectuée pour apprécier la qualité de crédit de l'Etat en monnaie locale constitue un indicateur d'appréciation du risque pour les investisseurs internationaux. La présence de Bloomfield en Afrique est un atout, dans la mesure où ses analyses tiennent compte du contexte du pays. Certains investisseurs peuvent utiliser les rapports fournis pour se faire une autre idée de la réalité. Aussi, cette pré-notation permet -elle à l'Etat de prendre certaines précautions à partir des forces et faiblesses identifiées afin de mieux préparer et améliorer la note lors de l'émission sur le marché international. Il faut relever que depuis 2016, la pré-notation financière est faite une fois par an.

2.1.3 Le choix des monnaies d'émission

Contrairement aux émissions précédentes qui ont été faites en une seule tranche et uniquement en USD, l'eurobond 2017 a été émis en deux tranches. La première tranche a été émise en Dollar avec un objectif de 1 225 000 000 USD. Elle constitue la tranche la plus importante de l'émission. L'élément qui justifie ce choix est la profondeur du marché du dollar qui permet de mobiliser plus de ressources. Le marché du dollar attire plus d'investisseurs que celui des autres monnaies. Les émissions antérieures ont été faites uniquement en dollar, et elles ont permis d'atteindre les objectifs de mobilisation.

L'émission de la deuxième tranche constitue une innovation. En effet c'est la première émission faite dans une monnaie autre que le dollar. Elle a été émise en Euro pour un montant de 625 000 000 d'Euro. Le choix de l'Euro comme seconde monnaie d'émission a été guidée par le souci de se prémunir contre le risque de change.

2.1.4 La stratégie de Gestion de la Dette à moyen terme (SDMT)

La SDMT est « un plan que le gouvernement tente de mettre en œuvre à moyen terme afin d'aboutir à une composition souhaitée du portefeuille de la dette du gouvernement, qui

reflète ses préférences par rapport au compromis coût-risques. Elle opérationnalise les objectifs de gestion de la dette des autorités du pays, par exemple s'assurer que les besoins de financement et les obligations de paiement du gouvernement sont satisfaits au coût le plus faible possible en conformité avec un niveau de risque prudent»(Banque Mondiale et Fonds monétaire international,2009). Elle vise la satisfaction des besoins bruts de financement de l'Etat aux moindres coûts possibles tout en maintenant un niveau de risque modérée (Comité Nationale de la Dette Publique, 2017a). La mise en œuvre d'une SDMT permet aux autorités de gestion de la dette publique d'opérer des choix judicieux et adaptés au contexte de leurs Etats.

En application des normes internationales et communautaires, notamment le règlement 09/2007/CM/UEMOA portant cadre de référence de la politique d'endettement public et de gestion de la dette publique dans les Etats membres de l'UEMOA, la Côte d'Ivoire élabore depuis 2012 une SDMT. Ce document, élaboré par le Comité National de la Dette Publique en collaboration avec la Direction de la Dette Publique et des Dons (DDPD) et validé par le gouvernement est joint en annexe de la loi de finances.

L'émission de l'Eurobond 2017 s'inscrit dans le cadre de la SDMT 2017-2022. La présentation de ce document est faite suivant le modèle de la Banque Mondiale et du Fonds Monétaire International. Il y est présenté un état détaillé de la dette publique en Côte d'Ivoire à fin 2016. La répartition est faite en tenant compte de la nature des créanciers, du type d'instrument et de la monnaie. A partir des données fournies, une analyse des risques du portefeuille de la dette est faite. Elle prend en compte les risques de change, les risques de taux d'intérêt et les risques de refinancement encourus sur le stock de la dette existant. Pour la période allant de 2017 à 2022 quatre stratégies de financement ont été proposées et examinées. L'étude des forces et faiblesses de chacune des stratégies a permis de retenir celle qui comportait les meilleurs indicateurs de coûts et de risques. Il est également établi un plan de financement pour l'année 2017. C'est ce plan qui prévoit l'émission d'un eurobond en deux tranches (Voir annexe 1).

2.1.5 Les analyses de viabilité de la dette (AVD) et les simulations préalables

L'AVD est un document conçu conformément au Cadre de Viabilité de la Dette (CVD) du FMI et de la Banque Mondiale. Ce cadre vise à guider les décisions d'emprunt des pays à faible revenus de manière à aligner leurs besoins de financement sur leur capacité de remboursement actuelle et éventuelle en tenant compte de la situation particulière de chaque pays(Banque Mondiale et Fonds Monétaire International,2016). Une analyse de viabilité de la dette bien faite permet de réduire les risques de refinancement de la dette.

Les AVD sont réalisées de manière régulière par le CNDP en collaboration avec la DDPD. Le rapport d'AVD 2017 de la Côte d'Ivoire interprète l'évolution des indicateurs d'endettement de la Côte d'Ivoire depuis 2012 et projette leur trajectoire sur une période de vingt ans à partir

de 2017, afin d'évaluer le risque de surendettement (Comité Nationale de la Dette Publique, 2017b). Les prévisions sont faites de 2017 à 2037. A l'instar de la SDMT, l'AVD présente la situation du portefeuille de la dette publique à fin 2016 en mettant en exergue les risques encourus par ledit portefeuille. Les études de l'AVD portent sur les analyses de viabilité de la dette extérieure, celle de la dette publique intérieure et le portefeuille total de la dette publique. Pour chaque catégorie de dette trois indicateurs d'endettement sont pris en compte : les ratios valeur actuelle de la dette publique rapportée au PIB, valeur actuelle de la dette publique rapportée aux recettes budgétaires et service de la dette rapportée aux recettes budgétaires. Il est important de rappeler qu'il s'agit de projections effectuées en se basant sur des hypothèses du cadrage macroéconomique.

En ce qui concerne la dette extérieure, catégorie à laquelle appartiennent les eurobonds, l'AVD a décelé des indicateurs positifs. La valeur actuelle de la dette en pourcentage du PIB est évaluée à 24,8% en 2017. L'AVD 2017 prévoit une baisse progressive qui pourrait atteindre 11,6 % en 2037. L'AVD prévoit également une baisse de la valeur actuelle de la dette extérieure rapportée aux recettes d'exportations de 135,6% en 2017 à 44% en 2037 (Comité Nationale de la Dette Publique, 2017b).

L'analyse des différents indicateurs a permis de relever un risque de surendettement extérieur modéré. Ce qui constitue un atout pour une nouvelle émission sur le marché international. Toutefois l'AVD met l'accent sur les réformes et les efforts à consentir afin d'éviter le risque de surendettement. Etant donné qu'il s'agit essentiellement de prévisions, des propositions sont formulées afin de les rendre réalisables.

En dehors de l'AVD, la sous-direction des études et analyses des risques de la DDPD a procédé à des simulations d'échéance avant l'émission. Il s'agissait de déterminer plusieurs échéances et d'analyser l'impact de chaque choix sur les différents indicateurs d'endettement et la viabilité de la dette. Les échéances qui présentaient le moins de risques possible ont été choisies.

2.2 La mise en œuvre de la procédure d'émission

Dans cette partie, seront mises en évidence les différentes étapes de la procédure d'émission.

2.2.1 La mise en place d'un cadre organisationnel

Dans le souci d'assurer un bon encadrement de l'émission de l'Eurobond 2017, il a été mis en place en plus des structures habituellement chargées de la gestion de la dette Publique (DDPD, Comité National de Gestion de la Dette Publique : CNDP), un cadre organisationnel. Les organes de ce cadre ont enregistré une implication des plus hautes autorités du pays. Il s'agit du comité de pilotage et du secrétariat technique.

- Le comité de pilotage

Présidé par le Ministre de l'Economie et des Finances, il est composé : du ministre du budget, d'un représentant de la primature, du Directeur Général du Trésor et de la Comptabilité Publique, du Directeur de la Dette Publique et des Dons.

Ce comité est chargé de coordonner toutes les activités relatives à l'émission, donner les orientations et prendre les décisions nécessaires pour le bon déroulement du processus.

- Le secrétariat technique

C'est l'organe exécutif. Il est composé de représentants des différentes administrations siégeant au sein du comité de pilotage. Il prépare les différents dossiers à présenter au comité de pilotage, exécute les décisions du comité de pilotage. Il effectue un suivi rapproché des différentes tâches liées au processus d'émission et se réunit de manière hebdomadaire afin de présenter l'état d'avancement des travaux.

2.2.2 La sélection des intervenants

Plusieurs acteurs interviennent dans l'émission d'un eurobond. Il s'agit aussi bien d'acteurs locaux qu'internationaux. Il s'agit des conseillers financiers, des conseillers juridiques, des agences de notation, des banques co-chefs de file et des tierces parties.

- Les conseillers financiers

Ce sont des structures financières dont la mission est d'accompagner l'Etat dans la conduite de cette opération. Elles sont chargées de : prodiguer des conseils pertinents en matière financière, coordonner la structuration de l'émission et l'établissement du calendrier de l'émission, préparer le prospectus d'émission et tout autre document financier relatif à l'émission, coordonner la due-diligence, superviser l'élaboration des présentations qui seront faites aux investisseurs lors du roadshow, préparer la clôture de l'émission. Dans le cadre de l'Eurobond 2017, la Côte d'Ivoire a eu recours à deux conseillers financiers :

- Au plan national, il s'agit de MATHA Capital, une société panafricaine qui offre des services aux entreprises et aux institutions Africaines en matière de conseil financier.
- Le rôle de conseiller financier au plan international a été assumé par ROTHCHILD. C'est une structure spécialisée dans le conseil en matière de stratégie de financement, de levée de fonds, d'investissements adressé aux grandes entreprises et aux gouvernements dans le monde.

Ces acteurs interviennent dans le processus d'émission des eurobonds en Côte d'Ivoire depuis 2014. Le mode de sélection utilisé est le « gré à gré » avec l'autorisation du ministre chargé du budget.

- Les conseillers juridiques

Leur mission principale est de fournir à l'Etat les conseils juridiques nécessaires dans le cadre d'une émission sur le marché financier international. A ce titre ils ont à charge les tâches suivantes : la préparation et la négociation des documents juridiques relatifs à l'émission, la négociation de la lettre de mandat des banques, la participation à l'élaboration du prospectus d'émission et à la préparation du roadshow, la préparation des documents juridiques pour les avis et autorisations requis par l'Etat, la préparation et la rédaction de tout autre document juridique requis. Lors du processus d'émission de l'Eurobond 2017, la Côte d'Ivoire a été assistée par trois conseillers juridiques qui sont : le cabinet juridique KSK qui relève du droit Ivoirien, le cabinet Cleary Gottlieb Steen and Hamilton LLP relevant du droit Américain et le cabinet Cleary Gottlieb Steen and Hamilton LLP relevant du droit Anglais.

Ces intervenants avaient participé au processus d'émission de l'Eurobond 2015. Ils ont été reconduits en 2017 avec l'autorisation du ministre en charge du budget.

- Les agences de notation

Elles ont été choisies par l'émetteur en collaboration avec les conseillers juridiques et financiers. Leur rôle est d'évaluer la capacité d'un emprunteur (l'Etat de Côte d'Ivoire dans le cas précis) à rembourser le capital et les intérêts de ses dettes (Autorité des marchés financiers, 2013). Dans le cadre de l'Eurobond 2017, la Côte d'Ivoire a été notée par les agences Moody's et Fitch Ratings.

- Les banques co-chefs de file

Elles sont chargées d'assurer pour le compte de l'émetteur le placement des obligations souveraines sur le marché financier international. Dans le cadre de cette mission, elles travaillent avec les conseillers financiers et juridiques pour l'élaboration de la stratégie marketing de l'opération, l'élaboration des recommandations et conseils pour la notation de l'émetteur.

Dans le cadre de l'Eurobond 2017 les banques co-chefs de file étaient : BNP Paribas, Deutsche Bank AG, branche londonienne, JP Morgan Securities PLC, Standard Chartered Bank situées à Londres et Natixis située à Paris. Ces banques ont été sélectionnées à l'issu d'un appel d'offre conformément aux procédures en vigueur en Côte d'Ivoire.

Il faut noter que les banques co-chefs de file disposent également de conseillers juridiques chargés de leur fournir l'accompagnement juridique nécessaire dans le cadre de l'émission. Au plan national il s'agit du cabinet « FADIKA, DELAFOSSE, KACOUTIE associés » et au plan international des cabinets « White and Case LLP » relevant du droit anglais et du droit américain.

- Les tierces parties

Ce sont les structures spécialisées qui interviennent dans le processus d'émission. Elles sont proposées par le conseil financier et les banques co-chefs de file. Il s'agit de :

- L'agent fiscal : C'est l'intermédiaire (banque) chargé de la gestion des flux financiers dans le cadre de la transaction (virement des fonds, paiement des coupons...). L'agent fiscal retenu dans le cadre de l'Eurobond 2017 était Deutsche Bank AG London Branch.
- Les agents de cotation : Deutsche Bank, Luxembourg SA
- La bourse de cotation : Il s'agit de la place financière où sont négociés les titres. L'Eurobond 2017 a été négocié sur la bourse de Luxembourg à l'instar des émissions précédente. La figure ci-dessous présente de manière schématique les différents intervenants.

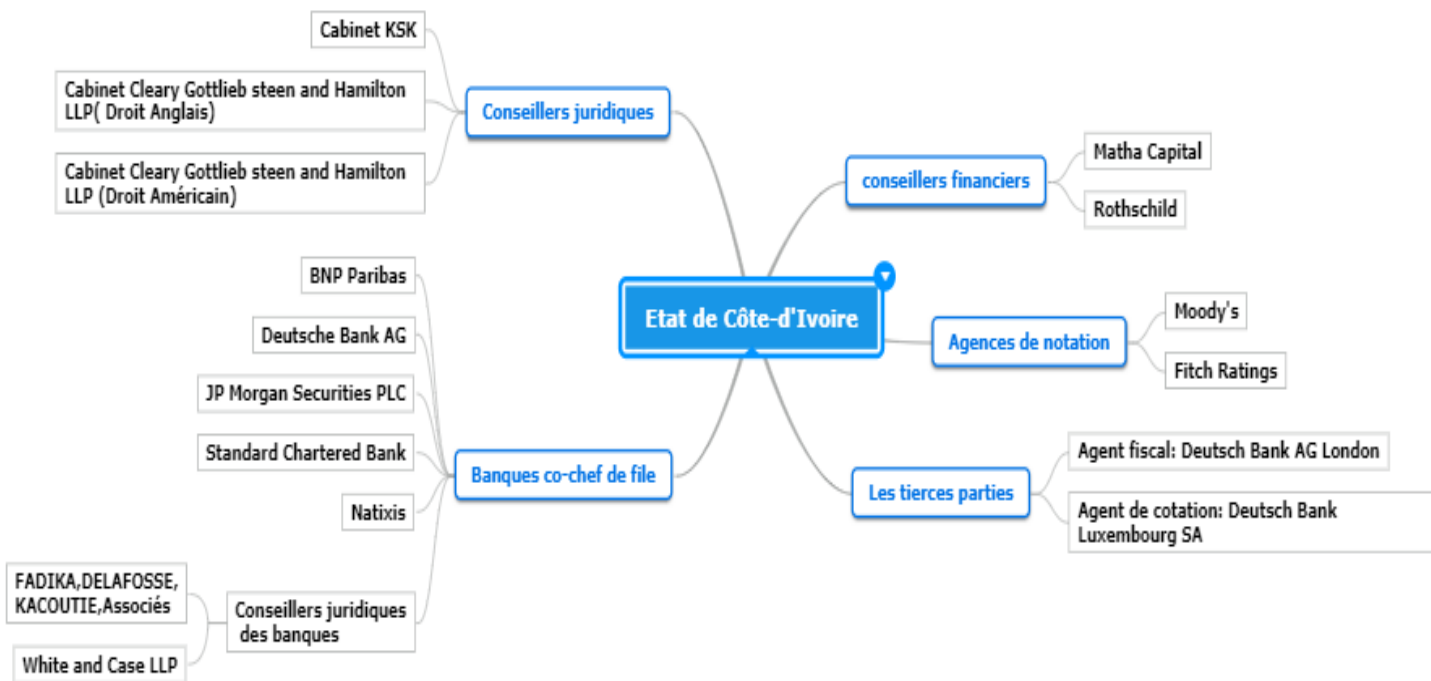


Figure 1 : Intervenants processus d'émission eurobond 2017

2.2.3 La cérémonie de lancement Officiel

Cette cérémonie a pour but d'informer officiellement la communauté nationale et internationale de la volonté de l'Etat d'émettre sur le marché financier international. Elle a également pour but d'informer toutes les administrations publiques ou privées dont l'apport sera nécessaire dans le processus d'émission à se rendre disponible afin de fournir les informations nécessaires.

2.2.4 La phase de notation financière

C'est une étape très importante dans le processus d'émission. La notation financière est l'un des éléments qui influence les investisseurs dans leur prise de décision. Elle leur fournit des informations sur la qualité de l'émetteur. Lorsque l'émetteur est bien noté, cela aura pour effet non seulement d'accroître le nombre des investisseurs mais aussi de réduire le rendement exigé par ces derniers. C'est la raison pour laquelle les émetteurs accordent une grande importance à cette étape.

Les deux agences de notation sélectionnées : Moody's et Fitch Ratings ont transmis des questionnaires à l'émetteur afin d'avoir les données nécessaires. Puis elles ont effectué des missions sur place en vue de confronter les informations collectées avec la réalité. Elles ont procédé par des entretiens avec les responsables de certaines structures publiques et privées et par la consultation de documents sur place. Les éléments sur lesquelles les agences se fondent pour évaluer le risque de crédit sont les suivants :

- les critères quantitatifs : les ressources financières de l'Etat, le PIB par habitant, les ratios de dette publique sur PIB, les ratios de dette publique sur recettes propres en vue d'apprécier la soutenabilité de la dette ;
- les critères qualitatifs : la stabilité politique et institutionnelle, la qualité de la gestion des finances publiques, le management de la dette publique.

Les prévisions : Il s'agit d'estimations faites sur des éléments tels que le taux de croissance.

Après analyse de ces éléments, une note de crédit est attribuée à l'émetteur. Si les critères sont parfois semblables, une différence est observée au niveau de l'attribution de la note où chaque agence dispose d'un système de codification qui lui est propre (Voir annexe 2).

L'agence Moody's a attribué la note Ba3. De manière générale les obligations notées Ba dans l'échelle de Moody's sont considérées comme présentant des facteurs spéculatifs. Par conséquent leur avenir n'est pas bien assuré. La couverture des intérêts et du capital peut être souvent très modérée. Les obligations de cette catégorie se caractérisent par l'incertitude de leur situation (Karyotis 1995). De manière spécifique la note Ba3 correspond à une valeur spéculative avec un niveau de risque important.

L'agence Fitch Ratings a attribué la note B+ qui s'inscrit également dans la catégorie dite spéculative.

2.2.5 L'élaboration du prospectus d'émission

Le prospectus d'émission est un document écrit de plus de 200 pages. Il renseigne sur la situation économique, politique, social ainsi et les perspectives de développement de l'émetteur. Il fournit également des renseignements sur les termes et conditions de l'émission, les modalités de remboursement. Il est élaboré suite aux séances de due-diligence

effectuées dans le pays par les banques co-chefs de file. Au cours de ces séances les banques procèdent à des entretiens et à un ensemble de vérifications dans certaines administrations publiques et privées. Ce sont les résultats de ces vérifications qui serviront à l'élaboration du prospectus d'émission.

2.2.6 Le roadshow

Le roadshow c'est la campagne marketing de l'opération. Une délégation du pays émetteur parcourt les grandes places financières internationales (muni du prospectus d'émission et de tout autre document jugé nécessaire) afin de présenter l'émission aux investisseurs et solliciter leur participation. De manière concrète, ils présentent le pays aux investisseurs en mettant en exergue ses atouts, ses performances économiques, ses perspectives de développement et toute autre information nécessaire. Ils présentent également les projets envisagés avec les produits de l'émission. Ils répondent également aux questions des investisseurs.

Du 1^{er} au 8 Juin 2017, une délégation conduite par le premier ministre ivoirien et composé : du Secrétaire Général de la présidence, du ministre de l'Economie et des Finances, du ministre du budget et du portefeuille de l'Etat, du ministre du plan et du développement ainsi que du ministre du pétrole, de l'énergie et du développement des énergies renouvelables a parcouru six places financières afin de présenter l'Eurobond 2017 aux investisseurs. Cette délégation s'est rendue sur les places financières de Paris, Francfort, Munich, Londres, New York et Boston afin d'échanger avec les investisseurs et présenter les projets que l'Etat Ivoirien envisageait réaliser avec les produits de cette émission. En effet, les fonds mobilisés devraient servir d'une part au rachat de l'eurobond à échéance 2024 à hauteur de 500 millions USD et de l'eurobond à échéance 2032 à hauteur de 500 millions USD. D'autre part ils devraient servir également à financer les investissements prévus au budget notamment dans les secteurs des chemins de fer, de l'énergie, des infrastructures aéroportuaires et portuaires.

2.2.7 Le pricing

Le pricing c'est l'adjudication des offres des investisseurs. Il permet de déterminer le juste prix d'une opération financière et de ses principales caractéristiques (Anastassiades et Parant 1999). Il intervient après un arbitrage, suite à l'analyse des conditions de marché. A l'issue du pricing, les résultats étaient les suivants :

- Pour la tranche en dollar, le volume des souscriptions a atteint 4,8 Milliards de dollars US pour un objectif de 1,25 milliards USD. Le montant mobilisé était 1,25 milliards conformément à l'objectif initial.

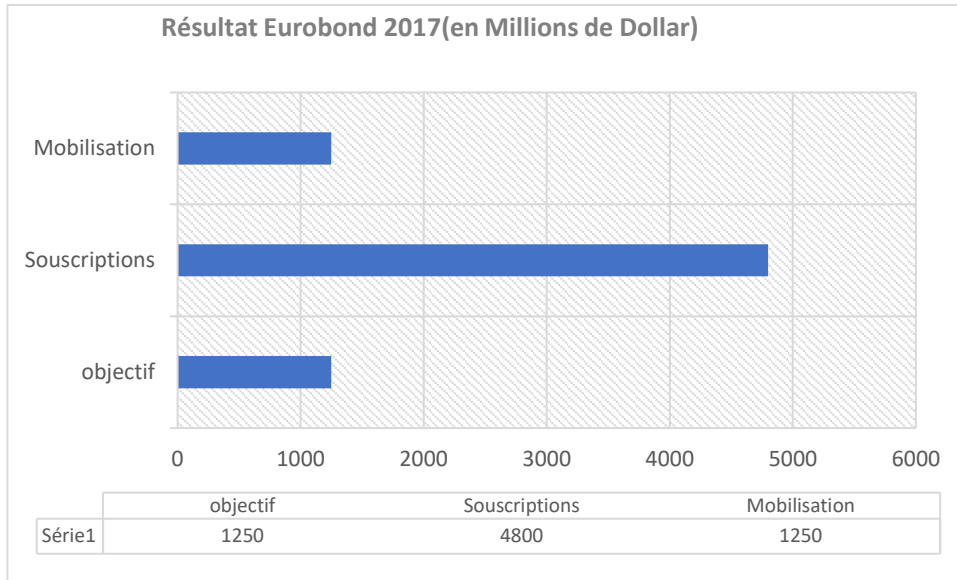


Figure 2 : Résultat eurobond 2017 tranche en USD

Le taux d'intérêt retenu est de 6,125% pour une maturité de 16ans. Nous tenons à relever que le montant mobilisé en dollar US lors de cette émission est supérieur aux montants des deux émissions précédentes.

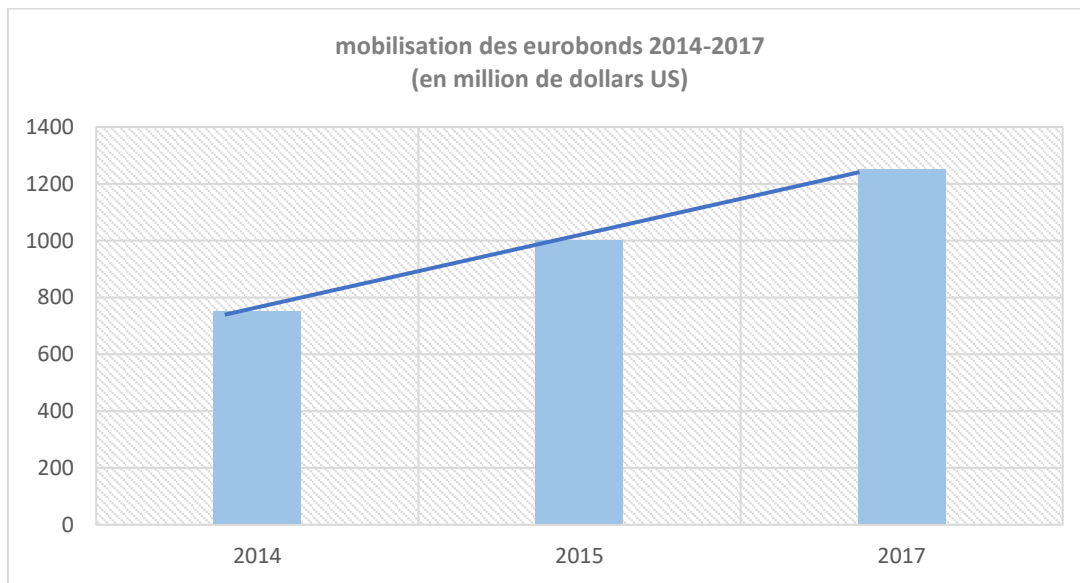


Figure 3 : Montant mobilisé eurobond 2014-2017

Pour la tranche « Euro », le volume des souscriptions atteint était de 4,5 Milliards d’Euro pour un objectif de 625 Millions d’Euro. Le montant mobilisé était de 625millions d’Euro.

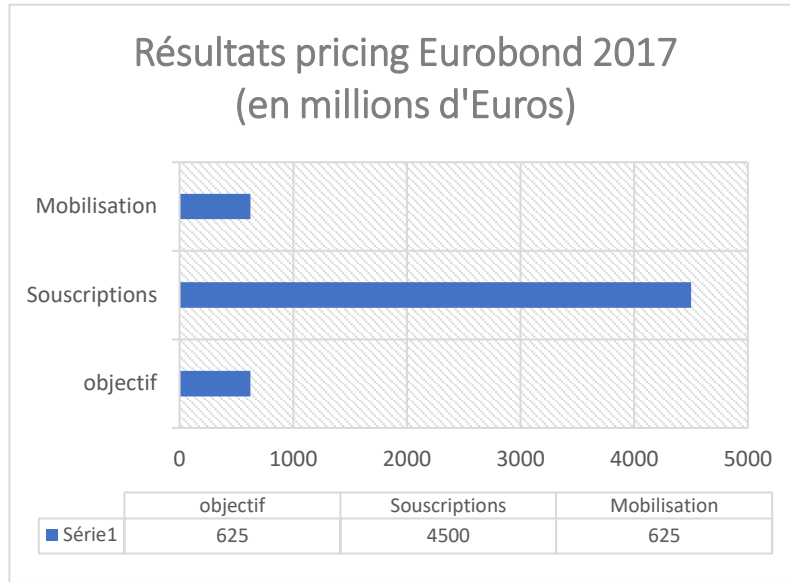


Figure 4 : Résultat eurobond 2017 tranche en euro

Le taux d’intérêt pour cette tranche est de 5,125% pour une maturité de 9ans.

A la fin du pricing on procède au closing. A compter de ce moment la procédure est close pour le public. Cependant la DDPD et les autres acteurs continuent d’effectuer des opérations post-émission.

2.3 Le suivi post-émission

Les opérations post-émission ont pour but de réduire au maximum les risques liés à l’émission. Il s’agit dans le cas précis de la couverture du risque de change et des possibilités de rachat.

2.3.1 La couverture du risque de change

Les émissions en monnaies étrangères exposent les Etats à plusieurs risques dont l’un des plus importants est le risque de change. Pour s’en prémunir, il existe plusieurs techniques.

Les autorités Ivoiriennes ont entrepris des démarches pour la couverture du risque de change par swap ou par forward. A cet effet, elles ont reçu des propositions de couverture émanant de plusieurs institutions financières. Ces propositions concernent aussi bien les swaps que les forwards. Toutes ces propositions sont à l’examen au niveau de la sous-direction des Etudes, Analyses et gestion des risques.

2.3.2 Les opérations de rachat

Le rachat consiste à effectuer un remboursement par anticipation, c'est-à-dire avant l'échéance, comme cela a été fait pour les Eurobonds 2024 et 2032 grâce aux fonds mobilisés lors de l'eurobond 2017. A ce jour aucun rachat n'a été effectué sur l'eurobond 2017 (l'émission est assez récente). Cependant cette éventualité n'est pas à exclure dans la mesure où les clauses de l'émission prévoient des rachats en ces termes « A moins d'être racheté, acheté ou annulé, l'émetteur rachètera les billets en trois versements ... »(Côte d'Ivoire 2017). Ce qui sous-entend qu'en dehors des dates d'amortissement prévues, l'émetteur peut procéder à des rachats. Il faut rappeler que cette option a déjà été utilisée par l'Etat Ivoirien avec les produits de l'Eurobond 2017.

2.3.3 Les modalités d'amortissement

Elles ont été énoncées dans le prospectus d'émission. Pour la tranche en dollar, l'émetteur a opté pour un amortissement en trois étapes 2031, 2032 et 2033. L'émetteur versera 416 666 666,66 USD en 2031, le même montant en 2032 et 416 666 666,68 à l'échéance en 2033. Pour les deux premières étapes en 2031 et 2032. LA DDPD et la Paierie Générale de la Dette Publique (PGDP) sont chargées de veiller au respect de ces modalités d'amortissement. Voici ainsi présentée la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017 qui sert de base à notre étude. Cette présentation suscite en nous des interrogations.

2.4 Questions, objectifs et proposition de recherche

Pour mener notre étude, nous sommes posées des questions en lien avec des objectifs de recherche, et nous avons émis une hypothèse.

2.4.1 Questions de recherche

Nous avons une question générale, de laquelle découle trois questions spécifiques.

- Question générale

La stratégie de mobilisation des ressources du marché financier international utilisée pour l'émission de l'Eurobond 2017 a-t-elle été efficace ?

- Questions spécifiques
 - Quels sont les éléments d'efficacité contenus dans la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017 ?
 - Quelles sont les faiblesses constatées en termes d'efficacité ?
 - Quelles sont les perspectives d'amélioration pour les prochaines émissions obligataires internationales ?

2.4.2 Objectifs de recherche

- Objectif Général

Contribuer par nos propositions à l'amélioration des stratégies de mobilisation des ressources du marché financier international par la Côte d'Ivoire en termes d'efficience.

- Objectifs spécifiques

- Présenter les éléments d'efficience contenus dans cette stratégie
- Dégager les insuffisances
- Formuler des propositions pour une amélioration lors des émissions futures

2.4.3 proposition de recherche

La stratégie d'émission de l'eurobond 2017 contient des éléments d'efficience, celle-ci pourrait être améliorée pour les prochaines émissions.

3 Aspects méthodologiques et apports du stage

Dans ce chapitre, seront abordés les divers aspects méthodologiques et l'apport du stage pour la réalisation de cette étude.

3.1 Aspects méthodologiques

3.1.1 Cadre Théorique et opératoire

Dans le cadre de cette étude nous avons défini deux variables :

- Une variable indépendante : La stratégie de mobilisation
- Une variable dépendante : l'efficacité

Ces deux variables entretiennent des relations entre elles. La variable indépendante (la stratégie de mobilisation) influence la variable dépendante (l'efficacité). La mise en œuvre d'une bonne stratégie de mobilisation peut conduire à l'efficacité. Par contre une mauvaise stratégie de mobilisation ne conduit pas l'efficacité. L'efficacité dépend de la stratégie de mobilisation adoptée. La mise en œuvre de la stratégie nécessite la présence d'acteurs qui mènent des activités coordonnées dans la préparation, la mise en œuvre et le suivi post-émission. Ces acteurs doivent avoir une bonne connaissance du contexte du marché. Il doit exister une ou plusieurs structures pour l'encadrement. L'efficacité quant à elle peut être appréciée à travers des éléments tels que : le rapport entre le montant recherché, le montant des souscriptions et le montant obtenu (ce qui détermine l'atteinte ou non de l'objectif de mobilisation), la nature et le niveau du taux d'intérêt, niveau de couverture des différents risques (risque de change, risque de taux d'intérêt, risque de refinancement, risque juridique).

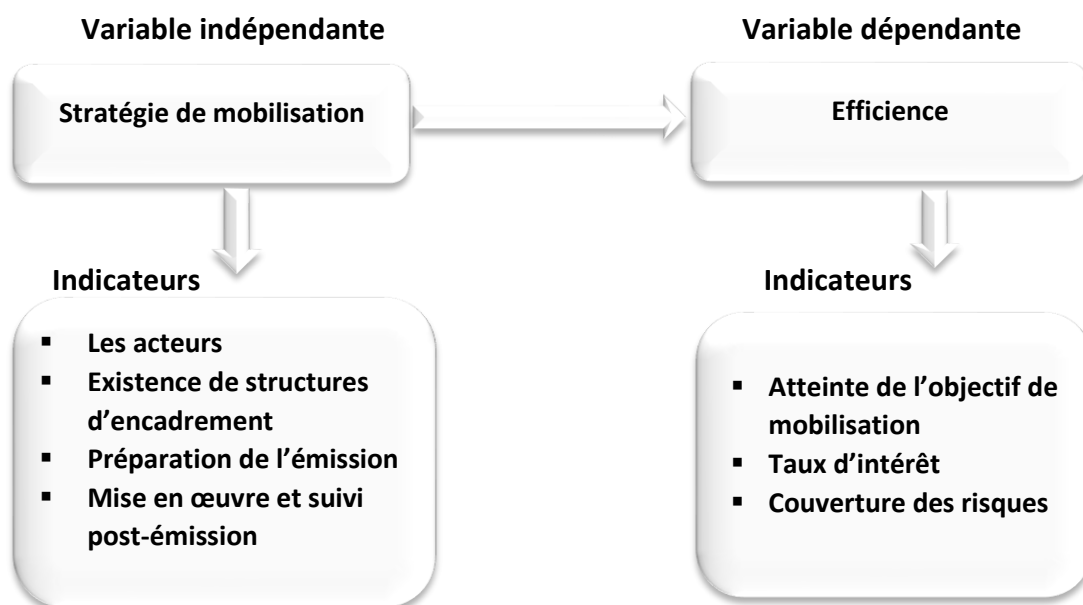


Figure 5 Schéma du cadre opératoire

Pour une meilleure compréhension du sujet, il est nécessaire de définir les concepts :

Stratégie de mobilisation : Une stratégie est un ensemble de décisions prises, définies par rapport à des objectifs hiérarchisés, articulées les unes aux autres et coordonnées au cours du temps sur une période de moyen ou long terme (Capul et Garnier, 2012).

L'efficience : Une action est jugée efficiente si le résultat est obtenu avec une économie de moyens, donc sur la base d'un calcul d'optimisation visant à minimiser les coûts. Prenons l'exemple d'un moustique qui vous importune. Si vous le détruisez avec un lance-flamme ; vous êtes efficaces : le moustique est anéanti, mais la maison a brûlé. Si vous le neutralisez grâce à un insecticide se caractérisant par un coût unitaire particulièrement faible et des effets secondaires anodins alors vous êtes efficient (Capul et Garnier, 2012). La notion d'efficience ici renvoie à l'atteinte des objectifs tout en réduisant les coûts et les risques.

Eurobonds ou Euro-obligations : Ce sont des titres de créance négociables à moyen et à long terme, bénéficiant d'un statut fiscal privilégié émis en eurodevises par un syndicat international de banques et placés principalement dans d'autres pays que celui dont la monnaie sert à libeller l'emprunt (La Bruslerie, 2002). Les eurobonds présentent les caractéristiques suivantes : la monnaie d'émission n'est pas nécessairement celle de l'emprunteur ou du prêteur ; le syndicat bancaire s'engage à placer les titres auprès d'une clientèle internationale ; les intérêts versés sont exonérés de la retenue à la source (Choinel et Rouyer 1988). Les Eurobonds désignent également des obligations émises en commun par les pays de la zone Euro. Mais notre étude ne porte pas sur cette catégorie d'Eurobond.

Marché financier : Le marché financier est un compartiment du marché des capitaux. Le marché des capitaux met en relation des agents économiques détenteurs ou générateurs de fonds et des agents économiques ayant des besoins de fonds (Leroux, 1994). Le marché financier de manière spécifique met en présence les demandeurs et les offreurs de capitaux à long terme (Jacquillat, et al 2014). Il s'agit d'un marché de valeurs mobilières composés de titres négociables qui représentent soit des droits d'associés, soit des droits de créanciers qui sont susceptibles de procurer des revenus à leurs détenteurs (Choinel et Rouyer, 1988). Les droits d'associés ce sont les actions et les droits de créanciers susceptibles de procurer des revenus sont des obligations. Les eurobonds appartiennent à cette dernière catégorie. Ces opérations deviennent internationales lorsqu'elles sortent du cadre restreint d'un Etat. Nous avons conçu le schéma ci-dessous à partir des informations fournies par les auteurs précités afin de mettre en évidence les rapports entre le marché des capitaux et le marché financier.

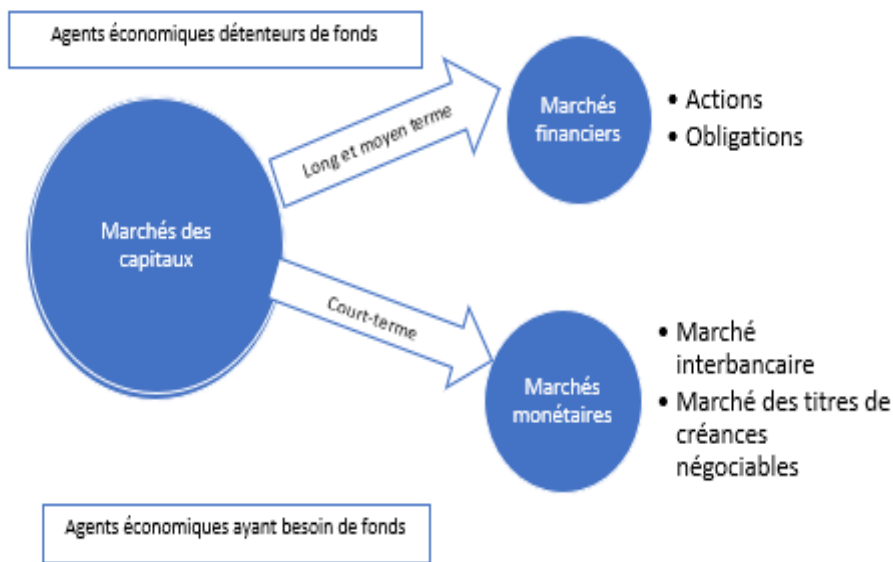


Figure 6 : Marchés des capitaux et marchés financiers

Les obligations sont des titres de créance qui donnent à leurs détenteurs la qualité de créancier de la structure émettrice, qui s’engage à les rembourser à une échéance déterminée et à leur verser un intérêt annuel fixe (Jacquillat, et al. 2014).

3.1.2 Méthode de collecte et d’analyse des données

Dans le cadre de cette étude nous avons utilisé une approche qualitative. Il s’agit d’une étude de cas. Pour la collecte des données, nous avons eu recours à plusieurs méthodes : la recherche documentaire, les entretiens.

- La recherche documentaire : Elle s’est faite en deux parties. La première a consisté en la consultation d’ouvrages et d’articles relatifs à la question dans diverses bibliothèques et sur des sites internet. La seconde partie s’est déroulée au lieu de stage et dans certaines structures privées où des documents ont été mis à notre disposition. Nous avons pu consulter entre autres le prospectus d’émission de l’eurobond 2017, les bulletins statistiques de la dette publique, le manuel de procédure des eurobonds, les rapports d’émission, les rapports d’activité des différents séminaires et ateliers de réflexion sur la dette publique qui ont abordé la question des eurobonds, les plans d’action de la stratégie de mobilisation, les rapports de Bloomfield Investment.
- Les entretiens : Nous avons réalisé des entretiens au sein de la structure de stage et d’autres entretiens en dehors de la structure du stage. L’échantillonnage utilisé était un échantillonnage de convenance. En fonction des premières informations obtenues

sur le processus d'émission nous avons sélectionné les personnes. Il s'agit des personnes qui ont pris part au processus. Dans la structure de stage il s'agissait principalement des responsables et des agents des sous-directions de la mobilisation des ressources (particulièrement le service émission de titres publics), la sous-direction des études et analyses des risques (tous les services), le service juridique. En dehors des personnes des services précités nous avons eu des entretiens avec des personnes issues de services qui en principe ne sont pas impliqués dans le processus d'émission, mais qui en raison de leur expérience dans le domaine ont été associées au processus d'émission.

En dehors de la structure de stage nous avons effectué des entretiens dans des structures privées impliquées directement ou indirectement dans le processus d'émission (Bloomfield Investment, cabinet juridique KSK). Certains entretiens prévus n'ont pu avoir lieu pour des raisons propres aux structures concernées.

Les données recueillies ont fait l'objet d'une analyse descriptive. Certaines d'entre elles ont été traitées à partir d'Excel et les autres ont fait l'objet d'une synthèse à partir de l'analyse du contenu.

3.2 L'expérience du stage

Dans le but de collecter des données pour la réalisation de cette étude, nous avons effectué un stage à la Direction de la Dette Publique et des Dons (DDPD) en Côte d'Ivoire. Nous avons pu y recueillir des données pour la rédaction de notre mémoire. Toutefois nous avons été confrontés à certaines difficultés.

3.2.1 La Structure de stage

La structure de stage a constitué le terrain de notre étude. Nous allons procéder à sa description dans les lignes qui suivent.

- Statut juridique

La DDPD est une structure d'Administration centrale placée sous l'autorité et le contrôle du Directeur Général du Trésor et de la comptabilité Publique.⁶ Elle fait partie des directions centrales qui composent la Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité Publique. Elle est régie actuellement par le décret n°2016-600 du 3 Août 2016 portant organisation du ministère auprès du premier ministre chargé de l'Economie et des Finances, et par l'arrêté

⁶ Article 1 de l'arrêté n°512/MPMEF/DGTCP/DEMO du 30 Décembre 2016 portant organisation de la Direction de la Dette Publique et des Dons et fixant ses attributions

n°512/MPMEF/DGTCP/DEMO du 30 Décembre 2016 portant organisation de la Direction de la Dette Publique et des Dons et fixant ses attributions.

- Historique

De 1959 à 1997, la gestion de la dette publique en Côte d'Ivoire était assurée par la Caisse Autonome d'Amortissement (CAA). Celle-ci sera dissoute par la loi n°97-731 du 23 Décembre 1997. Cette même loi va consacrer la création de la Direction de la Dette Publique (DDP) au sein de la DGTCP. A l'issu des réformes introduites par le décret n°2016-600 du 03 Août 2016, les missions de la DDP sont renforcées et elle devient DDPD.

- Missions

Les missions qui découlent de l'article 2 de l'arrêté portant organisation de la DDPD et fixant ses attributions sont les suivantes :

- l'élaboration de la politique d'endettement public et la stratégie de gestion de la dette publique ;
- la réalisation des analyses de viabilité de la dette publique ;
- l'émission des emprunts sur le marché régional ou le marché international des capitaux ;
- la négociation des termes financiers et juridiques des emprunts intérieurs et extérieurs ;
- la négociation et la gestion des dons ;
- l'instruction des demandes de rétrocession de prêts ou d'octroi de garantie de l'Etat ou ses démembrements ;
- la gestion de la dette publique ;
- la coordination de la politique et la gestion de la trésorerie ;
- la conduite des études relatives à la dette publique ;
- la production des statistiques, notes et rapports sur la dette publique ;
- le suivi de la dette des entreprises publiques, des collectivités locales et autres démembrements de l'Etat ;
- l'examen des dossiers de financement des dossiers de partenariat publics ;
- la participation au suivi des partenariats publics privés.

- Organisation

La DDPD est composée de neuf services rattachés et six sous-directions ayant en leur sein des services (Voir organigramme). Conformément aux recommandations des institutions de Bretton Woods, elle est organisée selon le modèle « Front-Middle-Back Office ».

-le Front Office est constitué par la sous-direction de la mobilisation des emprunts et dons ;

-le Middle Office est constitué de deux sous-directions : la sous-direction des études et analyses et celle de la gestion de la trésorerie ;

-au titre du Back Office nous avons trois sous-directions : la sous-direction des tirages et suivi des emprunts intérieurs, la sous-direction du suivi des prêts rétrocédés ou garantis, de la dette du secteur parapublic et des partenariats publics et privés, la sous-direction du remboursement de la dette ;

-Les neuf services rattachés sont : le service secrétariat, le service courrier, le service ressources humaines et matériel, le service informatique, le service audit et contrôle interne, le service juridique, le service archives, le service documentation et formation, le service contrôle de la qualité de la base de données. L'organigramme ci-dessous présente de manière détaillée les différents services.

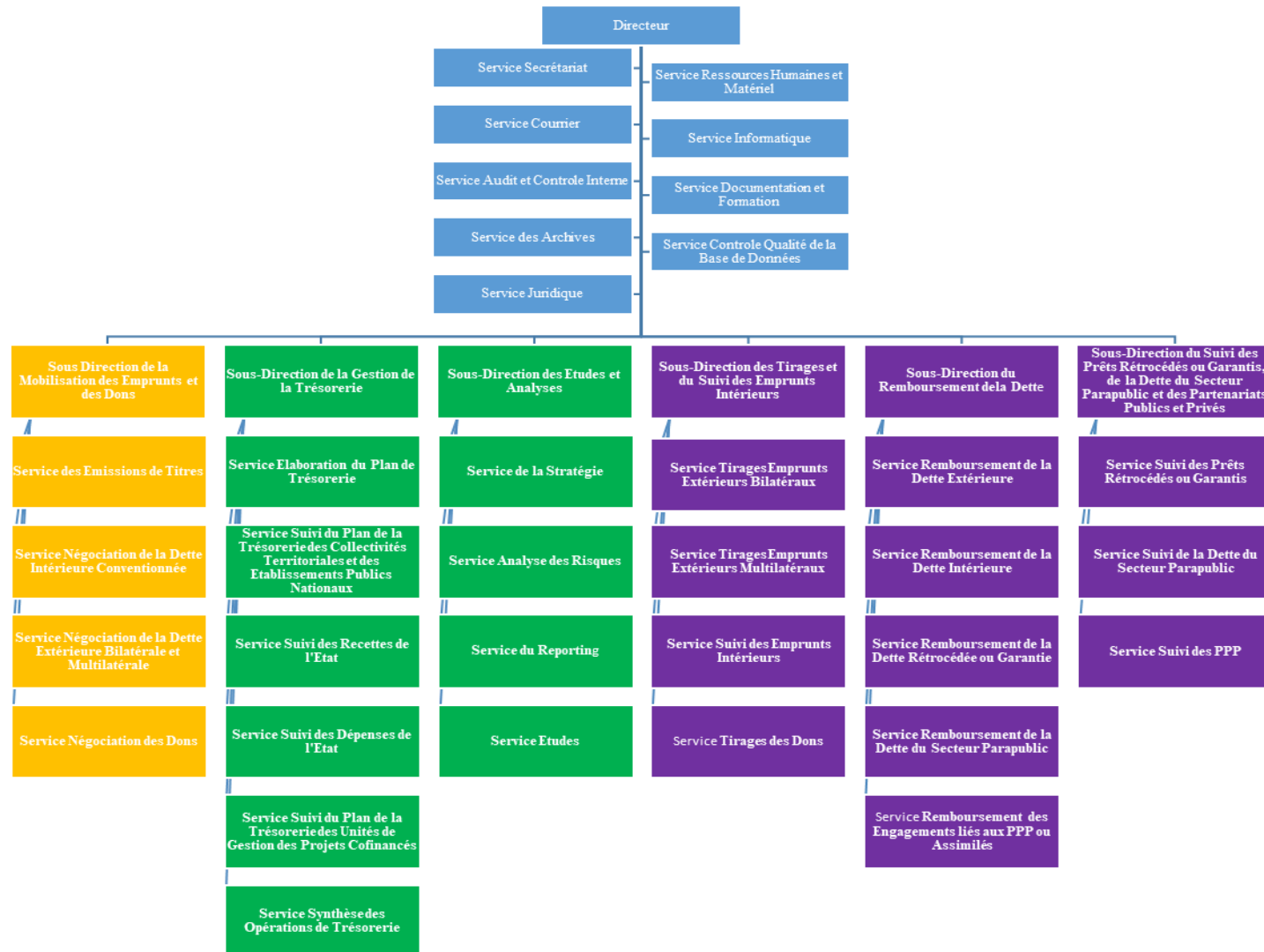


Figure 7 Organigramme de la DDPD

Source : DDPD

3.2.2 Acquis pour le mémoire, difficultés et limites

L'expérience du stage à la DDPD nous a permis d'avoir des acquis pour le mémoire. Toutefois nous avons rencontré des difficultés.

- Les acquis

Le stage à la DDPD nous a permis de collecter des données pour la rédaction de ce mémoire. En effet, le thème du mémoire est en lien direct avec les activités de la DDPD, notamment celles relatives à l'émission des emprunts sur le marché international des capitaux. Le service émission des titres publics de la sous-direction de la mobilisation et la sous-direction des études et analyses des risques (tous les services) ont été des cadres propices pour une meilleure compréhension des principes et procédures qui régissent les émissions sur le marché international des capitaux. Nous avons pu accéder à la documentation disponible sur place. Le stage nous a permis également d'identifier les intervenants extérieurs et de nouer des contacts avec certains d'entre eux.

- Les difficultés rencontrées

Nous avons rencontré des difficultés liées à la période du stage, à la disponibilité des personnes ressources au niveau de la DDPD, la disponibilité des intervenants extérieurs.

- La période de stage : La période prévue pour le stage (10 semaines) était assez brève. Conformément à la politique d'encadrement des stagiaires menée par la DDPD, tout stagiaire qui y est admis doit effectuer au moins une semaine dans chaque sous-direction et éventuellement quelques jours dans les services rattachés afin d'avoir une vue d'ensemble sur le fonctionnement de la DDPD. C'est à l'issue de cette phase d'imprégnation que le stagiaire après avoir opté pour un thème qui sera validé par la structure est sédentarisé dans la sous-direction adaptée au thème où il participe à l'exécution des tâches tout en collectant les données. Le nombre de sous-directions étant de six, la période d'imprégnation dure au moins 6 semaines. Les quatre semaines de sédentarisation se sont avérées insuffisantes pour la validation du thème, la sédentarisation et la collecte des données. Nous avons dû solliciter une période complémentaire.
- La disponibilité des personnes : La DDPD est une grande direction avec plusieurs attributions. Cependant elle fonctionne avec un effectif réduit. Le personnel effectue beaucoup de missions à l'extérieur et même quand ils sont présents la charge de travail est immense. Ce qui n'était pas de nature à favoriser leur disponibilité pour les entretiens. Nous avons dû faire preuve de beaucoup de patience et de diplomatie.

- Limites de l'étude

Dans cette étude, nous nous sommes attelés à mettre en exergue les éléments d'efficience et les insuffisances en termes d'efficience contenus dans la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017. Elle est limitée en ce sens qu'elle porte sur une seule émission euro-obligataire alors qu'il en existe plusieurs et chacune d'elle a des caractéristiques propres.

En outre, nous n'avons pu réaliser des entretiens avec certains acteurs de la stratégie notamment les conseillers juridiques et financiers extérieurs, ainsi que les banques co-chefs de file et le conseiller financier local alors que ces derniers jouent un rôle important dans le processus d'émission. Nous aurions aimé nous entretenir avec eux afin d'avoir également leurs points de vue et connaître les raisons qui fondent les propositions que ces derniers font à l'émetteur. Notre analyse à partir des données secondaires a été basée uniquement sur les informations fournies par les acteurs présents sur le territoire Ivoirien.

4 Observations et recommandations

La présentation du processus d'émission de l'Eurobond 2017 nous a permis de mieux cerner les contours notamment la préparation, la mise en œuvre et les activités post-émissions. Cela nous a-t-il permis d'observer non seulement des points forts en termes d'efficience mais également des insuffisances. Dans cette partie il sera question de mettre l'accent les observations faites et proposer des recommandations pour une mobilisation efficiente des ressources du marché financier international.

4.1 Observations

L'analyse de la stratégie d'émission de l'eurobond 2017 a permis de relever des points forts en termes d'efficience ainsi que des faiblesses.

4.1.1 *Les points forts*

L'émission de l'Eurobond 2017 comporte plusieurs points forts en termes d'efficience. Il s'agit notamment de l'atteinte des objectifs de mobilisation, la nature du taux d'intérêt, la mise en place de structures adéquates pour organiser l'émission et pour la gestion quotidienne de la dette publique, la contribution à la réduction du portefeuille de la dette publique.

L'atteinte des objectifs de mobilisation

- La tranche émise en dollar

Pour cette tranche, l'objectif de mobilisation était fixé à 1,25 Milliards USD. Le nombre des souscriptions a atteint 4,8 Milliards USD. Le constat est que l'objectif a été non seulement atteint mais en plus de cela les souscriptions sont nettement supérieures au montant recherché. Le taux de souscription représente environ quatre fois le montant recherché. On peut en déduire qu'au niveau de l'atteinte des objectifs l'émission a connu un succès, elle a été accueillie favorablement par les investisseurs.

Il faut également relever la prudence dont les autorités Ivoiriennes ont fait preuve en se contentant de mobiliser le montant qui avait été sollicité au départ. Le fait d'aller au-delà de la somme attendue pourrait paraître intéressant de prime abord mais cela aurait eu pour effet d'accroître sans raison valable le portefeuille de la dette et exposer celui-ci à un risque de refinancement élevé dans le futur. En effet, toutes les projections faites et les stratégies mises en place dans le cadre de la SDMT, des AVD et toutes les simulations préparatoires ont été

faites sur la base du montant recherché. De surcroît ce montant a été déterminé en fonction des besoins et avec de l'Etat. Aller au-delà de ce montant pourrait contribuer à réduire l'efficacité des précautions prises. On serait en présence d'un excédent de trésorerie pour lequel il n'y a peut-être pas eu de planification claire et cela pourrait conduire à des abus. Par cet acte, elles ont également laissé l'image d'un Etat qui attache du prix au respect de la rigueur budgétaire. Cela peut être un atout lors des émissions futures.

Le montant mobilisé lors de l'Eurobond 2017 est en hausse comparativement aux émissions précédentes. En 2014 le montant mobilisé était de 750 millions de Dollars, il est passé 1 milliard en 2015 et 1 250 milliards en 2017. Cette hausse pourrait traduire une confiance plus des investisseurs internationaux.

- La tranche émise en euro

Elle constitue une innovation pour l'émetteur. C'est la première émission de l'Etat de Côte d'Ivoire en Euro. Les Eurobonds précédents ont été tous émis en dollar US. Eu égard aux appréhensions qui existaient sur la question, cette émission constituait à la fois un test et un défi à relever. Le succès enregistré a montré qu'il était possible pour l'Etat de Côte d'Ivoire de mobiliser des capitaux en Euro sur le marché financier international. En effet, le montant recherché était de 625 millions d'Euros mais le volume des souscriptions a atteint 4,5 milliards d'Euro soit 7 fois le montant recherché. Toutefois l'émetteur a choisi de s'en tenir au montant recherché.

- L'absence de risque de taux d'intérêt et la baisse du taux d'intérêt

Les deux tranches de cette émission ont été faite à des taux fixes : 6,125% pour la tranche en dollar et 5,125% pour la tranche en Euro. Les émissions d'obligations à taux fixes ont pour avantages de protéger l'émetteur contre le risque de taux d'intérêt liés à la volatilité du marché. Partant de ce fait, l'émetteur n'a plus à recourir aux procédures de swap de taux d'intérêt pour se prémunir du risque de taux d'intérêt. Par conséquent, il est épargné des couts engrangés par une telle procédure.

Une obligation à taux variable peut être profitable à l'émetteur en cas de baisse des taux d'intérêt mais en cas de hausse, elle peut rendre insoutenable le service de la dette. C'est la raison pour laquelle les Etats qui optent pour des obligations à taux d'intérêts variables ont recours à une procédure de swap de taux d'intérêt. Elles sont accompagnées dans cette démarche par les banques et les conseillers financiers. Cependant, « ces entités ne travaillent pas pour des cacahuètes »(Mbeng-Mezui 2017). Les opérations de swap de taux d'intérêts engendrent des coûts à la charge de l'émetteur. En optant pour des obligations à taux fixes, les autorités évitent non seulement d'engager des coûts supplémentaires pour le swap de taux d'intérêt. Elles disposent de données fixes pour une gestion prudente du portefeuille de la dette afin d'éviter les désagréments au moment du remboursement.

Le taux d'intérêt de 6,125% appliquée pour la tranche en dollar pour une durée de 16ans peut être considéré comme satisfaisant pour un émetteur qui se situe dans la catégorie spéculative. Si l'on compare ce taux à celui de l'émission 2015 (6,375%) pour une maturité de 13 ans, on peut dire qu'il y a une légère amélioration. Le coût de la dette a baissé. Ce taux est nettement plus bas que celui obtenu par le Ghana en 2016 (750 Millions au taux de 9,5%) et en 2018 (1 Milliard de Dollar au taux de 7,625% l'an pour une maturité de 10ans).⁷

- La couverture partielle du risque de change

Contrairement aux émissions précédentes (2014,2015), une partie de l'Eurobond 2017 a été libellé en Euro. Le franc CFA, monnaie utilisée en Côte d'Ivoire bénéficie d'une parité fixe avec l'Euro. Dans le cadre d'une émission en Euro, le risque de change est inexistant. Pour la tranche en Euro, l'Etat de Côte d'Ivoire n'aura pas besoin de recourir aux mécanismes de couverture du risque de change. Elle sera donc dispensée des coûts supplémentaires liés aux procédures de couverture du risque de change.

- La réduction du portefeuille de la dette par les rachats partiels des Eurobonds précédents

Une partie des montants mobilisés en dollar lors de l'émission de l'Eurobond 2017 a servi aux rachats de l'eurobond à échéance 2024 à hauteur de 250 Millions de Dollar US et de l'Eurobond à échéance 2032 à hauteur de 500 Millions de Dollar. Une telle initiative s'inscrit dans le cadre de la gestion active de la dette. Bien qu'elle soit diversement appréciée, nous trouvons cette initiative intéressante dans la mesure où elle permet de réduire le portefeuille de la dette afin de prévenir une accumulation excessive de dettes qui pourrait éventuellement conduire à des difficultés de refinancement. Les obligations ayant fait l'objet de rachats partiels ont pour échéances respectives 2024 et 2032. Ces périodes sont considérées comme des périodes à haut risque car ce sont des pics d'échéance de la dette. Plusieurs dettes de l'émetteur arriveront à échéance dans les intervalles compris entre 2024-2028 et 2031-2033. Ces périodes présentent un risque de refinancement élevé. Ces rachats contribuent à réduire ce risque de refinancement.

- La possibilité de rachat et l'amortissement constant

Dans les termes de l'émission il est prévu des rachats par anticipation comme ce fut le cas pour les Eurobonds à échéance 2024 et 2032. Les rachats effectués par anticipation ont un effet positif sur le service de la dette en ce sens que pour les titres rachetés il n'y aura plus de taux d'intérêt à payer. L'émetteur payera seulement une compensation conformément à ce qui a été prévu dans les termes d'émission. L'émetteur pourra tirer profit des conditions avantageuses du marché par exemple ou d'une période où il y a des excédents de trésorerie

⁷<http://www.mofep.gov.gh/press-release/2018-05-14/ghana-raises-US%242.0-billion-in-eurobonds-with-the-lowest-interest-rate-ever>

pour procéder à des rachats qui auront pour effet non seulement de réduire le stock de sa dette mais également d'éviter une accumulation excessive de dettes à l'échéance. Il est difficile de prédire avec exactitude l'environnement politique et économique du pays, ainsi que les conditions de marché à l'échéance prévue. Les facteurs tels que l'abondance de liquidité sur le marché international des capitaux et le niveau assez bas des taux d'intérêt peuvent être modifiés et avoir un impact négatif sur les conditions d'emprunt. Lorsque cela intervient alors que la dette est à échéance l'Etat aura du mal à rembourser sa dette ou alors sera obligé d'accepter de refinancer sa dette à des conditions très onéreuses. Le rachat par anticipation réduit les risques de défaut et les risques de refinancement.

L'amortissement fractionné en trois tranches pour la tranche en dollar permet quant à lui d'éviter une accumulation de la dette jusqu'à l'échéance qui pourrait conduire au risque de défaut qui lui-même est une porte ouverte à l'action des fonds vautours.

- L'insertion de clauses d'actions collectives

Les clauses d'action collective sont des clauses qui permettent à une majorité qualifiée de détenteurs de convenir d'une restructuration qui engagerait tous les détenteurs de cette émission. Elles évitent le problème des créanciers irréductibles et facilitent les restructurations qui s'avéreraient nécessaires (Fonds monétaire international 2003). Elles permettent de protéger les émetteurs contre l'action des fonds vautours et toutes les conséquences qui en résultent. Dans le cadre de l'Eurobond 2017, les conditions générales d'émission de chaque série de billets comportent des « clauses d'actions collectives » (prospectus d'émission Eurobond 2017). L'insertion de ces clauses assure une couverture contre les risques juridiques.

4.1.2 Les insuffisances en termes d'efficience

- Risque de change non couvert pour la tranche en dollar

L'émission d'une tranche en Euro a certes permis de réduire le risque de change. Cependant la tranche en dollar qui constitue d'ailleurs la plus grande de l'émission reste exposée au risque de change. En effet, le FCFA n'est pas directement convertible en USD et le dollar est une monnaie à cours variable. Une baisse des cours du dollar serait favorable à l'émetteur. Par contre la hausse des cours du dollar va influencer négativement la dette de l'émetteur. Malgré les différentes formalités entreprises et les propositions faites par les banques, aucun contrat n'a été signé pour la couverture du risque de change. L'Eurobond 2017 n'est pas un cas isolé puisque jusqu'à présent aucun eurobond émis par la Côte d'Ivoire n'a fait l'objet d'un contrat de couverture de risque de change. Il est vrai que des propositions ont été faites par des banques mais étant donné qu'aucun contrat n'a été signé, celles-ci pourraient se rétracter en cas d'évolution défavorable des taux de change. Donc l'émetteur ne dispose d'aucune garantie en matière de couverture du risque de change.

Il faut relever également que les procédures de couverture du risque de change (swap et forward) engendrent elle mêmes des coûts supplémentaires. Ce n'est pas la solution idéale pour réduire les coûts. En plus, la plupart des propositions des banques ne visent pas une couverture totale sur toute la durée de l'emprunt.

- L'impact négatif de la note souveraine sur les taux d'intérêt

Les taux d'intérêt de l'Eurobond 2017 ont été déterminés sur la base des taux en vigueur au niveau de la banque centrale Européenne (tranche en Euro) et de la banque centrale Américaine (tranche en dollar) auxquels se ont ajoutées les primes de risque. La prime de risque varie d'un émetteur à un autre et est fortement dépendante de la note souveraine. Les deux agences qui ont effectué la notation financière ont attribué des notes spéculatives à l'émetteur. Un émetteur qui se trouve dans la catégorie spéculative présente un risque de défaut élevé à long terme. Cet émetteur est susceptible de rencontrer des difficultés pour le remboursement de sa dette à long terme. C'est la raison pour laquelle les investisseurs exigent une prime de risque plus élevée qui va contribuer à une hausse du taux d'intérêt. Un émetteur qui se trouve dans la catégorie d'investissement a plus de chances d'emprunter à des coûts réduits, un taux d'intérêt bas. Par contre une note spéculative expose au risque de s'endetter à un coût plus élevé. Le taux d'intérêt de la tranche en dollar de l'eurobond 2017 est légèrement en baisse par rapport à celui de 2015(6,375%) qui avait une maturité plus courte. Cela peut être est due à la hausse légère qu'a connue la note souveraine attribuée par Moody's à l'émetteur entre ces deux émissions. Les taux d'intérêt de l'Eurobond 2017 qui ont été jugé satisfaisants par les autorités Ivoiriennes auraient pu connaître un taux plus bas si la note souveraine avait connu une plus grande évolution. La note souveraine apparait comme un point faible qui a influencé négativement le niveau des taux d'intérêt. Les notes spéculatives attribuées à l'émetteur pourraient être justifiées par des facteurs économiques et socio-politiques. En effet, l'économie de la Côte d'Ivoire repose en grande partie sur l'exportation des matières premières dont les prix sont caractérisés par une instabilité. En 2017, année de l'émission, l'économie a subi un choc avec la chute des cours du cacao, premier produit d'exportation du pays. L'environnement socio-politique a été marqué pendant plusieurs années par une longue crise. En dépit des efforts consentis pour l'amélioration du climat socio-politique, il arrive quelque fois que certains foyers de tensions ressurgissent. Le début de l'année 2017 a été marqué par des revendications bruyantes de l'armée.

- Difficultés au niveau de la DDPD

L'existence de structures modernes et adaptées pour la gestion de la dette, ainsi que des acteurs pour animer ces structures constituent des conditions essentielles à la mise en œuvre d'une stratégie de mobilisation efficiente. C'est dans cette optique que les autorités ivoiriennes ont procédé à un réaménagement de la DDPD depuis 2016. Toutefois, la DDPD dans l'accomplissement de sa mission est confronté à des difficultés qui ont un impact sur

son activité. Il s'agit notamment de l'écart entre le nombre d'agents et le volume de travail. Certains agents sont contraints de cumuler plusieurs fonctions et tâches à la fois. Au niveau de la sous-direction des études et analyses des risques par exemple, le chef de service étude joue également le rôle de chef du service reporting. Le service analyses des risques n'a pas de chef de service donc il est placé sous l'autorité directe du sous-directeur. Il en est de même pour les agents à l'intérieur des services qui cumulent plusieurs responsabilités. La salle des marchés est animée par seulement deux agents dont l'un est stagiaire. Les autres agents y interviennent quelquefois mais en raison de leurs nombreuses occupations ils ne peuvent pas effectuer un suivi régulier. La restructuration de la DDPD a conduit à un accroissement de ses activités mais la question des ressources humaines n'a pas été suffisamment prise en compte de sorte que l'effectif est insuffisant comparé à la charge de travail.

Nous avons observé une grande dépendance vis-à-vis des conseillers juridiques et financiers. Alors que toutes les prestations fournies par ces derniers sont à titre onéreux, donc susceptibles d'accroître les coûts d'émission. La DDPD dispose d'un service juridique. Mais en dehors du chef de service qui est impliqué dans le processus d'émission les autres agents dudit service ne sont pas impliqués dans le processus (lors des entretiens les agents n'ont pu répondre à aucune de nos questions) et n'ont aucune relation avec le conseiller juridique. Pourtant l'article 4 de l'arrêté n°512/MPMEF/DGTCP/DEMO du 30 Décembre 2016 fixant les attributions de la DDPD précise que ce service est chargé « ... du traitement des contentieux de la dette publique, des relations avec les conseillers juridiques de l'Etat, du suivi du respect du cadre juridique de la gestion de la dette publique. »

Il faut relever également la question de la documentation et de la formation qui constituent de réelles nécessités pour les agents. Le marché financier international connaît une évolution tellement rapide et complexe que les acteurs ont besoin d'une actualisation constante de leurs connaissances pour éviter les travers. Etant donné que l'entrée des pays Africains sur le marché financier est assez récente, les formations dispensées aux fonctionnaires (ENA, fonction publique) n'abordent pas vraiment cette question. Au niveau de la documentation, bien qu'il existe un service chargé de la documentation il n'y a ni salle de documentation ni politique de documentation. Les agents se documentent par leurs propres moyens.

- L'absence de spécifications claires des projets

Il a été clairement précisé qu'une partie de la tranche émise en dollar devrait servir au rachat partiel des Eurobonds 2024 et 2032. Les montants destinés aux rachats ont été définis. Le reste du montant mobilisé est destiné au financement des projets du PND 2016-2020. Le constat est qu'il n'y a pas eu de spécifications claires concernant les montants prévus pour le financement du PND. Les secteurs d'activité ont été présentés, les projets à financer par le budget 2017 ont été présentés. Toutefois, les projets financés par les produits de l'eurobond n'ont pas été spécifiés, de même que les montants alloués à chaque projet, le niveau

d'avancement du projet et les résultats auxquels on devrait s'attendre. Cela ne favorise pas une évaluation des effets de l'émission sur le niveau d'investissement. Il est vrai qu'une émission est considérée comme réussie lorsqu'on arrive à mobiliser les fonds attendus. Mais il serait intéressant d'évaluer son impact sur le développement du pays, car l'objectif final de la mobilisation des ressources c'est le développement. Ce qui passe nécessairement par une utilisation judicieuse des fonds.

4.2 Les recommandations

L'objectif général de notre travail étant d'apporter notre contribution à l'amélioration de la mobilisation des ressources du marché financier international par la Côte d'Ivoire, nous allons dans cette partie faire des recommandations pour une mobilisation plus efficiente.

4.2.1 Le renforcement des capacités des acteurs

La gestion de la dette publique relève principalement de la DDDP. Les agents de cette direction occupent une place importante dans l'élaboration, la mise en œuvre et le suivi de la stratégie de mobilisation.

Nous avons relevé plus haut certaines difficultés liées au fonctionnement de la DDDP. La DDDP étant un acteur clé du processus d'émission des Eurobonds, les difficultés qu'elle rencontre ont évidemment un impact sur la stratégie d'émission. Pour des émissions futures plus efficientes nous formulons les recommandations suivantes.

- Le renforcement des effectifs

L'effectif de la DDDP a besoin d'être renforcé surtout au niveau de la sous-direction des études et analyses des risques et le service émission des titres publics. Le cumul des tâches est épuisant pour les agents et réduit leur efficacité. Pour certaines tâches assez complexes il devrait avoir des agents qui s'y consacrent entièrement.

- La mise en place d'un plan de formation continue des agents

Les émissions sur le marché financier international sont des activités assez récentes et évolutives qui requièrent beaucoup de technicité. La création d'une salle des marchés au sein de ladite direction est une avancée notable mais tous les agents devraient en avoir une maîtrise parfaite. Il en est de même pour les activités relatives aux suivi, études, analyses des risques qui sont très dynamiques. Il est nécessaire d'une part de doter tous les agents de compétences nécessaires en la matière et d'autre part d'actualiser les connaissances des agents qui disposent de ces compétences.

Pour cela, nous proposons la mise en place d'un plan de formation pour les agents. Les cibles de ces formations sont les agents de la sous-direction des études et analyses des risques, ceux du service juridique et ceux du service émission des titres publics. Plusieurs pistes de solutions

sont envisageables pour le renforcement des capacités des agents. Nous présentons ici une solution qui tient compte non seulement des besoins de formation des agents mais aussi de la nécessité de réduire les coûts. Il s'agit d'une pratique de benchmarking avec des structures privées. La DDPD est en contact avec certaines structures privées qui disposent d'une expertise dans ces domaines. Ce sont des opportunités à exploiter. Elle pourrait nouer des partenariats avec ces structures et d'autres établissements financiers qui disposent d'une expertise afin de mettre des agents de la DDPD en stage dans ces structures pendant quelques mois. Cela permettra de bénéficier de l'expertise de ces structures. Cela pourrait se faire de la manière suivante :

D'abord il est nécessaire d'effectuer une évaluation des besoins en formation des agents du service émission des titres publics, du service juridique et de la sous-direction des études et analyses des risques. Il est vrai que lors du stage nous avons observé certains faits mais une évaluation approfondie s'avère nécessaire.

Ensuite, il faut procéder à une recension des structures privées susceptibles d'appuyer ce processus de formation. Il serait intéressant de privilégier les structures situées sur le territoire ivoirien et avec lesquelles la DDPD collabore dans le cadre de ses émissions internationales. Nous avons pu identifier lors du stage des structures telles que Matha Capital, Bloomfield, Standard Chartered, la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), la Sogebourse, le cabinet juridique KSK. D'autres structures peuvent y être ajoutées. Un partenariat sera établi avec les structures choisies.

Enfin, le plan de formation sera mis en œuvre de manière progressive et selon un chronogramme adapté aux besoins du service et au planning des structures d'accueil afin d'éviter un ralentissement des activités du service. L'accent sera mis sur la pratique durant ces stages. A la fin du stage, l'agent bénéficiaire présentera un rapport sur les acquis de la formation.

Les structures citées sont situées sur le territoire ivoirien et plus précisément à Abidjan afin de réduire les coûts liés aux frais de transport et à la prise en charge des agents. Pour les formations plus complexes où il est impossible de trouver une expertise dans le pays, il sera possible d'avoir recours à des structures situées à l'extérieur. Mais compte tenu des coûts que cela pourrait engendrer, le nombre de participants sera très limité. Dans ce cas, seuls les sous-directeurs ou les chefs de service pourront y participer et former leurs collaborateurs à l'issue de ces formations.

A l'affectation de nouveaux agents, ces derniers pourront également bénéficier de ces formations. En effet, il est important de tenir compte de la politique de gestion des ressources humaines de la DGTCP qui promeut la mobilité des agents entre les différentes directions. L'un des effets de cette politique est qu'un agent ne peut pas passer plus de sept ans dans une direction. Durant notre période de stage plusieurs agents ont été mutés. C'est la raison

pour laquelle nous estimons tous les agents doivent bénéficier des formations. En cas de mutation d'agents expérimentés, il n'y aura pas d'obstacles au fonctionnement du service.

La mise en place de ces formations va contribuer à améliorer et actualiser les connaissances pratiques des agents de la DDPD sur le fonctionnement et l'évolution du marché financier international. En permettant à tous les agents d'en bénéficier cela évite les disfonctionnements en cas de mutation de certains agents. Cette amélioration aura des effets positifs sur les émissions futures.

- Au niveau de la documentation

Il est important que la DDPD qui est un acteur clé de la mise en place de la stratégie donne de bonnes connaissances à ses agents sur les questions relatives au marché financier international afin de bien mener les études nécessaires à la préparation, à la mise en œuvre et au suivi post-émission. Pour cela, en plus de la formation, une bonne documentation est nécessaire. Il serait bien de procéder en collaboration avec le service documentation à la mise en place d'une politique de documentation. Il s'agira d'effectuer des abonnements à des revues (physiques et électroniques), des sites qui abordent des thèmes liés au marché international, des sites où on pourrait avoir des ouvrages en ligne sur la question. Cela permettra aux agents d'être suffisamment outillés dans l'exercice de leurs fonctions. Ils pourront mieux analyser les situations, anticiper sur les différentes fluctuations du marché, faire une meilleure analyse des différentes propositions faites par les conseillers financiers, les banques et tous les autres partenaires. Cela peut contribuer à réduire la dépendance de l'émetteur vis-à-vis de ses conseillers.

4.2.2 Une spécification claire des émissions

Dans le but d'assurer une meilleure traçabilité des fonds mobilisés qui aura pour effet de renforcer la confiance des investisseurs, il serait intéressant de spécifier clairement lors de l'émission les différentes affectations des fonds. Les opérations de rachat effectuées grâce aux fonds mobilisés lors de l'Eurobond 2017 ont été clairement spécifiées. Cela aurait pu se faire également pour les projets. Les projets concernés par l'émission devraient être clairement mentionnés avec des précisions sur les montants nécessaires pour l'exécution de chaque projet, l'état d'avancement, le résultat attendu à l'issue de l'émission et le temps nécessaire à l'atteinte de ces résultats. Ce sont des indices de transparence à ne pas occulter. La précision aura pour avantage de renforcer la confiance des investisseurs vis-à-vis de l'émetteur, d'accroître la crédibilité de l'émetteur puisqu'il y aura des indicateurs permettant de vérifier tout ce qu'il a présenté lors de l'émission. A long terme, cela peut influencer la note souveraine et donc agir sur les coûts d'emprunt. La précision peut être également un outil de contrôle interne pour l'émetteur. Celui-ci pourra se baser sur les éléments clairement définis lors de l'émission pour assurer un suivi de l'utilisation des fonds mobilisés. L'émission des Eurobonds est soumise à un avis juridique de la cour suprême. Cependant, celle-ci n'intervient

pas après l'émission pour un contrôle. Nous estimons que la chambre des comptes de la cour suprême devrait exercer un contrôle a posteriori afin d'assurer une bonne utilisation des fonds mobilisés. Pour effectuer ce contrôle elle aura recours aux données fournies lors de l'émission (projets à financer, état d'avancement du projet, montant nécessaire pour achever le projet, au cas où le projet est également financé par d'autres sources la part des eurobonds dans la réalisation du projet, le temps nécessaire pour la réalisation du projet et toute autres informations nécessaires). Eventuellement les résultats pourraient être présentés à la population.

4.2.3 Des efforts à consentir pour l'amélioration de la note souveraine

La note souveraine constitue l'un des plus grands handicaps de l'émetteur. Il est vrai qu'elle a connu une légère évolution mais elle n'a pas encore atteint un niveau qui lui permettrait d'emprunter aux coûts les plus bas. Elle se situe dans la catégorie spéculative. L'amélioration de la note souveraine aura pour effet de faire baisser les taux d'intérêt et permettre à la Côte d'Ivoire d'avoir accès à des marchés qui offrent plus d'opportunités. Comme évoqué plus haut, l'attribution de la note est liée à plusieurs facteurs, notamment les facteurs économiques et socio-politiques. Pour l'améliorer il faudrait alors agir sur ses différents facteurs.

Il s'agira de diversifier l'économie afin de la rendre moins dépendante des cours des matières premières. Une restructuration de l'économie s'impose. A cet effet, la transformation des produits d'exportation est un élément important à prendre en compte. Les efforts entrepris ces dernières années pour atteindre un niveau de croissance élevé doivent être maintenus. Il en est de même pour la gestion de la dette publique. L'assainissement des finances publiques et la lutte contre la corruption doivent être menés avec rigueur. Les autorités Ivoiriennes ont déjà entrepris des actions dans le sens de la réconciliation nationale, gage de stabilité politique durable. Celles-ci doivent être renforcées. La sécurité, la protection des droits de l'Homme, la justice équitable doivent être également mise en avant.

La note souveraine peut également être améliorée par le recours aux garanties des institutions financières bien notées. Des institutions comme la Banque Mondiale et la BAD peuvent par leurs garanties contribuer à améliorer la note souveraine d'un émetteur. Les agences de notation accordent à des titres garantis par une institution cotée AAA, jusqu'à trois crans au-dessus du plafond de notation souveraine (Banque Africaine de développement 2000).

4.2.4 Le recours aux garanties de la BAD

La BAD dispose d'instruments susceptibles d'accompagner les Etats et les entreprises dans la mobilisation de ressources : ce sont les garanties. Une garantie est « un engagement que

prend un tiers (le garant) d'honorer les obligations d'un emprunteur envers un bailleur de fonds au titre d'un contrat, en cas de non-exécution ou de défaillance de l'emprunteur »(Banque Africaine de développement, 2000). Les garanties dont dispose la BAD sont les garanties partielles de risques et les garanties partielles de Crédit. Dans le cadre des émissions obligataires sur le marché financier international c'est la garantie partielle de crédit qui est la plus utilisée. La garantie partielle de crédit couvre une partie des remboursements prévus sur les prêts privés ou émissions obligataires contre les risques (Banque Africaine de développement, 2000). En fonction des clauses retenues lors de la signature du contrat de garantie, elle peut couvrir soit les risques commerciaux (risque de change, risque de taux d'intérêt, risques liés à la volatilité du marché) soit les risques politiques. Elle a pour effet d'aider les emprunteurs à allonger l'échéance de la dette et à en réduire les coûts (Mbeng-Mezui, 2017). Une obligation non garantie a un coût plus élevé qu'une obligation garantie car cette dernière jouit d'une plus grande crédibilité auprès des investisseurs. La garantie partielle de crédit de la BAD a permis au Sénégal d'assurer la couverture du risque de change de l'Eurobond 2018. Cette émission obligataire avait permis au Sénégal de mobiliser 1 Milliard de Dollar US à un taux de 6,75% sur 30 ans et 1 Milliard de Dollar US à un taux de 4,75% pour une période de 10 ans.⁸

4.2.5 *Les émissions en monnaie locale*

L'émetteur peut éviter l'exposition au risque de change en émettant totalement en Euro (ce qui a été fait en 2018) ou en émettant des obligations en monnaie locale sur le marché financier international. Une émission obligataire en monnaie locale a pour avantage non seulement de permettre à l'émetteur de tirer profit des avantages offerts par le marché international (mobilisation importante de ressources, maturité plus longue que sur le marché régional) mais également de lui assurer une couverture intégrale contre le risque de change. Les émissions en monnaie locale sur le marché international sont peu nombreuses. Toutefois, certains pays ont réussi mobiliser avec succès des ressources en monnaie locale sur le marché financier international. Il s'agit entre autres de :

La Colombie qui a émis en Novembre 2004 des obligations de 954,2 Milliards de COP soit 375 Millions de Dollar US. Cette souscription a été réouverte en Janvier 2005 pour 293,7 Milliards de COP soit 125 Millions de Dollar à des conditions plus avantageuses que celles du marché intérieur. Le Brésil qui a émis des obligations d'une valeur de 3,4 Milliards de BRL, l'équivalent de 1,5 Milliards de Dollar pour une échéance supérieure à 10 ans en Septembre 2005 (Tovar, 2005).

⁸www.afdb.org/fr/news-and-events/senegal-african-development-bank-supports-prudent-debt-management-and-senegals-national-development-strategy-18472/

Ces exemples illustrent la possibilité qu'il existe d'émettre des obligations en monnaie locale sur le marché financier international pour se couvrir totalement contre le risque de change. Les émissions en monnaie locale transfèrent le risque de change vers les investisseurs. Partant de ce fait, les investisseurs exigent un rendement plus élevé. Raison pour laquelle l'émetteur doit trouver un juste équilibre entre les taux exigés par les investisseurs et les dépenses liées à la couverture du risque de change en cas d'émission dans une autre monnaie. A l'issue de cet arbitrage il pourra opérer un choix.

Il existe également la possibilité d'émettre en monnaie locale sans faire peser le risque de change sur l'investisseur. A cet effet, un modèle a été proposé par Standard Bank.

L'étude de faisabilité effectuée par cette banque sur la possibilité d'une émission internationale en FCFA a révélé que les principaux investisseurs en monnaie locale étaient prêts à investir dans une émission obligataire internationale en FCFA. Ces derniers ont exprimé une réaction positive pour un Eurobond en FCFA. Au regard des avis exprimés, les investisseurs seraient prêts à souscrire jusqu'à 548 Milliards de FCFA (l'équivalent d'un milliard de dollar US) avec une maturité pouvant aller jusqu'à 10 ans pour une première émission.

De manière concrète, l'émission d'obligations en monnaie locale peut se dérouler de la manière suivante :

A l'émission : Les investisseurs internationaux souscrivent en Dollar US. L'agent fiscal se charge de convertir le montant en Franc CFA et le reverse à l'émetteur.

Lors du paiement des coupons : L'émetteur paie le montant dû au titre des coupons en FCFA. L'agent fiscal convertit les coupons payés en FCFA en Dollar US avant de les reverser aux investisseurs.

A la maturité : L'émetteur rembourse le principal en Franc CFA. L'agent fiscal convertit le montant remboursé en Dollar US et le reverse aux investisseurs internationaux. Dans ce cas c'est la banque qui supporte les risques liés aux variations du taux de change. Cette dernière ajoute une prime de coupon. Cette prime étant fixe, l'émetteur ne sera pas soumis aux risques liés à la variation des taux de change.

En émettant en monnaie locale sur le marché financier international on arrive à bénéficier des avantages offerts par ce marché tout en évitant certains risques tels que le risque de change qui est totalement inexistant dans le cadre d'une telle émission obligataire. Le risque de refinancement est également amoindri dans la mesure où l'émetteur n'est pas obligé de rechercher des recettes en devises pour le remboursement de sa dette.

4.2.6 La diversification des instruments

Les sorties de l'émetteur sur le marché financier international ont consisté en l'émission d'eurobonds, alors que plusieurs autres instruments peuvent être utilisés sur ledit marché (obligations étrangères, green-bond, projects-bond. Nous avons répertorié quelques instruments que l'émetteur pourrait utiliser. En effet, il peut arriver que les conditions d'émission sur le marché euro-obligataire se durcissent. Pour éviter d'être contraint à emprunter à des taux plus élevés ou à des conditions plus rigoureuses, l'émetteur peut recourir à d'autres types d'obligations. La diversification des instruments pourrait réduire la dépendance de l'émetteur vis-à-vis d'un instrument spécifique. C'est également une stratégie utilisée par les grands émetteurs pour accéder en toute circonstances au marché (Cohen 2005). Elle permet d'avoir accès aux avantages offerts par les différents instruments en opérant des choix en fonction des objectifs visés par la mobilisation des ressources. Nous présentons ci-dessous quelques instruments existants sur le marché international auxquels l'émetteur pourra avoir recours.

- L'émission de Project-bonds sur le marché financier international

Les obligations de projets sont des obligations qui présentent les caractéristiques suivantes : elles sont émises afin de lever des capitaux pour des projets spécifiques indépendants, elles sont remboursées par les revenus générés par les projets, elles prennent en compte certains risques inhérents au projet (Mbeng-Mezui, 2014).

L'avantage des Project-bond est qu'ils sont conçus spécialement pour le financement d'un projet, les conditions d'émission sont adaptées à la complexité du projet pour lequel ils sont émis. Ils tiennent compte de la particularité du projet. Le projet concerné génère des fonds qui permettront de mobiliser des ressources, donc de rentabiliser l'investissement. Si les revenus générés par le projet permettent de rembourser l'emprunt, les risques pour la soutenabilité de la dette sont amoindris. L'émetteur ne sera pas obligé de se réendetter pour rembourser sa dette. Il évite d'entrer dans un cercle vicieux de la dette. Les risques de refinancement à un coût plus élevé sont couverts. Le fait qu'il soit associé à un seul projet peut favoriser une gestion transparente des fonds.

Au regard des arguments présentés par l'émetteur lors du roadshow et dans le prospectus d'émission, l'Eurobond 2017 a été émis en grande partie pour financer des projets d'investissement dans plusieurs secteurs (transport, énergie, infrastructures portuaires et aéroportuaires...). Ce sont des projets dont la mise en œuvre requiert des financements importants. Il y en a certains qui sont susceptibles de générer des revenus. Pour ce type de projets, nous suggérons à l'émetteur d'émettre des Project-bonds sur le marché financier international. L'émission de Project-bonds pourra non seulement favoriser une gestion transparente des ressources dans la mesure où la réalisation du projet concerné sera utilisé

comme preuve de la bonne utilisation des ressources. Mais en plus cela permet de éviter de recourir à de nouvelles émissions pour le remboursement.

Toutefois, l'émission de Project-bond requiert certains préalables. Tous les projets ne sont pas éligibles au Project-bond car ils ne génèrent pas tous directement des ressources. Il est important de procéder à une sélection rigoureuse des projets susceptibles de générer des ressources, procéder à une analyse des risques liés au projet, une préparation minutieuse du projet avant l'émission. Pour les projets qui ne sont pas éligibles aux projects-bonds, il existe d'autres instruments.

- Les obligations vertes ou green bond

Une obligation verte est une obligation dont le produit de l'émission est utilisé exclusivement pour financer ou refinancer, partiellement ou en totalité, des projets verts nouveaux et/ou en cours (International Capital Market, 2018). L'émission des obligations vertes repose sur quatre principes fondamentaux édictés par l'International Capital Market (ICMA) :

- L'utilisation des fonds : Les fonds mobilisés doivent servir exclusivement au financement des projets verts. Les projets verts désignent les projets initiés dans le cadre de la prévention et la maîtrise de la pollution, la gestion durable de l'eau et des eaux usées, les moyens de transport propres, les énergies renouvelables... Les projets à financer doivent être mentionnés dans le prospectus d'émission en mentionnant l'impact environnemental attendu.
- La sélection des projets : Les émetteurs ont le devoir de communiquer les critères environnementaux retenus pour la sélection des projets.
- La gestion des fonds : Les émetteurs sont invités à assurer une gestion transparente des fonds issus de l'émission obligataire. A cet effet, il peut recourir à un cabinet d'audit pour l'accompagner dans cette gestion.
- Le reporting : Les émetteurs doivent mettre à la disposition des investisseurs les informations actualisées concernant l'utilisation des ressources. Cela doit être fait de manière régulière.

L'usage des obligations vertes peut être bénéfique pour l'Etat de Côte d'Ivoire s'il y a recours. D'abord, parce qu'il a des besoins de financement pour des projets s'inscrivant dans le champ de compétences des obligations vertes, donc susceptibles d'y être éligibles. Ensuite, l'émission d'obligations vertes en plus de lui permettre de diversifier les investisseurs lui permettra « d'attirer les investisseurs dits responsables »(Novethic, 2013). L'investisseur responsable est celui dont les indicateurs déterminant la décision d'investissement ne sont pas uniquement financiers mais combinent performance financière et extra-financière(Novethic, 2013). Au-delà du rendement financier, ces derniers tiennent compte d'autres facteurs telles que les considérations environnementales et sociales. Cela peut influencer les taux d'emprunt en faveur de l'émetteur et réduire les coûts d'emprunt. Certaines entreprises dans le cadre de

leur politique de Responsabilité Sociale de l'Entreprise décident d'investir dans les obligations vertes. Il peut arriver que les autres investisseurs qui se sont orientés vers les obligations des pays Africains uniquement en raison de la baisse des taux d'intérêt dans leurs pays se rétractent si ces taux connaissent une hausse. Cependant, les investisseurs responsables pourraient continuer à s'y intéresser puisqu'ils ont d'autres motivations.

Il faut relever que c'est un marché en pleine expansion qui suscite l'intérêt de plusieurs acteurs de la finance. Ces obligations semblent avoir un bel avenir devant elles, d'autant plus que plusieurs institutions financières se sont engagées à investir dans ce type d'obligation (Merlyn, 2016). Les banques de développement se sont déjà engagées sur cette voie avec succès. En 2018 la BAD a émis avec succès sa septième obligation verte répartie en deux tranches : une de 500 Millions USD et une autre de 100 Millions USD.⁹ Les principes qui régissent les green-bonds sont de nature à favoriser une bonne gestion des ressources. L'obligation d'informer sur l'utilisation des ressources sera un élément incitatif pour une gestion transparente.

- Les Social bonds

Les social bonds sont des obligations de produits qui permettent de collecter des fonds pour des projets nouveaux ou existants ayant des résultats sociaux positifs (International Capital Market, 2018 b). Ils reposent sur les mêmes principes que les obligations vertes. Les projets éligibles aux social bonds sont : les infrastructures de base (approvisionnement en eau et assainissement...), l'éducation, l'accès aux services de santé, l'accès à un logement décent, la création d'emploi. Tout comme les green bonds, les social bonds comportent un facteur d'incitation à une gestion transparente des ressources mobilisées. En émettant des social bond pour les projets qui y sont éligibles l'Etat de Côte d'Ivoire sera tenu d'informer les investisseurs sur l'utilisation des ressources afin de les assurer que les ressources mobilisées ont effectivement servi à financer le projet d'ordre social concerné. Cette obligation de rendre compte va conduire à plus de rigueur dans la gestion des ressources. En outre la préparation des projets se fera avec plus de rigueur compte tenu de l'obligation de communiquer aux investisseurs les critères retenus pour la sélection du projet. Tout ceci va contribuer à éviter la situation décrite par Mbeng-Mezui lorsqu'il dépeint l'écart entre les infrastructures réalisées et les fonds mobilisés.¹⁰

- Les Diaspora bonds

Les diaspora bonds sont des obligations émises par un pays à destination de sa diaspora afin de puiser dans ses actifs présents dans leur pays de résidence (Kayode-Anglade et Spio-Garbrah, 2012). Considérés comme un « vecteur important de collecte de fonds » (Kayode-

⁹ www.afdb.org/fr/news-and-events/african-development-bank-issues-first-ever-sofr-linked-transaction-in-green-bond-market-18761/ publié le 30 Novembre 2018, consulté le 02 Janvier 2019

¹⁰ ¹⁰ Mbeng-Mezui cité par Stéphane Ballong, Se construire à coups d'Eurobonds, le pari risqué des pays Africains, disponible sur le site www.jeuneafrique.com, consulté le 20 Juillet 2018

Anglade et Spio-Garbrah, 2012), les diaspora bonds permettent aux nationaux vivant hors du pays de contribuer au développement du pays. Ce mode de financement a été utilisé avec succès par certains pays Africains. Nous pouvons citer entre autres l’Ethiopie en 2008 ,2011 et 2018, le Nigéria en 2017.

La diaspora Ivoirienne est estimée à environ 1 240 000 personnes.¹¹(les chiffres datent de 2015). Ces derniers apportent une contribution par le biais des transferts de fonds. Ces transferts de fonds engendrent des coûts importants à la charge des expéditeurs. Le coût moyen des frais de transfert était estimé à 12% du montant transféré en 2012¹². Avec les diasporas-bond ces derniers pourront non seulement participer au développement de leur pays mais aussi tirer un profit personnel. Les coûts liés aux transferts d’argent disparaissent mais en plus de cela ils obtiennent un gain. Ces derniers en raison des liens affectifs qui les lient au pays pourraient être moins exigeants concernant la prime de risque. Ce qui permettra à l’Etat d’emprunter à des taux plus bas. L’émission de diaspora-bond sera bénéfique pour la diaspora et pour le pays d’origine. Cependant certaines précautions doivent être prises avant l’émission des diaspora-bonds.

La mise en œuvre de cette recommandation requiert certaines dispositions préalables. Il est important d’établir un véritable partenariat avec la diaspora Ivoirienne. Le ministère de l’intégration Africaine et des Ivoiriens de l’étranger comporte en son sein une Direction Générale des Ivoiriens de l’étranger qui sert en principe d’interface entre la diaspora et les autorités Ivoiriennes. L’existence de cette structure constitue un atout à exploiter. Pour une mise en œuvre efficace des diasporas-bond, les autorités du Ministère de l’Economie et des Finances devraient collaborer avec cette direction afin d’avoir des statistiques actualisées sur la diaspora Ivoirienne (nombre, secteur d’activités...), maintenir un lien avec ces derniers et leur fournir également des données fiables sur la situation du pays, les projets de développement initiés afin de susciter leur intérêt. Il s’agit d’une opportunité que les autorités Ivoiriennes ne devraient pas négliger. Les diaspora-bond peuvent être une issue de secours lorsque les conditions du marché euro-obligataire seront de plus en plus rudes. Il est vrai que l’émetteur n’a pas encore connu cette situation, mais c’est une éventualité à ne pas exclure. Au-delà des cas de difficultés d’accès au marché euro-obligataire, les diaspora -bonds constituent un instrument auquel la Côte d’Ivoire peut avoir recours pour financer ses investissements.

A l’issu de cette partie consacrée aux propositions, nous pouvons affirmer que l’application de ces propositions doit se faire en fonction des circonstances. Elles ne sont pas toutes cumulatives. Mais, le renforcement des capacités des acteurs est une action importante et incontournable eu égard à la place importante occupée par les gestionnaires de la dette

¹¹ diasporacotedivoire.org

¹²<https://www.agenceecofin.com/gestion-publique/1911-2218-l-union-africaine-veut-faire-baisser-les-tarifs-de-transfert-d-argent> consulté le 3 Janvier 2019.

publique dans le choix et la mise en œuvre de toutes les autres propositions. Cette action, conditionne la mise en œuvre de toutes les autres recommandations. En effet, le choix des instruments adaptés ne peut être fait que par des acteurs suffisamment formés et instruits des réalités du marché financier international. Il s'agit d'un préalable à la mise en œuvre des différentes recommandations.

Conclusion

L'analyse de la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017 nous a permis de mettre en évidence les différents acteurs et les activités entreprises dans le cadre de sa préparation, sa mise en œuvre et le suivi post-émission. Nous avons pu constater que cette émission constitue une évolution à la fois quantitative et qualitative dans le paysage des eurobonds Ivoiriens. En effet, il y a eu une croissance au niveau du montant mobilisé (évolution quantitative), une échéance plus longue que les précédentes (pour la tranche en dollar), un taux d'intérêt légèrement moins élevé. Ces résultats ont pu être atteints en dépit de certains facteurs défavorables liés au contexte économique (chute des cours du cacao) et socio-politique (revendications de l'armée). Ce sont peut-être des signes d'une plus grande confiance des investisseurs. En plus de cela, l'émetteur ne s'est pas contenté de mobiliser, mais il a pris également des précautions afin d'éviter les travers du marché financier international. Dans le cadre de cette émission, cela s'est traduit notamment par les précautions prises pour réduire l'exposition au risque de change en émettant une tranche en Euro, l'insertion de clauses d'actions collectives afin d'éviter l'action des fonds vulturs, l'adoption de modalités d'amortissements en trois étapes pour la tranche en dollar afin de réduire le risque de refinancement, le rachat partiel des eurobonds précédents afin de réduire les risques d'insoutenabilité de la dette. Toutefois, la stratégie comporte certaines faiblesses qui ont un impact sur son efficacité. L'absence de contrat pour la couverture du risque de change de la tranche émise en dollar pourrait engendrer des coûts exorbitants et rendre la dette insoutenable en cas d'appréciation du dollar. Le manque de précisions relatives aux projets à financer n'est pas de nature à garantir la transparence dans la gestion des ressources issues de l'émission et à faciliter une évaluation des acquis de l'émission. Cela pourrait aboutir à une accumulation excessive de dettes sans retombées véritables au plan économique. Ce qui obligerait l'émetteur à s'endetter constamment pour rembourser et cela à des conditions qui pourraient être plus onéreuses. Il pourrait en résulter une crise de la dette aux conséquences désastreuses. Il faut relever tout de même que certains facteurs de risques sont indépendants de l'action de l'émetteur. Par conséquent il dispose d'un pouvoir d'action limité sur ces risques.

En réponse à notre question générale nous pouvons affirmer que la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017 comporte des éléments d'efficacité en dépit des faiblesses constatées. Ces dernières pourraient être corrigées lors des prochaines interventions sur le marché financier international. Raison pour laquelle nous estimons qu'il existe des perspectives d'amélioration de cette stratégie. Elles se situent à plusieurs niveaux. Au niveau des acteurs, il s'agit du renforcement des capacités du personnel de la DDPD (un acteur incontournable de la conception de cette stratégie) sur le fonctionnement des marchés financiers internationaux, de l'équipement de cette institution d'outils modernes pour la préparation, la mise en œuvre et le suivi des émissions. En ce qui concerne le contenu des émissions, il doit être plus clair afin de favoriser la transparence et une évaluation de l'impact de l'émission. Au niveau de la

couverture des risques le recours aux garanties de la BAD peut atténuer le risque de change. Les émissions en monnaie locale permettent de l'éliminer totalement. La diversification des instruments quant à elle permettra à l'émetteur de tirer profit des avantages offerts par chaque type d'instruments en fonction des circonstances. Toutefois il convient de relever qu'il n'y a pas de « potion magique », de « remède miracle » qu'il suffirait d'absorber pour atteindre un niveau de risque zéro. Il est nécessaire d'adapter les solutions au contexte. Il est également important de veiller à ce que l'amélioration des conditions d'émission sur les marchés financiers internationaux ne soit pas un obstacle au développement des marchés obligataires domestiques. Les facilités d'emprunt sur le marché financier international pourraient conduire à un abandon du marché domestique. Alors qu'il serait plus intéressant de tirer profit de l'expérience acquise sur les marchés internationaux pour enrichir et développer le marché domestique. A long terme, le développement du marché domestique pourrait s'avérer salubre pour le financement du développement. En effet, celui-ci comporte moins de risques que le marché international.

Références bibliographiques

- **Ouvrages**

- Anastassiades M., Parant P., *Les swaps*. Ed. Eska. Paris. 1999. 257 pages.
- Capul J., Garnier O., *Dictionnaire d'économie et de sciences sociales*. Ed. Hatier. Paris. 2012. 696 pages.
- Choinel A., Rouyer G., *Le marché financier, structure et acteurs*. Ed. La revue Banque. ITB. Paris.1988. 356 pages
- Collomb J. *Finance de marché*. Ed. Eska. Paris. 1999.153 pages.
- Jacquillat B., Solnik B., Pérignon C. *Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques*. Ed Dunod. Paris 2014. 464 pages.
- Karyotis D. *La notation financière : une nouvelle approche du risque*. Ed.la Revue Banque éditeur. Paris 1995. 192 pages.
- La Bruslerie H. *Gestion obligataire*. Ed. Economica. Paris 2002. 591 pages
- Leroux F. *Marchés internationaux des capitaux 2*. Ed. Presses de l'Université du Québec. Montréal 1994. 403 pages.
- Mbeng-Mezui CA., *Financer l'Afrique : Densifier les systèmes financiers locaux*. Ed. St Honoré. Paris 2017. 180 pages.

- **Articles**

- Cohen B. -*Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission*- Basic Rate Interface. Revue trimestrielle, Juin 2005. Pages 53-66
- Diop S., Bonnemaïson C. - *Pays Africains et Eurobonds (Euro-Obligations) : Effets de levier pour le financement du développement ou future crise de la dette ?* - *Techniques Financières et Développement*, n° 123-février 2016- pages 27 à 38.
- Ferry M., Raffinot M. -*Réduction de dette, aléa moral et ré-endettement des pays à faible revenu* - *Techniques Financières et Développement*- n° 123 - février 2016 - pages 39 à 50.
- Genre V. - *Les nouveaux visages du financement du développement en Afrique subsaharienne : risques et opportunités* - *Techniques Financières et Développement* n° 123 de février 2016- pp 15 - 25.
- Kayode-Anglade S., Spio-Garbrah N. -*Diaspora bonds: some lessons from African countries- Africa Economic Brief* 2012. Volume 3 (13) : pp 1 à 12. Maussion E. – *Pourquoi l'Afrique est-elle bancable ?* -*AfriqueMagazine* Décembre 2017- <https://www.afriquemagazine.com/pourquoi-l%E2%80%99afrique-est-elle-%C2%AB-bankable-%C2%BB> - Consulté le 03 Octobre 2018.
- Magnan-Marionnet F. - *Les émissions de titres de dette souveraine en zone franc : évolution, enjeux et principaux défis dans la zone UEMOA et CEMAC*- *Techniques Financières et Développement*, n° 123. 2016. pp 9 à 13.
- Mbeng-Mezui C.A -*Approfondir les marchés africains des capitaux pour le financement des infrastructures*- *Revue d'économie financière*, n° 116. 2014. pp 165 - 176.
- Merlyn C., -*les "green Bonds", un marché qui gagne en profondeur*- *Paperjam*,19 mars 2016. <http://paperjam.lu/news/les-green-bonds-un-marche-qui-gagne-en-profondeur>- Consulté le 03 Janvier 2019.

- Stiglitz J. -*La fièvre obligataire souveraine gagne à son tour l'Afrique- Les échos*, 27 juin 2013 www.lesechos.fr/27/06/2013/LesEchos/21466-054-ECH_la-fievre-de-la-dette-souveraine-gagne-a-son-tour-l-afrique.htm. Consulté le 20 Janvier 2018.
- Stiglitz J., Hamid R. 2013 -*Sub-Saharan Africa's Eurobond borrowing spree gathers pace The guardian* - 26 juin 2013 - www.theguardian.com/business/economics-blog/2013/jun/26/subsaharan-africa-eurobond-borrowing-debt. Consulté le 20 Janvier 2018.
- Te Velde W. D- Sovereign bonds in sub-Saharan africa good for growth or ahead of time? - Overseas Development Institute Avril 2014 - www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/odi-assets/publications-opinion-files/8883 - Consulté le 28 Juillet 2014.
- Yokossi T. - *L'emprunt souverain sur les marchés financiers, une solution de financement ou un danger ? - L'Afrique des idées*, 20 septembre 2013. www.lafriquedesidees.org/lemprunt-souverain-les-marches-financiers-solution-financement-moderne-lafrique-danger-2- Consulté le 20 Mai 2018.

- **Rapports et bulletin**

- BAD - *Rapport Perspectives économiques en Afrique, Afrique de l'Ouest. 2018*. Abidjan 2018. 47 pages.
- BAD- *Politique de la banque en matière de garantie- 2000*.
- Banque Mondiale, FMI -*Elaboration d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme, Note d'information pour les autorités pays-2009*. siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/MTDSGudianceNoteFR. Consulté le 04 Juillet 2018.
- Banque Mondiale, Fonds Monétaire international - *Fiche technique cadre de viabilité de la dette* -www.imf.org/external/facts/fre/jdsff.htm .2016. Consulté le 03 Juillet 2018
- Comité Nationale de la Dette Publique. SDMT 2017-2022.
- Comité Nationale de la Dette Publique. Analyse de viabilité de la dette. 2017.
- Fonds Monétaire International- *Propositions pour un mécanisme de restructuration de la dette souveraine*- www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm- consulté le 22 Juillet 2018.
- Fonds Monétaire International, Côte d'Ivoire- *Côte d'Ivoire, document de développement économique plan national de développement 2016-2020*- Rapport 16/388 du 31 décembre 2016-www.imf.org. Consulté le 20 Juillet 2018.
- International Capital Market- *The green bond principles*-Juillet 2018. www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/ consulté le 02 Janvier 2019.
- Ministres de la zone franc- *l'expérience des pays africains sur les marchés internationaux quelles leçons tirer ?* - Rapport de la conférence des ministres de la zone franc Avril 2017-umoatitres.org- consulté le 10 Juillet 2018.
- Novethic -*Les obligations environnementales et sociales : un investissement prometteur*- 2013- www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicpresse/communiques/CP_obligations_env_sociales. Consulté le 03 Janvier 2019.
- PNUD, BAD, OCDE. -*Perspectives Economiques Afrique 2017, thème spécial : Entrepreneuriat et industrialisation*- Paris ; Abidjan 2017.341 pages
- République de Côte d'Ivoire. Prospectus final Eurobond 2017.

République de Côte d'Ivoire-Ministère de l'économie et des finances- Bulletin statistique de la dette publique- Décembre 2017- 12 pages

www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Policy-Documents/10000026-FR-

Consulté le 03 Janvier 2019.

- **Textes juridiques**

République de Côte d'Ivoire, Ministère de l'Economie et des Finances-Arrêté n°512/MPMEF/DGTCP/DEMO du 30 Décembre 2016 portant organisation de la Direction de la Dette Publique et des Dons.

UEMOA, Règlement 09/2007/CM/UEMOA portant cadre de référence de la politique d'endettement public et de gestion de la dette publique dans les Etats membres de l'UEMOA

- **Sites internet**

diasporacotedivoire.org Consulté le 10 Janvier 2019

www.agenceecofin.com consulté le 20 Janvier 2019

Liste des illustrations

Figure 1 : Intervenants processus d'émission eurobond 2017	18
Figure 2 : Résultat eurobond 2017 tranche en USD	21
Figure 3 : Montant mobilisé eurobond 2014-2017	21
Figure 4 : Résultat eurobond 2017 tranche en euro.....	22
Figure 5 Schéma du cadre opératoire	25
Figure 6 : Marchés des capitaux et marchés financiers	27
Figure 7 Organigramme de la DDPD	31

Liste des tableaux

Tableau 1 : Tableau comparatif des montants émis sur le marché régional et les eurobonds	
--	--

Annexes

Annexe 1 : Plan de financement 2017

	Exercice 2017		Exercice 2017 Révisé	
	%	Montant	%	Montant
Dettes Extérieures (%)	36%	760,1	66%	1 451,0
Concessionnelle	5%	36,2	2%	36,2
Très Concessionnelle IDA, FAD	3%	21,2	1%	21,2
Concessionnelle SDR	2%	15,1	1%	15,1
Non-Concessionnelle	95%	723,9	98%	1 414,8
Semi-Concessionnelle	95%	723,9	50%	723,9
Semi-concessionnelle en Euro Fixe	17%	127,8	9%	127,8
Semi-concessionnelle en USD Fixe	35%	262,8	18%	262,8
Semi-concessionnelle en Euro variable	44%	333,3	23%	333,3
Commerciale			48%	690,9
Eurobond en USD				
Eurobond en Euro			28%	409,5
Eurobond USD New			19%	281,4
Dettes Intérieures (%)	64%	1 362,5	34%	762,5
Marché UEMOA	88%	1 197,1	78%	597,1
Bon 1 an	8%	110,0	15%	115,0
Obligation 2-5 ans	26%	359,0	30%	227,1
Obligation > 5 ans	53%	728,1	33%	255,0
Domestique conventionnée	2%	30,0	4%	30,0
Emprunts extérieurs en XOF	10%	135,4	18%	135,4
Décassements totaux	100%	2 122,6	100%	2 213,4

Source : CNDP

Annexe 2 : Echelle de notation des agences de rating

Perception du risque de crédit	Fitch	Moody's	Standard & Poor's	
- ↓ +	AAA	Aaa	AAA	Catégorie dite d'investissement
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
	BB+	Ba1	BB+	Catégorie dite spéculative
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
	B+	B1	B+	
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
	CCC+	Caa1	CCC+	
	CCC	Caa2	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	
	CC	Ca	CC	
CD	C	CD		

Source : Autorité des marchés publics (France)

Annexe 3 : Guide d'entretien

Entretien avec le service analyse des risques

- Le service analyse des risques a-t-il été impliqué dans le processus d'émission de l'eurobond 2017 ?
- A quelle étape du processus intervient-il ?
- De quels moyens dispose ce service pour accomplir cette tâche ?
- Quelles institutions vous accompagnent dans cette tâche ?
- Sur quelles bases ont-elles été choisies ?
- Quels types de risques avez-vous identifiés pour cette émission ?
- Quelles précautions ont été prises pour les contrecarrer ?
- Pensez-vous qu'elles sont suffisantes ?
- Selon vous, est-il possible d'émettre sur le marché financier international en minimisant les risques ?
- Pensez-vous que la stratégie d'émission de l'Eurobond 2017 a été efficace ?

Entretien avec le service études

- Le service étude est-il impliqué dans le processus d'émission des eurobonds ?
- A quelle étape de la procédure intervient-il ?
- Quelles sont les études préalables réalisées avant l'émission de l'eurobond 2017 ?
- Quelles sont les structures (internes et externes) avec lesquelles vous collaborez dans le cadre de la réalisation de ces études ?
- Les études réalisées sont-elles suffisantes pour garantir l'efficacité de l'émission ?
- De quels moyens dispose le service pour réaliser ces études ?

Entretien avec le service stratégie

- Quelle a été l'implication du service stratégie lors de l'émission de l'Eurobond 2017 ?
- Pendant combien de temps se prépare une émission d'eurobond ?
- De qui émane la décision d'émettre sur le marché financier international et sur quelles bases ?
- Pourquoi avoir opté pour une émission en deux tranches dans le cadre de l'eurobond 2017 ?
- Quels sont les éléments et les acteurs qui contribuent à la mise en place de la stratégie ?
- Vos propositions sont-elles prises en compte ?
- Sur quelles bases sont effectuées les AVD et les SDMT ?
- Disposez-vous des moyens d'action nécessaires pour accomplir vos tâches ?

- Pensez-vous qu'il est possible d'émettre sur le marché international en éliminant totalement les risques ? Comment ?

Entretien avec le service émission des titres publics

- Pouvez-vous nous décrire les différentes étapes du processus d'émission de l'eurobond 2017 ?
- Quelles sont les particularités de cette émission par rapport aux précédentes ?
- A la lecture des rapports d'émission nous constatons qu'il y a eu sursouscription, comment justifiez-vous le fait que les autorités ivoiriennes se soient limitées au montant recherché ?
- Pourquoi avoir opté pour la bourse luxembourgeoise ?
- Comment s'est fait le choix des principaux intervenants ?
- A quoi ont servi les montants mobilisés ? (pas de réponses)
- Quelles précautions ont été prises pour réduire les coûts et les risques ?
- Pensez-vous que le processus d'émission de l'eurobond 2017 a été efficient ?

Entretien avec Bloomfield Investment

- La structure Bloomfield est -elle intervenue dans le processus d'émission de l'eurobond 2017 ?
- Quel est le rôle de la notation effectuée par Bloomfield ?
- En quoi est -elle différente de celle effectuée par les agences internationales ?
- Quels sont les critères retenus ?
- Quel est l'impact de la note souveraine dans le processus d'émission ?
- En dehors de la notation, quelles sont les autres interventions de Bloomfield dans le processus d'émission ?

Entretien avec le service juridique

- Quelle est l'implication du service juridique dans le processus d'émission des Eurobonds en général et de l'Eurobond 2017 en particulier ?
- Quelles sont les raisons de la non-implication du service dans le processus ?
- Quelles sont vos relations avec les conseillers juridiques ?

Entretien avec le cabinet juridique KSK

- Dans le cadre d'une émission euro-obligataire, quel est le rôle du conseiller juridique ?
- Quels sont les risques juridiques identifiés dans le processus d'émission de l'eurobond 2017 ?

- Quels moyens avez-vous proposé pour y faire face ?
- Quels avantages présentent les clauses d'action collectives par rapport aux clauses parisiennes ?
- Pensez-vous que l'insertion de clauses d'actions collectives est suffisante pour protéger l'émetteur contre l'action des fonds vouteurs ?

Table des matières

Propositions pour une stratégie de mobilisation efficiente des ressources du marché financier international par l’Etat de Côte d’Ivoire à partir de l’analyse de la stratégie d’émission de l’eurobond 2017.....	i
Remerciements	iii
Dédicace	iv
Résumé.....	v
Mot-clefs	v
Abstract	vi
Liste des acronymes et abréviations utilisés.....	vii
Sommaire	viii
Introduction.....	1
1 Les interventions des pays Africains sur le marché financier international : un sujet qui suscite de l’intérêt.....	4
1.1 Les raisons du recours au marché financier international.....	4
1.1.1 Les Raisons endogènes	4
1.1.2 Les Raisons exogènes.....	6
1.2 Une diversité des regards sur les avantages.....	6
1.2.1 Le financement des infrastructures.....	7
1.2.2 La bonne gouvernance	8
1.2.3 L’accès des entreprises privées au marché financier international	8
1.3 Les risques liés au marché financier international	9
1.3.1 L’exposition au risque de change	9
1.3.2 La survenue d’une crise de la dette.....	9
1.3.3 Les risques juridiques	10
1.4 Les mécanismes pour contourner les risques.....	10
1.4.1 Une bonne préparation des émissions.....	11
1.4.2 Une bonne utilisation des ressources	11
1.4.3 La mise en place de structures adéquates pour la gestion de la dette	11
2 Présentation du processus d’émission de l’eurobond 2017 de la cote d’ivoire.....	12
2.1 La préparation de l’émission.....	12
2.1.1 L’étude préalable du marché.....	12
2.1.2 La pré-notation financière	12
2.1.3 Le choix des monnaies d’émission	13
2.1.4 La stratégie de Gestion de la Dette à moyen terme (SDMT).....	13

2.1.5	Les analyses de viabilité de la dette (AVD) et les simulations préalables	14
2.2	La mise en œuvre de la procédure d'émission	15
2.2.1	La mise en place d'un cadre organisationnel	15
2.2.2	La sélection des intervenants	16
2.2.3	La cérémonie de lancement Officiel	18
2.2.4	La phase de notation financière	19
2.2.5	L'élaboration du prospectus d'émission.....	19
2.2.6	Le roadshow	20
2.2.7	Le pricing.....	20
2.3	Le suivi post-émission	22
2.3.1	La couverture du risque de change	22
2.3.2	Les opérations de rachat	23
2.3.3	Les modalités d'amortissement	23
2.4	Questions, objectifs et proposition de recherche.....	23
2.4.1	Questions de recherche.....	23
2.4.2	Objectifs de recherche.....	24
2.4.3	proposition de recherche	24
3	Aspects méthodologiques et apports du stage	25
3.1	Aspects méthodologiques.....	25
3.1.1	Cadre Théorique et opératoire.....	25
3.1.2	Méthode de collecte et d'analyse des données.....	27
3.2	L'expérience du stage	28
3.2.1	La Structure de stage	28
3.2.2	Acquis pour le mémoire, difficultés et limites.....	32
4	Observations et recommandations	34
4.1	Observations	34
4.1.1	Les points forts	34
4.1.2	Les insuffisances en termes d'efficience	37
4.2	Les recommandations.....	40
4.2.1	Le renforcement des capacités des acteurs	40
4.2.2	Une spécification claire des émissions	42
4.2.3	Des efforts à consentir pour l'amélioration de la note souveraine.....	43
4.2.4	Le recours aux garanties de la BAD	43
4.2.5	Les émissions en monnaie locale.....	44
4.2.6	La diversification des instruments.....	46
Conclusion	51

Références bibliographiques	VIII
Liste des illustrations	XI
Liste des tableaux	XI
Annexes	XII
Annexe 1 : Plan de financement 2017	XII
Annexe 2 : Echelle de notation des agences de rating	XIII
Annexe 3 : Guide d’entretien	XIV