

LES JOURNÉES DE L'ÉCONOMIE-GESTION

1ère édition

ACTES DU COLLOQUE

Marché des Capitaux et Financement d'Entreprise

**Textes réunis par
Pierre Célier**

ENSET de Mohammedia
les 05 et 06 décembre 2005

Cet ouvrage est publié avec le concours
du Service de Coopération et d'Action Culturelle
de l'Ambassade de France au Maroc

I.S.B.N : 9954-8118-3-4
Dépôt légal : 2006/1030
Réalisation : Metagraph, Rabat

Ces actes rassemblent les principales communication prononcées lors du colloque Marché des capitaux et financement d'entreprise, qui s'est tenu à l'ENSET de Mohammedia les 05 et 06 décembre 2005 dans le cadre de la première édition des Journées de l'Économie-Gestion.

Ce colloque a été organisé par l'École Normale Supérieure l'Enseignement Technique (ENSET) de Mohammedia, en partenariat avec le Service de Coopération et d'Action Culturelle (SCAC) de l'Ambassade de France au Maroc et l'Université Paris Sud – Paris XI.

Les contributions des différents intervenants sont regroupées selon les thématiques abordées successivement au cours de ce colloque et classées selon leur ordre de présentation au public.

Pour des raisons techniques, les débats organisés à l'issue de chacune des séances de ce colloque n'ont pas pu être retranscrits dans cet ouvrage, malgré leur richesse et leur intérêt.



Programme

Lundi 05 Décembre 2005

Ouverture des travaux

Allocutions inaugurales des "Journées de l'Économie-Gestion"

M. Bachir Salhi (directeur de l'ENSET de Mohammedia)

M. Pierre Appriou (conseiller de coopération adjoint du SCAC de l'Ambassade de France)

Allocutions d'ouverture du colloque "Marchés des capitaux et financement d'entreprise"

M. Lhacen Oulhaj (président du jury de l'agrégation d'économie et gestion, doyen de la faculté de Rabat-Agdal)

M. Jean-Claude Billiet (inspecteur général de l'éducation nationale)

Matinée

Président de séance : M. Lhacen Oulhaj (doyen de la faculté de droit de Rabat Agdal)

Modérateur : M. Mohammed Aboutahir (chef du département économie et gestion de l'ENSET de Mohammedia)

La communication financière en question - M. Jean-Jacques Benaïem (professeur agrégé d'économie et gestion)

Le rachat d'actions : régulation des cours ou manipulation ? - M. Youssef Benkirane (président de l'APSB, directeur général de BMCE Capital Bourse)

Le comportement des entreprises cotées - débat entre MM. J.J. Benaïem, Y. Benkirane, J.M. Buyschaert et J.F. Lemette.

Après-midi

Président de séance : M. Pierre Célier (professeur agrégé d'économie-gestion de l'ENSET de Mohammedia)

Modérateur : M. Mohamed Ennhaili (professeur agrégé d'économie-gestion de l'ENSET de Mohammedia)

L'évolution du statut et des stratégies des principales bourses mondiales - M. Jean-François Lemette (professeur en sciences de gestion de l'université Paris Sud XI)

Marché monétaire et financement d'entreprise - M. Mohamed Aboutahir (chef du département économie et gestion de l'ENSET de Mohammedia)

Marché financier et intermédiation bancaire - débat avec MM. M. Aboutahir, J.J. Benaïem, M. Darbelet et J.F. Lemette.

Mardi 06 Décembre 2005

Matinée

Président de séance : M. Mohamed Raja Amrani (professeur de l'université Mohamed V de Rabat Agdal, centre Monnaie - Finance - Banque)

Modérateur : M. Nizar El Kasmi (professeur de l'université Mohamed V de Rabat Agdal)

L'impact des IFRS sur l'analyse et l'interprétation des documents financiers - M. Michel Darbelet (maître de conférences de l'université Paris Sud XI, directeur du master stratégie et ingénierie financière)

Mécanismes de sécurisation du marché boursier de Casablanca - M. Mouad Tanouti (responsable du service Bourse au sein du CDVM, membre du Centre Monnaie - Finance - Banque)

Intermédiation boursière au Maroc : état des lieux et perspectives - M. Hicham Cherradi (responsable des sociétés de bourse au sein du département "Marchés et intervenants" du CDVM, membre du Centre Monnaie - Finance - Banque).

Régulation et marchés financiers - débat entre MM. M.R. Amrani, H. Cherradi, M. Darbelet et M. Tanouti

Après-midi

Président de séance : M. Mohamed Raja Amrani (professeur de l'université Mohamed V de Rabat Agdal, centre Monnaie - Finance - Banque)

Modérateur : M. Youssef Bouazzama (professeur agrégé d'économie-gestion de l'ENSET de Mohammedia)

La gestion du risque de change - M. Jean-Marc Buysschaert (professeur agrégé d'économie et gestion)

Indices boursiers, rentabilité et risque diversifiable - M. Khalid Hammes (professeur assistant de l'université Mohamed V de Rabat Salé, membre du Centre Monnaie - Finance - Banque).

Risque et marchés financiers - débat entre MM. M.R. Amrani, JM. Buysschaert, K. Hammes et N. El Kasmi.

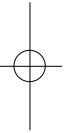


LISTE DES PARTICIPANTS

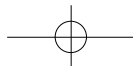
par ordre alphabétique

- M. Mohamed ABOUTAHIR - Professeur agrégé, chef du département économie et gestion de l'École Nationale Supérieure de l'Enseignement Technique (ENSET) de Mohammedia.
- M. Mohamed Raja AMRANI - Professeur à l'université Mohamed V de Rabat Agdal, membre du Centre monnaie-finance-banque.
- M. Jean-Jacques BENAÏEM - Professeur agrégé d'économie et gestion.
- M. Youssef BENKIRANE - Président de l'Association Professionnelle des Sociétés de Bourse (APSB), directeur général de BMCE Capital Bourse.
- M. Youssef BOUAZZAMA - Professeur agrégé d'économie et gestion de l'École Nationale Supérieure de l'Enseignement Technique (ENSET) de Mohammedia.
- M. Jean-Marc BUYSSCHAERT - Professeur agrégé d'économie et gestion.
- M. Pierre CÉLIER - Professeur agrégé d'économie et gestion de l'École Nationale Supérieure de l'Enseignement Technique (ENSET) de Mohammedia.
- M. Hicham CHERRADI - Chef du service sociétés de bourse du Conseil Déontologique des Valeurs Boursières (CDVM).
- M. Michel DARBELET - Maître de conférences de l'université Paris Sud XI, directeur du master stratégie et ingénierie financière.
- M. Mohamed ENNHAILI - Professeur agrégé d'économie et gestion de l'École Nationale Supérieure de l'Enseignement Technique (ENSET) de Mohammedia
- M. Nizar EL KASMI - Professeur assistant à l'université Mohamed V de Rabat Souissi, membre du Centre monnaie-finance-banque.
- M. Khalid HAMMES - Professeur assistant de l'université Mohamed V de Rabat Salé, membre du Centre monnaie-finance-banque.
- M. Jean-François LEMETTRE - Professeur en sciences de gestion de l'université Paris Sud XI, membre du laboratoire de sciences de gestion et du groupe Pilotage Économique et Social des Organisations (PESOR).
- M. Lhacen OULHAJ - Professeur d'université, doyen de la faculté de droit de Rabat, président du jury de l'agrégation d'économie et gestion.
- M. Mouad TANOUTI - Responsable du service bourse du CDVM (ex-responsable du service compensation de la bourse de Casablanca).





Allocutions d'ouverture





ALLOCUTIONS INAUGURALES DE LA PREMIÈRE ÉDITION DES "JOURNÉES DE L'ÉCONOMIE-GESTION"

ENSET de Mohammedia, décembre 2005

Allocution de M. Bachir SALHI

Directeur de l'ENSET de Mohammedia

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir pour nous que d'ouvrir, aujourd'hui, cette première édition des "Journées de l'Économie-Gestion" du Cycle de Préparation à l'Agrégation de l'École Normale Supérieure de l'En-seignement Technique de Mohammedia et, par la même occasion, le colloque, organisé en collaboration avec nos partenaires de la Coopération française, consacré au "Marché des capitaux et financement d'entreprise".

Nous sommes heureux de voir que, par la nature du thème que vous avez choisi pour ce colloque et la diversité des participants, vous vous inscrivez dans l'esprit de la Charte Nationale de l'Éducation et la Formation.

Celle ci prône, en effet, la valorisation des synergies entre les différentes composantes de notre système d'éducation nationale et son ouverture sur son environnement pour qu'il devienne une locomotive du développement économique et social de notre pays.

Nous savons tous que les entreprises nationales doivent faire face aux défis de la mise en concurrence ouverte des produits nationaux et européens au sein d'une zone de libre-échange, prévue à l'horizon 2012.

La mise à niveau de l'entreprise nationale passe par la modernisation de ses moyens et ses modes de production et le développement de ses capacités productives et compétitives. Ces enjeux mettent au premier plan la question de financement de la restructuration de cette entreprise.

Les chantiers ouverts dans les secteurs fondamentaux du pays, aussi bien la mise en oeuvre de la charte nationale de l'éducation et de la formation, les réformes économiques, que la modernisation de l'administration constituent autant de piliers qui serviront de support à l'Initiative Nationale du Développement Humain initié par sa majesté le Roi Mohammed VI que Dieu l'assiste. En effet le développement économique est indissociable du développement humain et social.

L'ENSET de Mohammedia est donc particulièrement fière de contribuer à sa façon à cette dynamique en lançant la première édition d'une série de colloques qui, nous l'espérons, seront tous aussi riches et intéressants que celui qui s'ouvre aujourd'hui.

La démarche adoptée, qui consiste à faire le point sur les développements théoriques dans les différentes disciplines relevant de l'Économie-Gestion, puis de confronter ceux-ci aux pratiques marocaines et étrangères, s'inscrit pleinement dans notre vision du rôle que doivent jouer les écoles de formation des cadres, entre autres, de laboratoire au service du développement de la nation.

Dans cet esprit ce colloque est ouvert à un public très large, même si sa cible privilégiée est les étudiants du cycle de préparation à l'agrégation d'économie et gestion.

À ce propos nous tenons à réaffirmer ce que nous avons déclaré à plusieurs occasions, à savoir que le système national de l'agrégation dans les différentes disciplines est un levier pour la qualité du système de l'éducation et de la formation. Il est, pour ainsi dire, l'un des piliers sur lesquels s'assoie notre stratégie pour améliorer à la fois la performance des processus internes du système et la performance de celui-ci vis-à-vis de ses différentes parties prenantes.

Le colloque qui s'ouvre aujourd'hui marque un tournant décisif dans l'évolution du cycle de préparation à l'agrégation d'économie et gestion, qui a été mis en place depuis cinq ans en partenariat avec le Service de Coopération et d'Action Culturelle de l'Ambassade de France. Il concrétise notre volonté à tous de capitaliser sur l'expérience de ces cinq années d'effort et d'adaptation, où le souci de la survie et de la pérennité de ce cycle ont primé sur toute autre considération.

Nous tenons d'ailleurs à exprimer notre satisfaction quant à la qualité de ce partenariat. Les résultats obtenus par et grâce aux cycles de préparation à l'agrégation sont la preuve de l'efficacité de cette collaboration.

Aujourd'hui, nous nous réjouissons du saut qualitatif qu'implique le lancement des journées de l'économie et gestion annonçant, ainsi, notre engagement à ouvrir de nouvelles voies au développement du Cycle de Préparation à l'Agrégation d'Économie et gestion pour qu'il soit un levier pour l'amélioration de la qualité de l'enseignement tertiaire au Maroc.

Je tiens à remercier chaleureusement les différents intervenants qui ont accepté de nous faire partager leurs connaissances et expériences, en l'occurrence les professionnels du monde des affaires, les universitaires et professeurs, français et marocains. Leurs contributions vont permettre d'enrichir la qualité scientifique et technique des débats qui s'annoncent prometteurs.

Je voudrais également présenter toute ma gratitude au Service de Coopération et d'Action Culturelle de l'Ambassade de France pour son précieux soutien en vue de la réussite de ce colloque.

En particulier, je tiens à remercier M. Pierre Appriou, Conseiller de Coopération adjoint au Service de Coopération et d'Action Culturelle et Mme Michèle Cambra, Attachée de coopération au Service de Coopération et d'Action Culturelle, pour leur soutien dans la mise en place du Cycle de Préparation à l'Agrégation d'Économie et gestion et des Journées de l'Économie-Gestion - M. Jean Claude Billiet, Inspecteur Général de l'Éducation nationale, pour son apport précieux au Cycle de Préparation à l'Agrégation d'Économie et gestion et à la préparation de ce colloque - et M. Lahcen Oulhaj, Président du concours de l'agrégation Économie et gestion, pour sa contribution au développement du Cycle de Préparation à l'Agrégation d'Économie et gestion.

Enfin, pour terminer je voudrais également exprimer mes remerciements les plus vifs aux membres du Comité d'organisation, qui n'ont pas ménagé leurs efforts pour que cette première édition des Journées de l'Économie-Gestion soit une réussite.

Allocution de M. Pierre APPRIOU

Conseiller de Coopération adjoint du SCAC de l'Ambassade de France

Mesdames, Mesdemoiselles, Messieurs, chers amis,

C'est toujours avec plaisir que je participe à l'ouverture de colloques qui me permet, en tant qu'universitaire et ancien président d'une université française, de retrouver la communauté à laquelle j'appartiens toujours bien que je sois, désormais, en fonction dans ce qu'il est convenu d'appeler la diplomatie .

Un journal marocain a récemment organisé une cérémonie de remise des prix de la recherche en Économie-Gestion, reflétant ainsi l'intérêt porté à cette discipline par les jeunes chercheurs et la société civile. Il me paraît de bon augure que nos premières journées se tiennent peu de temps après, illustrant ainsi le dynamisme de collègues en charge de l'enseignement et de l'apprentissage d'un secteur plein d'avenir au Maroc.

En tant que représentant du Service de Coopération et d'Action Culturelle de l'Ambassade de France, il m'appartient de faire un point sur notre accompagnement dans le cadre du partenariat franco-marocain en matière de formation universitaire et de recherche.

Les Cycles de Préparation à l'Agrégation en est l'un des aspects importants, en particulier celui concernant l'économie-gestion dernier né de la série. Il convient cependant de préparer les modalités d'un transfert progressif qui permettrait d'assurer la relève marocaine dans le champ de la formation.

Il convient aussi de resituer ce programme particulier dans le cadre des autres actions que nous menons avec vos instances nationales afin d'en assurer une meilleure visibilité et une plus grande synergie. En effet, nous menons conjointement plusieurs autres projets, pour la plupart financés sur Fonds de Solidarité Prioritaire, dits FSP

Vous me permettrez d'en évoquer quelques uns.

Le premier d'entre eux porte sur l'appui à la Réforme de l'Enseignement Supérieur au Maroc. Lancé en octobre 2004, il comporte trois volets : la gouvernance, l'ingénierie pédagogique et la recherche.

La gouvernance s'articule sur la mise en place d'un certain nombre de logiciels de gestion, dont l'un concerne celle de la scolarité des étudiants. Il est désormais opérationnel dans dix universités marocaines, illustrant ainsi l'intérêt que portent ces dernières aux outils de gestion. D'autres logiciels sont prévus pour les ressources humaines, le patrimoine ou la vie étudiante.

L'ingénierie pédagogique accompagne la mise en place au Maroc du système européen Licence/Master/Doctorat, dit "LMD". Nous en sommes actuellement au "L" et l'année prochaine sera celle du "M1". Des ateliers se tiendront prochainement à Meknès, Marrakech et Mohammedia pour lancer les Masters.

Le troisième volet concernant la formation à et par la recherche a pour principal objectif la création d'écoles doctorales marocaines.

Vous le voyez, l'appui de la France à la Réforme de l'Enseignement Supérieur au Maroc est particulièrement important.

Il y a également lieu de mentionner un FSP qui, mis en place en 2003, porte sur la valorisation et la mise à niveau des Petites et Moyennes Entreprises au Maroc.

Trois réseaux ont été créés : l'un concerne la diffusion technologique, l'autre le génie industriel, un troisième enfin dans lequel les économistes et les gestionnaires marocains pourraient s'impliquer puisqu'il s'agit d'un réseau dénommé "Maroc incubation-essaimage".

Je vous invite à vous rapprocher du CNRST, responsable de ce dernier réseau.

Un mot sur la recherche avec le Programme d'Actions Intégrées, regroupant la majeure partie des actions de la coopération en ce domaine, pour vous dire qu'il me semble que l'économie-gestion n'est pas assez présente dans ce programme, ainsi d'ailleurs que les Sciences Humaines et Sociales. Je vous incite donc à y participer plus largement.

Je souhaiterais, enfin, évoquer un FSP consacré aux Sciences Humaines et Sociales au Maghreb.

Là aussi, je considère que les économistes et les gestionnaires ont toute leur place dans ce programme, en appui à l'ensemble du potentiel recherche au Maroc. Ce dernier est important mais pourra être valorisé et développé par la mise en place par le gouvernement marocain de pôles de compétences, dont l'un concerne l'économie.

Il y a dans ce pays un potentiel important pour l'économie et la gestion. Vous y participez et je vous en félicite. Bonne réussite à vos travaux.

Allocution de M. Jean-Claude BILLIET
Inspecteur Général du ministère français de l'Éducation Nationale

Mesdames et Messieurs, chers collègues, bonjour ;

Vous imaginez à quel point l'émotion est grande pour moi de me retrouver parmi vous. Notre collaboration avec l'ENSET, et avec son directeur, est une longue histoire, ponctuée de péripéties, mais toujours fructueuse. Elle a porté aussi bien sur la mise en place du cycle préparatoire, sur l'organisation du concours de l'agrégation d'économie et gestion, sur la formation des enseignants marocains, et sur bien d'autres sujets encore. Quel bonheur de constater qu'aujourd'hui un pas de plus est franchi et que nous allons aller encore plus loin.

Il y a cinq ans, j'ai fait la connaissance de Monsieur Lahcen Oulhaj, je ne savais pas qu'il allait devenir, par la suite, Doyen de la Faculté de droit et sciences économiques de Rabat-Agdal. J'ai tout de suite apprécié ses qualités intellectuelles ainsi que le véritable travail de formation et de recherche qu'il conduit à la faculté. Je me suis dit qu'il serait intéressant d'en faire profiter un public plus large que celui de l'université.

Peu de temps après, ici, à l'ENSET, j'ai rencontré des équipes de formateurs qui, sous l'impulsion de Monsieur Bachir Salhi, étaient très impliquées, réalisant un travail remarquable de préparation des jeunes. Là, encore, je me suis dit qu'il serait dommage que ces équipes restent isolées et qu'il leur serait hautement profitable de nouer des contacts avec tous ceux qui, dans ce pays, s'intéressent de près à l'économie et à la gestion.

Encore plus tard, à l'occasion de la création d'un BTS banque (qui va ouvrir ses portes à Casablanca en janvier 2006), j'ai travaillé avec les milieux professionnels marocains et je me suis rendu compte, qu'il y avait chez les représentants du monde professionnel une véritable réflexion sur le devenir du pays et sur les mécanismes économiques qui permettraient au Maroc de réussir. Là encore, je me suis dit que ce serait bien de mettre en contact les réalités professionnelles avec l'enseignement...

... Alors, comme dans un vieux feuilleton qui passait à la télévision française aux temps glorieux de l'ORTF et que vous avez peut-être pu regarder ici au Maroc, je me suis dit: "Bon sang, mais c'est bien sûr !" La solution consiste à faire en sorte que toutes ces personnes se rencontrent, échangent, unissent leurs efforts. C'est donc à vous, universitaires de valeur, professeurs qui s'occupent de jeunes qui vont devenir les formateurs de demain, représentants du monde professionnel, que s'adresse cette première édition des Journées de l'Économie-Gestion.

Et bien voilà : aujourd'hui, nous sommes au pied du mur puisque nous sommes tous là. Je suis certain d'une chose, puisque ces journées de l'économie-gestion existent, elles seront une réussite !

Allocution de M. Lahcen OULHAJ

Doyen de la Faculté de droit et sciences économiques de Rabat-Agdal, président du jury du concours de l'Agrégation d'économie et gestion

Monsieur le directeur de l'ENSET,
Monsieur le Conseiller de Coopération adjoint au SCAC,
Monsieur l'Inspecteur Général ;
Mesdames et Messieurs les professeurs,
Mes chers élèves du Cycle de Préparation à l'Agrégation,
Mesdames et Messieurs,

C'est pour moi un honneur et un plaisir de prendre la parole au démarrage de cette manifestation scientifique qui est le fruit d'une coopération active et positive entre le Maroc et la France.

Je voudrais tout d'abord en remercier les organisateurs qui sont l'ENSET, le SCAC et l'Inspection Générale.

Je voudrais aussi préciser que ce colloque bénéficie, en premier lieu, au Cycle de Préparation à l'Agrégation d'Économie-Gestion. Ce cycle a été ouvert en octobre 2000, après une élaboration des textes créant le cycle de préparation et le concours en 1993-94.

La première session du concours de l'agrégation d'économie gestion a eu lieu en juin 2002. Depuis, il y a eu quatre sessions qui se sont soldées par l'admission au grade de "professeur agrégé d'économie et gestion" de près d'une soixantaine d'enseignants de haut niveau.

Cette dynamique doit être couronnée par la mise en place d'une Inspection Générale en économie et gestion afin de penser les méthodes et contenus de l'enseignement de l'économie au Maroc, améliorer la formation des professeurs non agrégés et coopérer avec l'université... Tout un programme!

Depuis 2005, un nouveau profil des candidats à l'agrégation est venu s'ajouter au classique, à savoir celui des professeurs du secondaire qui reçoivent une formation de deux années au cycle de préparation ici à l'ENSET. Il s'agit des lauréats des Classes Préparatoires aux Grandes Écoles de commerce qui, deux années après le Baccalauréat, intègrent ce cycle et sont formés durant trois ans pour passer le concours d'agrégation.

Nous n'avons pas constaté de baisse de niveau à la suite de l'intégration de ce nouveau profil et ce, grâce au travail qui est fait à l'ENSET par le Cycle de Préparation à l'Agrégation. Cependant, pour maintenir ce niveau, il faut attirer les meilleurs lauréats des classes préparatoires. Et pour attirer les meilleurs élèves des classes préparatoires vers le cycle de préparation, il faut leur offrir une perspective au cas où ils échouent à l'agrégation. Après cinq années, s'ils échouent à l'agrégation ils n'ont actuellement que

le Baccalauréat et ce n'est pas une perspective réjouissante pour les élèves. La solution serait de les nommer comme professeurs du secondaire, non agrégés bien entendu, et qu'ils puissent passer l'agrégation autant de fois qu'il le faudra. Sinon, on ne pourra pas avoir les meilleurs éléments et, déjà, on constate une baisse, justement, de l'afflux des ces lauréats dans les cycles préparatoires pour toutes les agrégations.

Je voudrais terminer par un mot sur le thème choisi pour cette manifestation scientifique, à savoir : "marché des capitaux et financement d'entreprise".

Évidemment, la question qui se pose est pourquoi ce thème ? Ce n'est pas céder à la mode de dire que c'est un thème intéressant, ceci pour plusieurs raisons.

La première est que le marché des capitaux est relativement nouveau au Maroc, même si les premières succursales de banques espagnoles se sont installées dès 1860 à Tanger - même si la première banque, introduite de l'Algérie, la Compagnie Algérienne, est venue s'installer à Casablanca dès 1904 - même si la Bourse des valeurs ou ce qui va devenir la Bourse des valeurs de Casablanca a été créée dès la fin des années 20 du vingtième siècle. Malgré cette ancienneté, le marché des capitaux reste, en effet, assez nouveau au Maroc

La deuxième raison tient au fait que ce marché des capitaux reste marginal dans l'économie marocaine. Non pas parce qu'il ne contribue que de manière marginale dans le financement des entreprises. Je crois que c'est le cas un peu partout dans le monde. Il n'y a, à ma connaissance, aucune économie où le marché, et notamment la bourse, occupe la première place dans le financement des entreprises. Dans notre économie, le système bancaire occupe la première place et domine même la Bourse. Mais parce que les ménages ne se sont pas encore familiarisés avec les possibilités qu'offre le marché des capitaux.

Pour ces deux raisons, le marché des capitaux n'a pas reçu l'attention nécessaire dans les programmes universitaires mais, aussi, parce qu'il constitue un domaine qui évolue très rapidement au niveau et de ses produits et de ses cours.

Pour saisir l'évolution du marché des capitaux, et notamment de ses cours, les mathématiques élémentaires sont très insuffisantes. Il ne peut pas y avoir d'enseignement de marché des capitaux et de son fonctionnement au niveau des lycées. Tout juste peut on en faire une présentation descriptive. Quant à la théorie financière, elle ne peut être enseignée qu'à l'université. Mais, jusqu'à présent, elle n'a pas reçu l'attention nécessaire.

Je ne vais pas m'attarder là-dessus c'est ce qu'on va découvrir, je l'espère, au cours de ces deux journées, auxquelles je souhaite plein succès.



Le comportement des entreprises cotées

La communication financière en question :

M. Jean-Jacques BENAÏEM

Professeur agrégé d'économie et gestion

Le rachat d'actions : régulation des cours ou manipulation ?

M. Youssef BENKIRANE

Président de l'APSB, directeur général de BMCE Capital Bourse



La communication financière en question

Jean-Jacques Benaïem
Professeur agrégé d'économie et gestion

La privatisation d'une partie du capital d'EDF en décembre 2005 paraît confirmer le regain du grand public pour les placements boursiers. Echaudés par l'éclatement de la bulle internet et la baisse du cours de valeurs réputées solides telles que France Telecom ou Vivendi, les petits porteurs boudaient sensiblement les marchés d'actions depuis plusieurs années.

Pourtant, ce retour ne signifie pas que la communication financière est aujourd'hui exempte de tout reproche. Ainsi, l'autorité des Marchés Financiers (AMF), le gendarme de la bourse française, a publié en septembre 2005 une recommandation visant à améliorer la sincérité des informations émises par les sociétés cotées. La communication financière est-elle objective ou au contraire fortement teintée d'ambiguïté ?

Deux sortes de dysfonctionnements apparaissent : ceux qui tiennent à l'information diffusée et ceux qui résultent du jeu ambigu des acteurs.

I. COMMUNICATION FINANCIÈRE OU PUBLICITÉ FINANCIÈRE ?

I.1. L'OPA des techniques de marketing sur la communication financière.

Le 16 novembre 1987, l'investisseur français est convié à un rendez-vous avec l'histoire. En effet, ce jour-là débute la période de souscription publique des actions Eurotunnel. Le chantier du siècle est présenté comme l'affaire du siècle. Sir Alstair Morton, co-président d'Eurotunnel fait une déclaration destinée aux épargnants :

"un investissement privé réunissant les avantages d'un placement à risques à fortes plus-values et d'un placement à long terme de bon père de famille".

Comment est-il possible qu'un placement financier puisse réunir autant d'avantages ? La COB accepte pourtant qu'il n'y ait aucune information précise sur des éléments fondamentaux, ce qui fait que l'actionnaire ne peut que faire confiance aux promesses qui lui sont données. L'agence de publicité chargée de l'introduction en bourse va lancer une véritable campagne de publicité. Le budget est colossal : 100 millions de francs.

Pour réaliser le spot publicitaire, on fait appel à une star des effets spéciaux : John Dijkstra. Le film publicitaire fait référence à Jules César, Léonard de Vinci et Ferdinand de Lesseps qui ont rêvé de changer le monde. Le prix d'introduction est fixé à 5,34 Euros. 750 000 petits actionnaires y souscrivent. On connaît la suite de l'histoire...

- Avril 1990 : le coût des travaux est réévalué à 15 milliards d'Euros (contre une estimation à 7 milliards d'Euros 1987).
- 10 juillet 1997 : Eurotunnel, menacé de faillite, présente le détail d'un premier plan de sauvetage aux actionnaires.
- avril 2004 : première historique, la direction est renversée, à la suite d'un vote organisé par une coalition des petits porteurs d'Eurotunnel, alors que l'action en date du vendredi 31 mars 2004 ne valait plus que 0,57 Euros.

Cet exemple cristallise encore aujourd'hui la déception des investisseurs et particulièrement des petits porteurs contraints de constater que malgré des prévisions démesurément optimistes, l'exploitation du tunnel commencée avec du retard en 1994 a été marquée par un état de quasi-faillite permanent. Les dirigeants d'Eurotunnel ont pendant des années fondé leur communication sur les résultats commerciaux pour faire croire à une situation financière normalisée alors même que la charge des intérêts n'était pas couverte.

L'expérience d'Eurotunnel appartient-elle au passé ? Depuis il y a eu plusieurs krachs et les petits épargnants sont devenus plus méfiants. Pour autant le langage qui est tenu lors des introductions en bourse n'est pas un langage de raison. La campagne qui a été menée pour l'acquisition de titres EDF en décembre 2005 est à cet égard tout à fait révélatrice.

EDF n'est pas Eurotunnel. Le plus important électricien mondial ne manque pas d'atouts : la taille, le "mix" énergétique (centrales nucléaires et barrages hydroélectriques), ses ingénieurs parmi les plus réputés du monde, son personnel très attaché à l'entreprise etc. C'est donc plusieurs millions de personnes convaincus par le chant des sirènes de la publicité financière qui ont participé à l'achat d'actions. Ils sont sûrement beaucoup moins nombreux à avoir consulté le document de base de 539 pages déposé par la société en juillet dernier auprès de l'AMF. Dans ce document, EDF reconnaît elle-même que les provisions qui ont été constatées pour le traitement et le stockage de combustibles irradiés ainsi que pour la déconstruction de centrales nucléaires sont insuffisantes. Les commissaires aux comptes refusent de s'engager. Ils soulignent "l'incertitude relative à l'évaluation de provisions liées à la production nucléaire sensible à de très nombreux paramètres : coûts, taux d'inflation, taux d'actualisation à long terme". Bref, Même les hommes du chiffre sont dubitatifs. Du coup l'AMF a imposé un avertissement, barrant la première page du document d'introduction, qui fait état de ces observations. Or qu'avons-nous observé dans la campagne de communication financière qui a été menée ?

Ce n'est pas sur les risques que l'accent a été mis mais sur le rêve. On voit dans le spot télévisuel un couple sur une colline ensoleillée. Elle, qui dit "finalement, on a bien fait de choisir celle-là". Et leurs regards se portent sur un barrage et une installation hydroélectrique d'EDF. Le slogan désormais célèbre apparaît : "EDF ouvre son capital, Bienvenue chez vous".

On est bien là dans le domaine du rêve et non dans celui de la rationalité économique qui devrait présider à tout choix d'investissement. "Bienvenue chez vous". Toute

l'ambiguïté de la communication financière est rassemblée dans ce slogan qui semble ouvrir en grand les portes du monde de la finance à un public qui n'est pas suffisamment averti des risques encourus.

Pour déclencher l'achat de l'action, les techniques de MKG ont pris le pas sur les arguments rationnels. Cela est couramment pratiqué pour toutes sortes de produits : voyages, voitures etc. Pourquoi faudrait-il s'en émouvoir pour les actions ?

C'est que l'action n'est pas un produit comme les autres. Tout produit possède une fonction utilitaire, véhicule une image et revêt une part de rêve. L'action constitue presque du rêve à l'état pur. Quand un petit porteur achète un titre, c'est l'espoir de devenir plus riche et tout ce qui s'y accroche qui l'animent.

Il réalise souvent cet achat à la suite d'une campagne publicitaire ou à la lecture de conseils qu'il a lus dans la presse ; or les recommandations des analystes se réduisent parfois à un simple mot accumuler, conserver, acheter etc. Le processus rationnel qui a permis de faire émerger cette recommandation est complètement occulté et la recommandation apparaît comme un mot d'ordre mystérieux émanant de milieux savants et particulièrement bien informés. D'où l'impression d'avoir été floué quand le cours s'effondre. Cette irrationalité favorise l'assimilation de la bourse à un jeu de hasard, dans lequel la majorité des joueurs n'envisage pas de perdre leur mise initiale. Les deux exemples : Eurotunnel et EDF illustrent l'OPA que la mercatique a lancé sur l'information financière mais il n'y a pas que la forme de la communication qui pose problème. Le fond n'est pas en reste.

I.2. Des informations en abondance mais une transparence trop rare

Les indicateurs constituent les vecteurs d'une communication orientée. On sait que du résultat net au chiffre d'affaires, les entreprises disposent d'un large éventail d'indicateurs synthétiques. A elles de mettre en avant celui qui paraît le plus flatteur.

C'est ainsi qu'une entreprise fortement endettée va être tentée de mettre en exergue dans ses communiqués un indicateur calculé avant intérêts. Lors de la vague des sociétés internet certaines start-up qui ne faisaient pas de profit communiquaient même sur le chiffre d'affaires, voire quand elles ne faisaient pas de chiffre d'affaires sur le nombre d'abonnés. Ainsi Liberty Surf a été introduite en bourse principalement sur la base d'une valeur potentielle par abonné.

Dans leur communication financière, toutes les entreprises disent créer de la valeur. Cependant aucune entreprise ne calcule cette création de valeur de la même façon que l'autre à un point tel que l'AMF est intervenue en émettant une recommandation sur les différentes façons de calculer la création de valeur.

Enfin, il y a plus grave que la mise en exergue d'indicateurs flatteurs, ce sont les "comptes de fées". Les techniques usuelles d'habillage des comptes aboutissent parfois au maquillage des comptes. Les entreprises cotées ont usé et abusé jusqu'en 2001/2002 des astuces pour embellir leurs comptes et satisfaire au fameux ratio de rentabilité des capitaux engagés de 15% après impôt imposé par certains investisseurs institutionnels. Il faut d'ailleurs reconnaître aux comptables et aux financiers une imagination particulièrement fertile en matière de présentation des comptes même si celle-ci est aujourd'hui encadrée par des normes internationales.

II. COMMUNICATION FINANCIÈRE ET CONFLITS D'INTÉRÊTS

II.1. Les analystes financiers sont-ils indépendants ?

Les analystes financiers sont au cœur du système. Ils émettent des recommandations qui sont suivies par de nombreux investisseurs qui leur délèguent en quelque sorte leur faculté de jugement. La seule question qui vaille est la suivante : ces analystes financiers sont-ils indépendants ?

Comment pourraient-ils être totalement indépendants alors que les sociétés qu'ils sont chargés de suivre sont clientes de la banque d'affaires qui les emploie. L'analyse financière constitue au sein d'une banque d'affaires un centre de coût alors que cette même banque vit des commissions qu'elle réalise sur les introductions en bourse et les augmentations de capital.

Cette situation explique pourquoi les analystes financiers sont beaucoup plus enclins à recommander une valeur à l'achat qu'à la déconseiller. Les banques parlent d'une muraille de Chine pour indiquer que les activités d'analyse financière sont nettement séparées des activités de gestion d'actifs. Il semble au vu des exemples qui remontent de temps en temps à la surface qu'il s'agit parfois d'une muraille de papier. Ainsi dans un livre intitulé *"Analyseur financier au cœur de la folie financière"* Édouard Tétreau explique qu'il a fait l'objet d'une sanction disciplinaire quand début 2002, il a émis une note à l'intention de la communauté financière indiquant que Vivendi était au bord de la faillite. Quelques mois plus tard, Jean-Marie Messier se voyait contraint de démissionner de ses fonctions de PDG de Vivendi. Il semblerait que certains dirigeants n'hésitent pas à décrocher leurs téléphones pour demander la tête d'un analyste insuffisamment réceptif à leurs arguments.

II.2. Auditeurs externes : de la certification des comptes aux prestations de conseil

L'affaire Enron a révélé au grand public que les auditeurs, comme les analystes financiers sont confrontés à des conflits d'intérêt.

En 1933 aux Etats-Unis, après une crise économique et financière majeure qui a provoqué la ruine de nombreux épargnants, un jeune comptable qui s'appelait Arthur Andersen s'était élevé contre les pratiques de ceux qu'on appelait à l'époque les *"banksters"* (amalgame de banquiers et gangsters). Ce jeune comptable entendait défendre l'actionnaire en lui offrant des repères comptables fiables. Cet homme allait créer une entreprise de comptabilité qui devait devenir la référence mondiale en matière d'audit.

Les caprices de l'histoire font que 70 ans plus tard, Arthur Andersen, l'entreprise phare de l'audit succombe dans la tourmente provoquée par la faillite d'Enron à cause de manœuvres comptables dans sa filiale de Houston au Texas. Andersen n'aurait pas dénoncé ces irrégularités afin de continuer à percevoir les honoraires importants qu'Enron lui versait pour rémunérer les prestations de conseil.

Ce type d'affaires est-il possible en France ? La séparation des activités d'expertise comptable et de commissariat aux comptes semble constituer un garde-fou efficace contre ce type de dérive.

II.3. Agences de notation (rating) et entreprise : une relation ambiguë

Les agences de notation sont chargées d'évaluer la solvabilité des entreprises qui lancent des emprunts obligataires sur le marché financier. Mais pour obtenir cette note qui constitue un gage de sécurité pour les investisseurs institutionnels, les entreprises les rémunèrent. Ainsi ces dernières vivent des revenus que leur versent les entreprises qu'elles sont chargées d'évaluer. Cette ambiguïté est génératrice de forts conflits d'intérêts.

Les affaires Enron et Worldcom ont en outre sérieusement ébranlé la confiance des investisseurs dans les agences qui ne les avaient pas prévenu de la montée des risques encourus.

III. COMMENT GARANTIR LA TRANSPARENCE ?

La réflexion qui a été menée en France et dans les pays anglo-saxons à la suite des scandales ayant éclaté en 2001/2002 a permis de faire émerger trois types de solutions:

1) **l'autorégulation** : c'est à dire faire confiance aux acteurs pour organiser l'autorégulation du système et une meilleure transparence des informations. Ainsi les analystes financiers se sont dotés d'un code déontologique, des administrateurs indépendants sont introduits au sein des CA. On peut cependant douter du niveau de transparence d'un marché financier abandonné aux seuls acteurs professionnels. Enron passait pour une entreprise modèle en matière de gouvernement d'entreprise. Elle avait de nombreux administrateurs indépendants grassement rémunérés qui ne se risquaient surtout pas à émettre des critiques vis-à-vis des mesures qui étaient prises par la direction générale.

2) **accroître la vigilance et la répression** à travers un renforcement de l'arsenal législatif et une plus grande sévérité vis à vis des fraudeurs. C'est apparemment l'une des voies qui ont été choisies par les pouvoirs publics aux États-Unis avec la promulgation de la loi Sarbanes-Oxley afin de lutter contre le sentiment d'insécurité ressenti par les ménages américains après le marasme d'Enron. La SEC a aussi renforcé ses pouvoirs d'investigation.

3) **La troisième voie serait de donner plus de pouvoir aux parties prenantes** en introduisant par exemple des représentants des petits actionnaires et des salariés

dans les CA ou encore en créant en France des "*class-actions*" dérivées du modèle anglo-saxon qui permettrait aux petits actionnaires de se regrouper. Depuis plusieurs années, des associations se sont créées. Elles sont soutenues par des cabinets juridiques et financiers. Elles tentent d'alerter l'AMF quand les petits actionnaires s'estiment lésés. Cette solution implique cependant un changement de modèle de gouvernement d'entreprise : substituer la création de valeur partenariale à la création de valeur pour l'actionnaire.

En mettant l'accent sur la forme plutôt que sur le fond, l'abus de l'utilisation des techniques de mercatique à la sphère financière contribue à faire accroire l'idée que les marchés financiers évoluent de façon autonome et déconnectée des résultats des entreprises. La restauration de la confiance des petits porteurs passe par une communication plus rigoureuse et plus transparente.

En tentant de convaincre les actionnaires du bien-fondé de leur action, en rendant plus lisible leur stratégie, les dirigeants seraient plus à même d'entraîner l'adhésion durable des actionnaires et des salariés. Quant aux analystes financiers, en mettant en avant les hypothèses qu'ils retiennent pour établir leurs recommandations et en s'expliquant sur leurs démarches d'analyse, ils contribueraient à justifier leurs conseils et à revaloriser leur fonction.

La communication envers les actionnaires est un exercice difficile, responsabiliser les porteurs d'actions en leur délivrant les informations nécessaires à l'exercice d'un choix réfléchi, c'est le défi auquel se trouvent confrontés les professionnels de la finance.

Le rachat d'action : régulation ou manipulation des cours ?

Youssef Benkirane

Président de l'APSB, directeur général de BMCE Capital Bourse

(résumé de la conférence effectuée par Pierre Célier)

Le programme de rachat est une opération par laquelle une entreprise, cotée en Bourse, procède au rachat sur le marché de ses propres actions, dans le respect des textes de loi en vigueur.

L'objectif principal d'un programme de rachat est de corriger les variations excessives du cours boursier, dans la limite réglementaire de 10%, via :

- des interventions en fonction des situations de marché ;
- des actions en contre-tendance des fluctuations démesurées du cours sur le marché.

Ces objectifs doivent être poursuivis sans entraver le bon fonctionnement du marché boursier

La réalisation d'un programme de rachat offre 3 principaux avantages à une société :

- 1) augmenter la liquidité de son titre sur la Place boursière ;
- 2) animer le cours de l'action sur le marché ;
- 3) diminuer la volatilité du marché.

Sur le plan juridique, la règle générale est l'interdiction par une société de détenir ses propres titres (art. 280 de la loi sur la S.A.). Toutefois, les sociétés peuvent déroger à cette règle pour assurer une régulation du cours boursier (art. 281).

La réalisation d'un programme de rachat doit alors s'inscrire dans le cadre fixé par le décret n°2-02-556 du 24 février 2003, précisant les formes et conditions dans lesquelles les sociétés anonymes peuvent effectuer les rachats en bourse de leurs propres actions en vue de régulariser le marché.

La réalisation d'un programme d'achat est donc réglementée. En particulier elle doit suivre une procédure très stricte :

- 1) établir une notice d'information comprenant notamment :
 - a) les modalités de l'opération : prix maximum d'achat et de vente, prix minimum de vente et d'achat et nombre maximum d'actions à acquérir ;

- b) le délai de réalisation du programme de rachat, celui-ci ne devant pas dépasser 18 mois.
- 2) obtenir le visa de cette notice par le CDVM ;
 - 3) mettre cette note d'information à la disposition des actionnaires ;
 - 4) faire accepter le programme de rachat par l'AGO ;
 - 5) tenir un registre des transactions ;
 - 6) effectuer un reporting des opérations au CDVM.

La note d'information joue un rôle central. Celle-ci, sous sa présentation allégée, doit comporter plusieurs informations essentielles :

- les objectifs et modalités de l'opération ;
- l'évolution du titre sur le marché des actions ;
- les incidences du programme sur la situation financière de la société ;
- le traitement comptable et fiscal des titres.

Pour s'assurer du respect des règles encadrant les programmes de rachat d'actions il est recommandé de confier l'exécution de celui-ci à une société de bourse, maîtrisant les mécanismes du marché financier.

Pour éviter toute opération douteuse, il est notamment interdit à une société d'intervenir sur ses propres titres pendant :

- les 15 jours précédant la date de publication des comptes annuels et semestriels ;
- la période comprise entre la date où la société dispose d'une information pouvant avoir une influence significative sur le cours et la date de diffusion de cette information.

Il convient de distinguer les "initiés temporaires" des "initiés permanents". Un président de société est nécessairement un initié permanent. C'est la raison pour laquelle, il est préférable de mandater une Société de Bourse pour conduire le programme de rachat. Celles-ci n'ayant pas d'information privilégiée, elles agissent uniquement en fonction des situations du marché.

L'efficacité de ces programmes de rachat d'actions est renforcée par l'absence de toute restriction quant au volume à échanger ou le timing des opérations et à la possibilité de passer des transactions sur le Marché de gré à gré.

En contrepartie, leur transparence est assurée par l'information obligatoire de la Bourse de Casablanca lors du lancement du programme de rachat et de ses caractéristiques, ainsi que par l'envoi de reporting mensuel au CDVM, comprenant le nombre d'actions achetées et cédées.

Sur le plan comptable les titres achetés par la société dans le cadre du programme de rachat sont considérés comme des "Titres et Valeurs de Placement".

Sur le plan fiscal les actions détenues par la société ne donnent pas droit aux dividendes. Par contre le programme peut avoir des incidences sur le résultat imposable du fait des plus ou moins value réalisées à cette occasion.

Les programmes de rachat d'actions, très encadrés sur le plan juridique, présentent donc de nombreux avantages, notamment :

- ils permettent aux sociétés de contribuer activement à l'animation de leur cours boursier ;
- ils favorisent la réalisation d'opérations futures sur le capital des sociétés, en permettant une régularisation de leur cours boursier .

Les investisseurs, notamment les OPCVM, apprécient les titres liquides ayant une tendance régulière. À ce titre, les programmes de rachat qui permettent d'animer les titres d'une société et de lisser leur volatilité, participent certainement à un meilleur fonctionnement du marché boursier.



Marché financier et intermédiation bancaire

L'évolution du statut et des stratégies des principales bourses mondiales

M. Jean-François Lemette

Professeur de l'université Paris Sud XI

Marché monétaire et financement d'entreprise

M. Mohamed Aboutahir

Chef du département économie et gestion de l'ENSET de Mohammedia



L'évolution récente des principales bourses mondiales

Jean-François Lemette
Professeur de l'université Paris Sud XI

INTRODUCTION : les bourses en mouvement

Que se passe-t-il dans le monde des bourses de valeurs ?

Depuis quelques décennies des transformations importantes ont été observées qui marquent des évolutions parfois contradictoires. Elles se traduisent aujourd'hui par quelques évènements qui suscitent des interrogations :

- Le New York Stock Exchange (NYSE), la plus grande bourse du monde, change difficilement son fonctionnement sous la menace de son concurrent le plus direct le NASDAQ et du procureur général de New York qui s'en prend aux vénérables *specialists* qui assurent son fonctionnement.
- Le London Stock Exchange (LSE), la plus ancienne des grandes bourses et la plus importante en Europe, a été successivement l'objet de tentatives de prise de contrôle de ses principales concurrentes européennes : la bourse allemande de Francfort et la bourse européenne Euronext.
- Alors qu'on ne parle que de "consolidation" de l'industrie boursière, de nouvelles bourses sont apparues et ont pris une part importante dans leurs régions, soit par l'importance des transactions, soit parce qu'elles font preuve d'un savoir-faire élevé en ingénierie financière.
- La dérèglementation des activités de marché (c'est-à-dire les bourses et les activités périphériques) est désormais la règle, d'autant plus que les institutions qui administraient ces activités étaient publiques et fortement encadrées pour assurer la sécurité de l'épargne.

Parmi les causes profondes de ces transformations des bourses de valeurs deux s'imposent de façon récurrente:

La première tient au contexte. Les bourses de valeurs se sont inscrites dans le mouvement général de globalisation qui a affecté l'ensemble des activités économiques et financières.

Pourquoi cette institution emblématique du capitalisme qu'est la bourse échapperait-elle à ses nécessités et à ses contraintes ? Les bourses prennent leur place spécifique dans la constitution d'une industrie mondiale du financement et dans la concurrence toujours plus forte qu'elle suscite.

La seconde cause est technologique. Elle tient dans les progrès réalisés dans les domaines des communications et des échanges de données qui ont libéré les transactions de la contrainte de lieu. Entreprise de place financière la bourse était un marché géographiquement établi disposant d'une sorte de monopole dans la négociation et la réalisation des transactions. Elle a aujourd'hui vocation à concurrencer les autres bourses sur leurs territoires propres et à être concurrencée par elles.

Le propos sera conduit en quatre étapes :

- Quelques observations préalables sur les principales bourses mondiales.
- La proposition d'une analyse des bourses de valeurs envisagées comme constituant une industrie.
- La présentation des stratégies de quelques unes des plus grandes bourses.
- En conclusion la proposition de quelques axes de recomposition.

I. LE POINT SUR LES PRINCIPALES BOURSES MONDIALES

L'évolution a commencé il y a environ 30 ans et s'est accélérée depuis 15 ans.

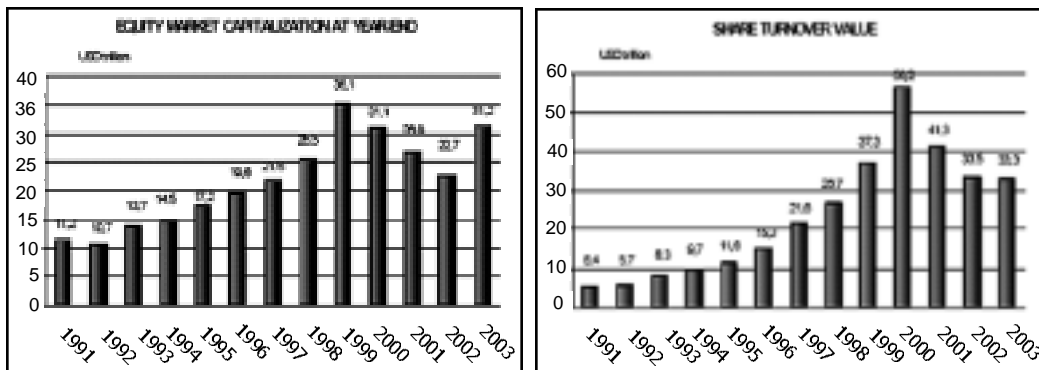
I.1. Une activité en croissance et en extension

Marchés financiers organisés, les bourses sont devenues des institutions essentielles des systèmes financiers, y compris dans les pays où leur contribution au financement était marginale.

La capitalisation boursière mondiale a connu une croissance rapide de 11.000 milliards de Dollars en 1991 à 36.000 fin 2005¹. Cette croissance a été particulièrement forte jusqu'à l'éclatement de la bulle spéculative en 2000. Après une réduction due à la baisse des prix des titres elle a retrouvé récemment son plus haut niveau.

Voir tableau page suivante

⁽¹⁾ On se référera en général aux données de la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV, ou *World Federation of Exchanges*, WFE) qui réunit les principales bourses mondiales (plus d'une cinquantaine) et la quasi-totalité de la capitalisation. <http://www.fibv.org>



(Source : FIBV)

L'importance des marchés boursiers d'actions ne tient pas au fait que le financement des entreprises en dépend principalement. Le financement par la dette (emprunts, obligations) reste partout dominant et la plupart des transactions sur les actions ont lieu hors la négociation boursière (titres non cotés et négociations de blocs). Ils constituent néanmoins une référence de la valeur des sociétés et de la confiance qui leur est accordée par les acteurs. C'est le lieu où s'affrontent éventuellement ces acteurs pour le contrôle de la propriété.

À partir des années 70 les bourses de valeurs sont devenues des institutions essentielles au financement en instaurant un commerce du risque par la création négociation de titres dérivés (contrats à terme et options). Cette activité assure la plus grande part de la rentabilité des entreprises de marché et constitue donc un champ de concurrence très actif.

I.2. À la base des institutions nationales

Alors que les industries étaient affectées par une concentration rapide au niveau international, les entreprises de marché sont longtemps restées de dimension nationale. Chaque grande place financière comportait une bourse ou un réseau de bourses coordonnées unique.

C'est le cas notamment des bourses européennes et de celle de Tokyo.

Aux États-Unis le marché des actions était dominé par le NYSE. Le NASDAQ n'a été créé qu'en 1971 à l'insistance de la SEC (*Security Exchange Commission*) auprès des intermédiaires négociateurs du NYSE. Les autres bourses étaient régionales ou traitaient des titres inscrits à New York. Les bourses de Chicago (CME et CBOT) étaient des bourses de marchandises qui ont inventé puis développé les transactions sur les dérivés que ne traite pas le NYSE.

CAPITALISATION DES PRINCIPALES BOURSEES MONDIALES (31/10/2005)

Bourse	GS	Bourse	GS
Nyse	12,992	Tokyo	4,043
Nasdaq	3,475	Osaka	2,632
Toronto	1,361	Hong kong	982
sao Paulo	437	Sydney	778
Amex	95	Taipeh	407
TOTAL AMERIQUE	18,777	Johannesbourg	475
Londres	2,988	Séoul	575
Euronext	2,607	Bombay	513
Deutsche Börse	1,195	New Delhi	428
Zurich	856	Singapour	237
Madrid	1,014	TOTAL RESTE du MONDE	6,858
Milan	730		
OMX(Stockholm- Baltique)	747	TOTAL MONDE	38,320
TOTAL EUROPE	10,887	SOURCE WFE : WWW.libv.org	

Puis de nouvelles bourses sont apparues, notamment dans les pays émergents. Comme les bourses moyennes européennes elles se sont développées en semblant conforter le modèle national. Elles connaissent même une croissance rapide. Certaines ont trouvé la place d'un développement en Amérique du Nord et en Asie, à côté de bourses importantes : Toronto et Osaka par exemple.

Dans le même temps le tableau qui suit fait apparaître des écarts dans les opérations traitées :

PRINCIPALES BOURSES MONDIALES : NOMBRE DE SOCIETE COTEES ET TRANSACTIONS DNE

Bourses	Sociétés cotées (31/09/05) ca	Echanges (sept-2005) ca	Bourses	Sociétés cotées (31/09/05)	Echanges (sept-2005) ca
MONDE	38,368	4,531	Tokyo	2,325	468
Nyse	2,279	1,365	Osaka	1,071	15
Nasdaq	3,170	879	Hong Kong	1,117	40
Toronto	3,718	66	Sydney	1,657	58
Sao Paulo	344	17	Taipeh	698	42
Amex	586	63	Johannesbourg	372	19
Londres	3,013	522	Séoul	1,500	115
Euronext	1,272	250	Bombay	4,746	18
D. Börse	777	175	New Delhi	646	27
Zurich	480	85	Singapour	678	11
Madrid	-	164	Osaka	1,071	15
Milan	278	125			
OMX	679	95			

Source WFE : www.libv.org

- Certaines bourses traitent plutôt de fortes capitalisations avec des volumes moyens de transactions élevés : 2.300 sociétés cotées au NYSE pour 13.000 G\$ de capitalisation et 13.000 G\$ de transactions annuelles. *Euronext* et *Deutsche Börse* sont dans la même situation.
- D'autres bourses réunissent une part plus importante de petites capitalisations : le NASDAQ (Capitalisation 3.000 G\$ pour 3.250 société et 7.500 G\$ de transactions) ; le London Stock Exchange (LES, avec 2.500 G\$ de capitalisation, 2.750 sociétés cotées et 5.200 G\$ de transactions).

Cela correspond en général à des méthodes de négociation et de formation des cours différentes. Les petites capitalisations supposent une organisation de la cotation qui favorise la liquidité des titres, grâce à des *market maker*.

I.3. La perspective des entreprises de marché globalisées

Il serait inexact d'affirmer que les institutions nationales étaient protégées de toute forme de concurrence. Chaque bourse s'est employée à coter les sociétés relevant principalement de sa place financière mais aussi à coter des sociétés d'autres places en leur ouvrant l'épargne de la leur.

Deux processus vont engager le phénomène de déterritorialisation :

- Le premier est économique et financier : les émetteurs de titres et les investisseurs ont développé leurs opérations internationales pour accroître les ressources (monétaires et titres) auxquelles ils avaient accès. La cotation d'un titre sur plusieurs marchés coûte cher à l'émetteur, augmente les coûts de transaction pour les investisseurs et réduit la liquidité du titre. La recherche d'efficience impose donc l'extension des marchés pertinents.
- Le second est technologique : les progrès de l'informatique et des télécommunications. En imposant la présence physique des négociateurs la cotation à la criée fortifiait le lien géographique : même si les ordres étaient acheminés des collecteurs aux négociateurs par télécommunications, la corbeille récompensait la proximité. Le développement des moyens de communication rend désormais possible la négociation internationale des titres et le recours à des plateformes électroniques de négociation. Des obstacles à la mise en place d'une organisation plus efficiente disparaissent.

La concurrence existait mais elle est désormais au cœur de l'industrie mondiale des bourses de valeurs. C'est avec cette dimension désormais structurante qu'il faut en envisager l'analyse.

II. ÉLÉMENTS D'ANALYSE DE L'INDUSTRIE BOURSIERE

II.1. La réponse des entreprises de marché

Le constat qui s'impose est que les bourses de valeurs s'adaptent actuellement pour répondre à ce contexte concurrentiel nouveau.

Elles ont pris part aux évolutions de l'économie internationale en contribuant au développement d'une économie du financement centrée sur les marchés financiers. La référence aux prix de marché issus de la confrontation des prix des titres sert de pivot pour la formation des prix des actifs financiers. Elles organisent des négociations internationales de titres et dérivés.

Les marchés financiers suppléent aux mécanismes d'assurance grâce à de nouveaux moyens de gestion des risques.

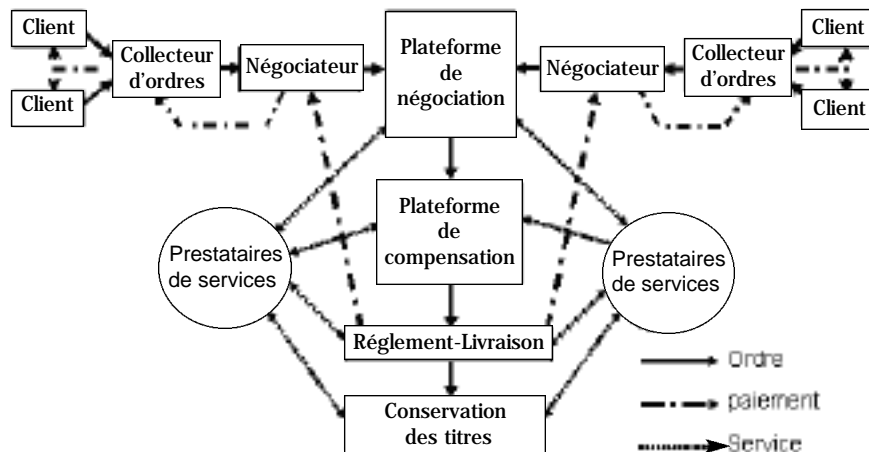
Le perfectionnement et la standardisation des produits dérivés a permis le développement rapide des marchés organisés de ces produits. Mais l'extension du principe des *swaps*, contrats *futures* et options, a couvert des domaines nouveaux et surtout des risques précédemment non assurables (risques dits extrêmes).

D'institutions de places financières les bourses de valeurs sont devenues des entreprises en concurrence. Pour ce faire elles ont subi des transformations souvent importantes pour prendre une part aux évolutions de l'économie internationale :

- Par une recherche constante d'efficience dans l'organisation des transactions et de baisse des coûts.
- En utilisant les moyens nouveaux offerts par les télécommunications et l'informatique (plateformes).
- Pour nombre d'entre elles, notamment parmi les plus grandes, en passant progressivement du statut d'entreprises coopératives de *traders* et *brokers* à des entreprises capitalistes semblables à celles dont elles cotent les titres (démutualisation).
- Par des innovations sur les produits financiers qui ont diversifié sans cesse les services qu'elles proposent.
- Par de nouvelles méthodes de fixation des prix des titres et de traitement des ordres des investisseurs.
- En transformant leurs organisations et leurs stratégies et en formant leurs états-majors et leur personnel à ces nouvelles situations.

Schéma de l'organisation d'un marché réglementé

II.2. L'organisation d'un marché réglementé



Un marché réglementé comporte deux ensembles d'acteurs et d'activités que figure le schéma qui suit :

i - Un ensemble horizontal de circulation des ordres et de négociation des ordres. Les ordres sont émis par des investisseurs auprès de collecteurs. Les négociateurs les réunissent et forment des prix par confrontation.

Les acteurs de cet ensemble horizontal assurent des fonctions dont les caractères économiques diffèrent :

- Les investisseurs souhaitent choisir entre de bonnes combinaisons de rendements et de risques. Une partie de cette combinaison dépend de l'organisation des transactions. À rendement égal, le risque diminue pour eux quand les titres sont plus liquides, les procédures de négociation plus transparentes, l'information sur les émetteurs et les cours plus fiable. Les rendements s'améliorent à mesure que diminuent les coûts de transaction.

- Les collecteurs d'ordres sont souvent des banques ou des gestionnaires de patrimoine. Dans ce cas leurs clients sont des investisseurs dispersés avec qui ils sont en relation par un réseau d'agence ou par des collecteurs d'ordres électroniques. Le service d'opérations sur titres est un service parmi les autres rendus à leurs clients. Leurs gains sont en général proportionnels au nombre d'opérations sur titres réalisées plus un droit fixe. Les tarifs proposés constituent un facteur de la concurrence entre eux à côté de l'ensemble des services rendus (y compris pour la gestion de titres). Cette concurrence est une concurrence imparfaite.

- Les négociateurs sont des "membres du marché" c'est-à-dire partie prenante à la formation du prix des titres. Chaque marché a un règlement spécifique qui définit leur mode d'intervention dans ses différents compartiments.

Dans un compartiment de gré à gré ils peuvent être négociants (*traders*) ou courtiers (*brokers*) ou marchands de titres (*dealers*) et réaliser directement les transactions. Le marché assure alors l'information sur les sociétés et leurs titres négociés ainsi que les cours pratiqués.

Dans un compartiment organisé "par les prix" les négociateurs sont des *traders* dont les offres de prix faites aux vendeurs et acheteurs de titres sont mises en concurrence par un dispositif d'information des investisseurs. Dans ce cas leur rémunération est la marge qu'ils réalisent entre prix-vendeurs et prix-acheteurs. Dans un compartiment "par les ordres" ils transmettent les ordres à une plateforme et sont rémunérés par un tarif fixe. Quand la concurrence entre eux est forte les gains des négociateurs dépendent principalement des volumes traités.

- La plateforme de négociation permet de trouver un prix auquel s'échangent des quantités de titres offertes à la vente et à l'achat. Qu'elle traite tous les ordres des investisseurs ou ceux que n'ont pu compenser les négociateurs, elle établit le prix de référence du marché à chaque instant et notamment celui que doivent pratiquer les négociateurs quand ils compensent eux-mêmes les ordres. Les cotations sont d'autant plus fréquentes et le prix plus représentatif de l'état du marché que les volumes traités, la liquidité du titre, sont importants.

Ces activités peuvent être séparées et chacune d'elles divisée comme elles peuvent être regroupées. Les investisseurs importants font l'économie du collecteur d'ordres et s'adressent directement au négociateur. Certaines réglementations nationales et de marchés autorisent les négociateurs, voire les collecteurs d'ordres à "compenser" directement des ordres d'achat et de vente sur un titre pourvu qu'il n'y ait pas de distorsion de prix entre la compensation directe et la négociation centrale.

ii - Un ensemble vertical de *back office* consacré à l'exécution des transactions. Le *back office* est formé des activités d'exécution des transactions conclues.

- La compensation assure que ces dernières seront exécutées et garantit les donneurs d'ordres contre la défaillance de la contrepartie. L'existence d'une structure de compensation qualifie un marché "d'organisés". La couverture financière du risque est d'autant plus faible que sont élevés : le nombre d'ordres pour chaque titre et la variété des titres compensés.

- Le règlement-livraison gère simultanément le mouvement des titres entre les comptes des investisseurs et les mouvements de fonds soldant les transactions. L'organisme de conservation est celui où sont déposés les titres quand ils sont matérialisés et celui qui enregistre en compte leur propriété et ses mouvements quand ils sont dématérialisés.

- Les prestataires de services du schéma précédent sont des acteurs qui assurent, pour le compte ou sous le contrôle d'un prestataire principal, une activité de *back office*. La fonction de dépositaire d'un titre peut être confiée par l'émetteur à un conservateur institutionnel ou à celui qu'a désigné l'entreprise de marché où le titre a sa principale cotation ou encore à un dépositaire indépendant placé sous le contrôle de cette entreprise de marché.

iii. Les émetteurs des titres demandent principalement l'ouverture à des ressources de financement abondantes, stables et bon marché. L'inscription d'un titre à la cote

d'une bourse est pour eux une opération qui a un coût qu'ils souhaitent le plus faible possible.

II.3. Économies de dimension

Quand on essaie de caractériser l'économie industrielle des entreprises boursières on constate l'importance première des économies de production.

Les produits sont principalement différenciés par des rapports rendement/risque qui en déterminent les prix relatifs. Tout écart du prix d'un titre par rapport à ce que les acteurs de marché jugent comme étant le bon prix est instantanément arbitrée. Quand le marché fonctionne bien l'arbitrage n'est limité que par les coûts de transaction. La stratégie des entreprises de marché se développe alors selon deux axes : constituer des avantages de coûts et exploiter les imperfections des marchés.

Nombre d'aspects évoqués précédemment font du marché d'un titre considéré séparément un monopole naturel, dominé par les économies de dimension. Le coût de la conservation est minimum quand le dépositaire est unique. Celui du règlement-livraison l'est aussi quand les opérations relèvent du même teneur de comptes. La quantité et la diversité des titres traités réduisent le coût du risque dans la compensation. La liquidité des titres s'accroît quand les cotations sont continues et portent sur des nombres importants. Les intervenants dans ces activités sont des professionnels qui savent exiger les solutions efficaces.

L'utilisation de plateformes électroniques pour la négociation mais aussi pour les activités de *back office* a provoqué une baisse importante des coûts et des gains de temps. Elle a permis la généralisation de la cotation en continu et la réduction du temps d'exécution des transactions de 3 jours au plus. Elle a sélectionné des méthodes de recherche du prix qui y font le plus large appel : la cotation par les ordres se révèle de ce point de vue plus adaptée. Mais elle a aussi accentué la concurrence entre les acteurs en permettant l'information en temps réel sur les prix proposés par les market makers des marchés par les prix ainsi que ceux de tous les autres opérateurs. La pression sur les coûts en a été accentuée.

La filière qui va des clients vers la plateforme relève d'une autre logique puisqu'il s'agit de collecter des ordres dispersés pour les faire converger vers une feuille de marché unique. Ce sont donc des réseaux de clientèle plus ou moins larges – ceux des agences bancaires et ceux des gestionnaires de patrimoine – qui agissent dans ce cas. L'activité de service "opérations sur titres" n'est souvent alors qu'une des activités servies par le prestataire. Les économies de champ (*economies of scope*) dominent la formation des coûts : selon l'intensité de la concurrence et la position concurrentielle du collecteur sur tel ou tel service il les utilisera comme support de la concurrence par les prix. Le développement d'offres diversifiées a permis des économies de champ : La concurrence très forte sur les actions a entraîné la réduction des rémunérations des intermédiaires et du marché : elle a été compensée parfois par l'existence des marchés de dérivés (Euronext, Francfort).

II.4. Remarque : la question du système de cotation et des services d'investissement

Enfin l'utilisation de plateformes a facilité les coordinations :

- Entre l'émission d'un ordre de bourse par le client d'une banque et l'achèvement de sa réalisation les opérations sont très nombreuses – parfois plus de 30 – dont beaucoup mettent en contact des opérateurs différents. Les besoins de coordination qui en résultent ont souvent renforcé la tendance à l'intégration verticale des activités de back office par les entreprises de marchés. Le passage aux outils électroniques tend à changer la mise : la réduction des coûts passe également par la standardisation et l'interconnexion des outils informatiques. Mais il facilite également la rupture de l'intégration "en silo".
- L'usage de plateformes communes facilite les opérations croisées entre bourses et crée des économies de réseau. Cela a pu jouer pour la négociation (création "d'effets de club") ainsi que pour les activités de back office.

L'introduction des plateformes électroniques oblige à poser la question du système de cotation et de microstructure. Quel est le plus efficient du système de cotation par les ordres et par les prix ?

Avec la cotation par les ordres l'établissement du prix se fait par comparaison directe des ordres des vendeurs et acheteurs. Ce système facilite la cotation électronique en continu. Il dégage à chaque instant un prix unique au terme d'un processus qui peut être parfaitement transparent. Mais la liquidité du marché suppose que des intermédiaires intervenant pour leur compte se portent contrepartie face aux ordres concernant un titre quand les ordres de sens inverse manquent (les animateurs de marché). C'est un processus qui fonctionne bien pour les titres bénéficiant de flottants importants mais qui marque vite ses limites pour les petites et moyennes capitalisations.

Avec la cotation par les prix, la recherche du prix résulte de processus plus complexes par l'intervention de *traders*, les *market makers*. Chacun d'eux fait des propositions de prix aux vendeurs et aux acheteurs. La plateforme assure la comparaison des propositions des *market makers* et organise des transactions entre eux : ils peuvent ainsi solder leurs positions sur les titres négociés. Au risque de schématiser : chaque trader est un marché en lui-même qui participe à un marché central. Le prix du titre résulte de ces confrontations à niveaux multiples. L'efficacité de la structure et la baisse des coûts d'intermédiation sont assurées quand la concurrence est forte entre les *market makers*. La transparence des transactions est parfois rendue difficile quand la concurrence est faible. Par contre les *market makers* assurent la liquidité du marché, ce qui rend cette organisation plus efficace quand le flottant des titres est faible.

Entre ces deux modèles on trouve diverses formules combinant la centralisation des ordres et l'intervention d'intermédiaires qui assurent la liquidité des titres. D'un côté il faut rendre les marchés plus efficaces par le recours à des processus informatiques. De l'autre vaincre les résistances d'une partie des acteurs dont le rôle se réduit à mesure que les procédures informatiques se généralisent. La tendance d'évolution des microstructures semble conduire au renforcement du rôle de la plateforme centrale là où il était faible. Simultanément se généralise la possibilité pour les intermédiaires

négoceurs de "compenser" les ordres de leurs clients : sous réserve du respect du prix central ils peuvent solder les ordres de sens contraires de leurs clients en faisant l'économie du recours à la plateforme centrale.

III. STRATÉGIES POUR QUELQUES BOURSES MONDIALES

III.1. Deux questions au centre de l'évolution

On ne traitera pas ici des facteurs institutionnels, économiques et politiques et de la contingence politique qui a fait la diversité juridique et organisationnelle des grandes bourses. Elles sont aujourd'hui contraintes à des évolutions qui assurent des convergences qu'on peut ordonner autour de deux questions.

- i. La première a été évoquée plus haut : c'est la question de l'efficacité. Il faut réduire les coûts en créant des économies d'échelle et de champ et, par l'utilisation de l'informatique et des télécommunications, renforcer la concurrence entre les acteurs. Il faut rendre la bourse plus attractive et sûre par le développement des réseaux, par l'amélioration de la liquidité, par la transparence de la formation des prix et l'information des intervenants.
- ii. La seconde question est institutionnelle et pour beaucoup politique.
 - Elle prend d'abord la désignation de "démutualisation". Les bourses les plus anciennes ont été créées par les intermédiaires (*brokers* et *traders*). D'autres l'ont été par ou sous le contrôle étroit des gouvernements mais elles étaient animées par les professionnels. Pour associer ou fusionner les bourses il faut en faire des entreprises capitalistes à part entière. Les intermédiaires qui possédaient les plus anciennes ou animaient les autres répugnent alors à perdre le contrôle de leur outil de travail.
 - Le marché pertinent des bourses est désormais international. Leur internationalisation et la globalisation de leurs stratégies devient une nécessité impérieuse. Or on a déjà souligné leur origine d'entreprises de place financière, dotées d'une identité nationale forte. L'accroissement de taille impose des fusions transfrontalières qui posent des problèmes de contrôle de la sécurité financière, de régulation dans lequel les gouvernements se sentent fortement impliqués.

Les bourses acquièrent donc parfois dans la douleur leur statut d'entreprises capitalistes en concurrence.

III.2. Le New York Stock Exchange (NYSE)

C'est la première bourse mondiale. Elle a été créée en 1792 par des négociants en titres (*bonds*) et a fonctionné durant deux siècles sous le contrôle de ses membres. La

démutualisation s'est récemment mise en place avec difficulté.

Le NYSE est encore un marché par les ordres hybride. Les titres étaient cotés auprès de l'un des *specialists*, encore actuellement au nombre de sept. Ces derniers exécutent les ordres qui leur arrivent directement ou par l'intermédiaires de *brokers* et fonctionnent donc comme autant de petits marchés par les ordres. Mais ils veillent aussi à la régulation du prix et à la liquidité du titre en se portant acquéreurs ou vendeurs de ce titre selon la nécessité. Le risque de conflit d'intérêt est donc réel.

La cotation se faisait jusqu'à une période récente à la criée, ce qui assurait aux *spécialists* un monopole de la négociation. Le NYSE s'est récemment doté d'outils électroniques d'information et de négociation avec lesquels les *specialists* sont mis en concurrence. Leur part des transactions décroît rapidement. L'acquisition récente de la plateforme Archipelago achève ce virage stratégique.

Le NYSE profite de son poids dans l'industrie boursière pour mener une politique autonome. Il ne participe pas à la réorganisation, aux accords sur les plateformes, aux fusions entre bourses, etc. Par contre il s'équipe d'outils techniques de plateformes et ses dirigeants disent observer les recompositions européennes. Un compartiment de produits dérivés est en cours de préparation.

Cette nouvelle organisation constituera probablement un modèle vers lequel des bourses vont converger. La cotation par les ordres avec compensation des ordres des clients par les négociateurs était déjà dans sa pratique.

III.3. Le London Stock Exchange

C'est la plus ancienne des grandes bourses, actuellement la quatrième bourse au monde et la première européenne. Elle a également été créée par des intermédiaires comme un lieu d'échanges de titres entre eux. Sa démutualisation est achevée depuis peu d'années : c'est actuellement une société commerciale dans le capital de laquelle les membres sont minoritaires à côté d'investisseurs institutionnels.

C'est un marché par les prix animé par une multitude de *market makers* dont certains sont des filiales de banques ou de compagnies financières mais où beaucoup d'autres travaillent seuls et pour leur propre compte sur un nombre limité de titres.

Le LSE n'est ni diversifié ni intégré verticalement. Il n'a pas de compartiment de produits dérivés depuis le départ du LIFFE (*London International Financial Futures Exchange*) vers Euronext en 2001. De ce fait sa rentabilité est inférieure à celle des concurrentes européennes et donc sa capitalisation boursière inférieure. La compensation et le règlement-livraison sont communs avec Euronext (Clearnet-LCH et Euroclear).

Depuis 10 ans le LSE a fait l'objet de plusieurs tentatives de prise de contrôle. Les premières, antérieures à la démutualisation, ont échoué, bloquées par les membres. Les trois dernières – effectives de la *Deutsche Börse* et de Macquarie, non formulée de Euronext – ont échoué auprès des nouveaux actionnaires.

Quelle conclusion tirer de ces échecs ? Compte tenu de la nouvelle économie industrielle des bourses, la position du LSE a beaucoup de faiblesses qui se traduisaient avant ces OPA dans un prix du titre faible et depuis (le cours ayant fortement monté)

dans une rentabilité faible de ce même titre. Mais le LSE traite une capitalisation boursière importante (économies d'échelle), dispose d'une organisation favorable pour les petites capitalisations et de membres dont l'expertise professionnelle est reconnue. Cela suppose donc pour l'acquéreur éventuel l'acceptation d'un *goodwill* conséquent. Qui plus est l'ensemble du LSE avec une autre bourse européenne aurait son centre de gravité (en matière de capitalisation et de transactions sur les actions) à Londres. Où localiser l'ensemble alors ? Sous quelle autorité nationale de régulation et de contrôle ? Le problème politique ressurgit. La position de la bourse de Londres n'est donc pas si fragile.

III.4. Euronext

La bourse " paneuropéenne " a été créée en 1999 par la fusion des bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles, rejointes en 2000 par celle de Lisbonne et en 2001 par le LIFFE, marché de dérivés établi à Londres. C'est une société anonyme de droit hollandais cotée en bourse. Les cinq composantes nationales sont des filiales d'Euronext NV. Les titres cotés forment une liste unique (*Eurolist*) cotée par les ordres. La liquidité est assurée par des animateurs de marché. Mais les intermédiaires demandent à pouvoir être plus actifs par l'extension de leur rôle, notamment à la compensation des ordres. Créé en 2005, le compartiment Alternext était un marché par les prix tenu par des *listing sponsors*. Après un démarrage lent il a mué en marché par les ordres et semble obtenir un meilleur accueil.

La structure d'Euronext est principalement horizontale : les cinq filiales sont consacrées à la négociation des titres. Elle détient ses propres plateformes de négociation (NSC pour les actions, *LIFFE-Connect* pour les dérivés et EuroMTS avec la bourse de Milan pour les obligations) dont elle accorde des licences à d'autres bourses.

La stratégie est de fédérer des entreprises de marché dans des places financières différentes. La réalisation des économies de dimension et de champ s'obtient par l'utilisation d'outils de négociation et d'opérations post marché communs et la cotation en liste unique sur chacune des places des titres inscrits auprès de l'une d'elles.

L'intégration des activités post marché est historique mais pas stratégique. Euronext partage avec la Bourse de Londres deux sociétés de compensation (Clearnet-LCH) et de règlement livraison (Euroclear) mais aucune de ces deux bourses n'en exerce le contrôle effectif. La désintégration de la structure verticale est envisagée si elle est la condition de la croissance horizontale.

La stratégie est donc de continuer à s'étendre à d'autres bourses : Euronext a affiché le souhait d'une intégration du LSE en son sein. Elle regarde aussi vers la Deutsche Börse. Les questions de la localisation des services et de l'autorité régulatrice du marché et celles de la microstructure retenue et des outils sont au centre des négociations quand elles ont lieu.

III.5. La Deutsche Börse

Le dispositif boursier allemand comporte huit bourses dont Francfort est de loin la plus importante. C'est la troisième bourse européenne après Londres et Euronext. L'ensemble dispose d'un système électronique centralisé de négociation (IBIS, *Inter Banken Informationen System*). Mais si elle est plus qu'Euronext et le LSE pour les marchés actions elle très active et complémentaire sur les marchés d'obligations et les dérivés. Eurex est son marché spécialisé pour les options et contrats à terme, constitué en commun avec la bourse de Zurich.

C'est un marché par les ordres dans lequel les intermédiaires peuvent compenser eux-mêmes les ordres entre leurs clients acheteurs et vendeurs. La plate-forme électronique de négociation Xetra assure les opérations électroniques au comptant. Les titres inscrits sur plusieurs bourses allemandes font l'objet de cotations parallèles dont les écarts de prix convergent par arbitrage.

La structure est en silo. Le groupe Deutsche Börse offre l'ensemble des services d'actions et de commerce de produits dérivés à travers ses plateformes ainsi aussi la société de clearing et règlement livraison Clearstream, filiale à 100%. Des grandes bourses européennes la bourse allemande est celle qui propose à ses actionnaires propres la rentabilité la plus élevée et la capitalisation boursière la plus importante. Elle le doit à l'importance de son compartiment de dérivés et à l'intégration des activités post marché.

La Deutsche Börse est une belle entreprise dont les résultats économiques et financiers sont remarquables. Son modèle intégré verticalement la protège de la concurrence mais limite son efficacité et la rend peu compétitive. Les tentatives de croissance externe (vers le LSE) et d'internationalisation (vers le marché américain) se sont soldées par des échecs. Arriverait-elle à convaincre un partenaire important de fusionner ou de se laisser absorber qu'elle serait probablement contrainte de choisir par les régulateurs de la concurrence entre la concentration des parts de marché et son modèle d'intégration verticale. Cette perspective vaut tant pour les projets avortés de contrôle de la bourse de Londres que pour les projets de fusion ou d'association avec Euronext.

IV. QUELLE INDUSTRIE BOURSIÈRE DANS L'AVENIR ?

La recomposition boursière est en cours avec en son cœur un paradoxe : celui de la concentration des entreprises de marché en Europe et en Amérique du Nord et du développement de nouvelles bourses de valeurs et de dérivés dans toutes les régions du monde.

IV.1. Trois approches pour la prospective

La question des monopoles naturels permet une première mise en ordre. On a évoqué le rôle des économies d'échelle dans la compensation, le règlement-

livraison et le dépôt de titres. L'organisation "naturelle" de ces activités est celle du monopole dans l'espace concurrentiel où circulent les titres. Ce monopole naturel s'entend de façon indiscutable au niveau de chaque titre. Les opérations sur des titres différents sont décorréliées les unes des autres.

Par contre quand un prestataire réunit les petites quantités d'un titre négociées à chaque cotation et en assure globalement les opérations post marché, la réduction du coût est réelle. Pour les mêmes raisons les économies de coordination et de transactions apportées par une intégration verticale de ces trois activités sont aussi réelles. Les économies de dimension associées à la gestion d'un grand nombre de titres différents sont plus classiques et ne relèvent pas aussi évidemment du monopole naturel : gestion de risque par la diversification pour la compensation ; économie d'échelle de production classiques pour les trois activités.

Pour l'organisation horizontale du marché la réponse à la question est moins évidente. La cotation d'un titre par une procédure centralisée et unique en accroît la liquidité et diminue les coûts d'opération. Prise isolément la négociation d'un titre relèverait donc du monopole naturel. D'un autre côté l'organisation de la collecte des ordres vers la négociation fait intervenir des circuits multiples et des acteurs diversifiés dont l'organisation mêle effets de taille et de réseau. L'efficacité s'obtient alors aussi en optimisant entre les quantités d'ordres réunis et la recherche de cheminements plus courts de ces mêmes ordres de l'investisseur jusqu'à la plateforme. La possibilité de compensation des ordres avant leur arrivée à la plateforme réduit la longueur du cheminement, le nombre d'opérations et d'intervenants et donc le coût pour les donneurs d'ordres. Les titres disposant d'un flottant important permettent de combiner liquidité avec circulations plus courtes.

Vu sous l'angle des économies d'échelle et des monopoles naturels l'avenir de l'industrie boursière paraît ouvert à des solutions diversifiées.

Une seconde approche est celle du localisme dans la globalisation.

Les investisseurs continuent de marquer un attachement réel pour des titres locaux, même s'il ne concerne qu'une partie de leur portefeuille. Les émetteurs de titres, notamment pour les capitalisations moyennes et petites, les inscrivent de préférence à la cote d'une bourse proche de leur localisation. Il n'est donc pas étonnant que des entreprises de marchés prospèrent dans les régions du monde à forte croissance économique. Il suffit alors que s'établissent des professionnels et des intermédiaires financiers pour organiser les transactions, ce qui ne manque pas d'arriver dès lors que des possibilités d'affaires existent.

La troisième approche est institutionnelle.

La bourse est un dispositif central d'une place financière mais elle a besoin du dynamisme d'ensemble de la place pour être active : banques et intermédiaires financiers, experts et intermédiaires divers, organismes de régulation et de contrôle notamment. Ces intervenants ont produit la bourse comme un outil de travail avant qu'elle soit démutualisée mais ils créent les formes de marché qui sont nécessaires à leur activité et que le contexte rend possible.

Au-delà des marchés organisés dont il a été question ici des marchés de titres plus ou moins formalisés et régulés se créent et disparaissent. La bourse de valeurs est produite par la place financière et lui est indispensable.

VI.2. Une recomposition multipolaire

On peut imaginer une recomposition autour des principes suivants qui prolongent et accentuent les évolutions constatées et auxquels conduisent les stratégies.

La démutualisation des bourses va se poursuivre ainsi que la prise d'autonomie des activités post marché par rapport aux marchés eux-mêmes. La pression des autorités de régulation de la concurrence y poussera pour les plus grandes entreprises de marché. L'évolution technologique et la recherche d'économies de production en fera la solution soutenable pour les autres.

Ce mouvement fortement engagé en Amérique du Nord devrait s'imposer en Europe puis dans les autres zones en fonction des contextes particuliers. La question de la situation limite d'une plateforme électronique mondiale unique de règlement-livraison reliée à des dépositaires proches des émetteurs est souvent posée ... sous la réserve d'une autorité de contrôle bénéficiant d'une autorité suffisante.

La hiérarchie des places financières devrait déterminer celle des bourses de valeurs :

- Le condominium NYSE-NASDAQ paraît durablement installé en Amérique du Nord pour les marchés actions mais leur intention affichée de se diversifier vers les produits dérivés devrait créer une concurrence vive avec les bourses de dérivés de Chicago, en cours de rapprochement.

- Les "consolidations" européennes pourraient donner naissance à deux bourses dominantes par deux phénomènes : d'autres agglomérations autour d'Euronext (Milan) et des fusions. Là encore la situation des marchés de dérivés, fortement dominés par Eurex et Euronext-LIFFE pose problème : celui de la position dominante en cas de rapprochement Euronext-Deutsche Börse ; celui de l'absence de compartiment de dérivés du LSE (pallié par un rapprochement avec le CME ou le CBOT ?).

La recomposition sera d'autant plus rapide et nécessaire que les places financières intègrent leurs institutions dans le cadre de l'Union européenne et de la zone Euro : organisation des banques centrales, directives d'organisation des services financiers, coopération des autorités de régulation...

Les fusions ou associations transatlantiques sont dans les projets. Un autre phénomène se manifeste alors. Tant que la différenciation des microstructures durera, elle exercera une influence sur les regroupements : si les marchés américains par les prix regardent la bourse de Londres, le NYSE semble marquer sa préférence pour Euronext, la bourse de Francfort. Les professionnels ne souhaitent pas changer trop radicalement les méthodes de travail.

Peut-on envisager un avenir pour les bourses de taille intermédiaires (Europe, pays émergents notamment) et plus petites ou seront-elles absorbées par la course à la taille ? Les trois approches proposées dans ce dernier point ne les condamnent pas, au contraire.

Encore faut-il qu'elles correspondent à une organisation industrielle soutenable et qu'elles s'appuient sur une économie et un système financier dynamiques : des émetteurs de valeurs mobilières, des investisseurs et des professionnels et des services

de places financières.

Les émetteurs y placeront leurs titres si elles leur ouvrent l'accès à des capitaux suffisamment abondants et peu coûteux. Les investisseurs leur seront fidèles si les titres sont liquides et diversifiés et les coûts de transactions faibles. Les professionnels s'y multiplieront si le volume de transactions est élevé.

Quand la capitalisation est faible cela suppose une ouverture de la cotation aux investisseurs étrangers et le développement des bourses étrangères. Là encore les technologies de l'information et de la communication ouvrent les avenir possibles.

Marché monétaire et financement d'entreprise

Mohamed Aboutahir

Chef du département économie et gestion de l'ENSET de Mohammedia

Au Maroc, la mission et le rôle du marché monétaire se sont élargis, et de nouveaux instruments financiers ont été introduits, à la suite des réformes qui ont touché le cadre juridique et institutionnel de l'économie nationale, depuis la première moitié de la décennie 90 du siècle dernier.

Longtemps assimilé au marché interbancaire, c'est-à-dire le marché de la monnaie centrale où seuls les établissements de crédit sont admis, ce dernier n'est plus qu'un sous-ensemble du marché monétaire.

En effet, depuis l'institution de nouveaux titres de créances négociables en 1995, la mission du marché monétaire dépasse le seul ajustement des besoins et des excédents de trésorerie du système bancaire pour couvrir le financement des agents économiques non financiers en capitaux à court terme (le marché des billets de trésorerie). Par ailleurs, certains de ces TCN (Certificats de dépôt, bons de sociétés de financement et titres de créances titrisées) offre aux établissements de crédit de nouveaux moyens d'intervention sur le marché monétaire autres que ceux utilisés dans le cadre du marché interbancaire.

Dans un contexte où la "marchésation" et la désintermédiation se généralisent, on assiste à une évolution progressive d'une économie d'endettement où le complément de financement des entreprises est fourni essentiellement par les banques (la banque centrale constituant un prêteur dernier ressort), à une économie de marchés financiers où le complément de financement se fait par l'émission des titres sur le marché.

Le financement d'entreprise ne pose pas seulement la question d'une structure financière optimale entre le financement par fonds propres et le financement par endettement, mais aussi la question de la structure d'endettement lui-même .

Les entreprises s'endettent pour deux raisons :

- pour faire face aux décalages inhérents à leur cycle d'exploitation, engendrant un besoin en fonds de roulement. Le financement dans ce cas est consacré au fonctionnement de l'entreprise (crédit de fonctionnement);
- pour financer des investissements de capacité, de remplacement ou de productivité (crédit d'équipement).

L'orthodoxie financière considère que le financement du fonctionnement de l'entreprise par des ressources stables (fonds propres ou endettements moyen et long terme) est un impératif de l'équilibre financier de celle-ci. Il découle de cette approche horizontale du bilan de l'entreprise (Trésorerie nette = Fonds de roulement fonctionnel – Besoin en fonds de roulement) une conception de la trésorerie comme variable résiduelle ou variable d'ajustement. Le management financier de l'entreprise doit, dans une logique d'optimisation, gérer les excédents et les besoins en trésorerie au jour le jour. Le solde structurel de la trésorerie demeure néanmoins déterminé par les décisions prises au niveau du haut du bilan.

Pour mieux intégrer les contraintes de la bonne gouvernance des entreprises. La finance moderne a développé une nouvelle approche dite "pools de fonds", qui considère qu'une entreprise est équilibrée financièrement quand elle est capable de créer durablement de la valeur pour ses actionnaires.

L'entreprise est alors conçue comme un portefeuille d'actifs (pool des emplois) financé par un ensemble de ressources (pool des ressources). Les décisions relatives au portefeuille d'actifs sont séparées des décisions relatives au stock de ressources à constituer.

Le management financier de l'entreprise doit donc penser le pool de ressources dans son ensemble. Selon la situation propre de chaque entreprise, il peut composer une structure de financement où seule la pertinence de la ressource à l'égard de l'impératif de la création de la valeur est important. La trésorerie n'est plus traitée comme une variable résiduelle et la question du terme de la ressource (court/long terme) devient secondaire.

C'est dans ce cadre que nous considérons l'ouverture du marché monétaire devant les entreprises non financières (notamment par l'institution d'un compartiment de billets de trésorerie), comme une opportunité pour elles, dans la perspective d'une meilleure maîtrise du coût de leur capital. Non seulement, elle leur permet de diversifier leurs sources de financement, mais surtout de s'approvisionner en capitaux à court terme moins chers que ceux que leur proposent les banques.

Cependant, le bilan de ce compartiment après dix de sa création reste mitigé. L'encours des billets de trésorerie est insignifiant par rapport à l'encours des autres titres de créances négociables. Il est donc intéressant de s'interroger sur les obstacles et les contraintes qui se dressent devant l'essor de ce marché.

Nous allons traiter dans un premier point l'importance du marché des billets de trésorerie pour la performance financière des entreprises avant de nuancer notre approche par l'examen des obstacles et des contraintes qui freinent le développement de ce marché.

I. LE MARCHÉ DES BILLETS DE TRÉSORERIE ET LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES

Une entreprise crée de la valeur pour l'actionnaire quand la rentabilité des capitaux qu'elle a investis est supérieure au coût des capitaux qu'elle a engagés. Dans une période où l'inflation est maîtrisée, les taux d'intérêts sont plus bas que le coût des

fonds propres. Les entreprises ont donc intérêt à augmenter la part de l'endettement dans leur structure de financement.

Une entreprise qui doit engager des capitaux à court terme, pour financer son fonctionnement, a le choix entre le recours à un financement classique auprès des banques (facilités de caisse, découvert, crédit d'escompte, etc.) et l'émission de billets de trésorerie.

Les billets de trésorerie sont des titres négociables, d'une durée de 10 jours à 1 an, émis par une entreprise non financière en représentation d'un droit de créance, qui porte intérêt.

Pour des raisons de sécurité et de contrôle de cet instrument financier, la loi a imposé certaines restrictions. En effet, l'émetteur doit être une entreprise non financière de droit marocain (sociétés par actions, établissements publics à caractère non financier et les coopératives soumises aux dispositions de la loi n°24-83), ayant trois années d'existence et ayant établi 3 bilans certifiés. Il doit en outre disposer de fonds propres supérieurs à cinq millions de dirhams. Le montant unitaire des billets de trésorerie est fixé à deux cent cinquante mille dirhams.

La présence des banques, comme intermédiaires, dans les opérations d'émission des billets de trésorerie s'explique par la volonté de ne pas laisser échapper à leur contrôle un marché qui concurrence le crédit bancaire. Les grandes entreprises et les OPCVM, sont les investisseurs principaux sur ce marché.

Au Maroc, alors que le coût de l'endettement classique auprès des banques (mesuré par le taux d'intérêt de référence) est de 7% pour les banques les plus compétitives, le taux d'émission des billets de trésorerie en 2004 pour une maturité de 3 à 6 mois est situé dans une fourchette de 2.70% - 3.95 %. Le marché des billets de trésorerie permet donc aux entreprises de se refinancer entre 4.3 % et 3.05% moins cher que le crédit bancaire, participant ainsi à la réduction de leur coût du capital et par là, améliorant leur capacité à créer de la valeur pour l'actionnaire.

Certaines entreprises ont saisi cette opportunité et ont consacré une place importante dans la structure de leur endettement au financement par l'émission de billets de trésorerie. A titre d'exemple l'ONA SA, qui constitue un modèle de l'entreprise privilégiant pour se refinancer les marchés de capitaux au refinancement bancaire classique, avait un endettement qui atteint les quatre milliards de dirhams à la fin de l'exercice 2004. Le financement par les billets de trésorerie représente 25.58 % de l'encours de sa dette (à court et à long terme).

En octobre 2005, l'encours des billets de trésorerie est partagé entre 6 entreprises (CHARAF CORPORATION, MAGHREB STEEL, O.N.E., O.N.A., C.A.C. et DISTRISOFT). Il a atteint 3 milliards de dirhams, souscrit à raison de 50% par des établissements de crédits.

Depuis 10 ans, le marché des billets de trésorerie s'est caractérisé par le caractère irrégulier des émissions et par un encours faible par rapport aux autres titres des créances négociables (moins de 2%).

II. LES OBSTACLES AU DÉVELOPPEMENT DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR L'ÉMISSION DE BILLETS DE TRÉSORERIE

Le caractère marginal du marché des billets de trésorerie peut être expliqué par plusieurs facteurs inhérents à l'offre comme à la demande sur ce marché.

Du côté de l'offre, l'émission des billets de trésorerie n'est pas accessible aux petites et moyennes entreprises qui représentent environ 90 % des entreprises marocaines. Et même dans le cas où les contraintes légales auraient été desserrées, le niveau élevé des coûts de transactions constituerait un handicap devant l'accès de ce type d'entreprise au marché des billets de trésorerie.

En outre, pour des considérations historiques et culturelles, le comportement du management financier des entreprises nationales de grande taille, est conservateur. Il préfère se financer par l'intermédiaire du système bancaire que par les marchés de capitaux.

Du côté de la demande, la principale débouchée des billets de trésorerie est constituée par les établissements de crédits et les OPCVM. En plus, l'intermédiaire entre l'épargnant et l'entreprise émettrice est souvent une banque. Or, la banque en tant que demandeur des billets de trésorerie ou en tant qu'intermédiaire, fait un arbitrage entre l'emploi de ses ressources pour financer les entreprises via le marché des billets de trésorerie et l'octroi de crédits de fonctionnement traditionnels. Il est certain, pour une entreprise que le financement classique est plus rentable pour elle que les financements alternatifs.

Aussi bien du côté de l'offre que de la demande des obstacles entravent le développement du marché des billets de trésorerie.

Le risque du crédit étant supporté par le souscripteur du billet de trésorerie, le rôle des banques et des CDVM est capital dans le développement du marché des billets de trésorerie.

L'accessibilité à ce marché pour les PME doit être améliorée par un rabaissement des seuils de tolérance.

Des dizaines d'entreprises éligibles à émettre des billets de trésorerie, seules six entreprises (plus au moins selon les années) y ont recours. La mise à niveau de l'entreprise marocaine dans la perspective de la libéralisation économique requiert entre autres la modernisation de son management financier.

A l'ère de la création de la valeur pour l'actionnaire, les choix financiers des entreprises doivent, plus qu'avant, optimiser les financements alternatifs qu'offre le système financier. À l'instar de l'ONA SA, les entreprises (éligibles) peuvent réduire le coût de leurs capitaux en ayant recours au marché monétaire.

Bibliographie :

- **Charreaux G.** *Gestion financière*, Litec, 1996
- **Levy A.** *Management financier*, Economica, 1993
- **Roques B.** *Le marché monétaire*, Vuibert Entreprise, 1992



Régulation et marchés financiers

L'impact des IFRS sur l'analyse et l'interprétation des documents financiers

M. Michel Darbelet

Maître de conférences de l'université Paris Sud XI

Mécanismes de sécurisation du marché boursier de Casablanca

M. Mouad Tanouti

Responsable du service Bourse au sein du CDVM

L'intermédiation boursière au Maroc : état des lieux et perspectives

M. Hicham Cherradi

Responsable des sociétés de bourse au sein du CDVM



Impact des nouvelles normes comptables et financières internationales (IAS-IFRS) sur l'analyse et l'interprétation des documents financiers des groupes

Michel Darbelet

Maître de conférences de l'université Paris Sud XI

En application d'un règlement européen (règlement CE n° 1606/2002), les sociétés cotées doivent établir leurs états financiers consolidés en normes IAS-IFRS (International financial report standards) à compter du premier janvier 2005. Au cours de l'année 2005, les sociétés concernées ont établi et publié leurs états financiers 2004 d'une part dans l'ancien référentiel comptable (normes du Plan comptable général 1999 pour la France) et d'autre part en normes IFRS (sous forme d'états retraités). Ceci permet une première analyse des impacts des nouvelles normes, tant au plan du diagnostic financier qu'à celui de l'analyse de leurs effets sur les états publiés par les sociétés.

L'étude qui suit se propose d'étudier cet impact sur le plan méthodologique (diagnostic financier) et quantitatif (incidence sur les états financiers publiés). Elle sera conduite en trois temps. Dans une première étape seront présentés les fondements conceptuels des normes IFRS ; puis on examinera leur impact sur la situation financière et l'évaluation de l'entreprise ; enfin les conséquences sur l'étude et la mesure des rentabilités seront analysées.

I. LES FONDEMENTS CONCEPTUELS DES NORMES IFRS

Les normes IFRS se caractérisent par trois innovations majeures : un cadre conceptuel nouveau, le principe de prééminence du fond sur la forme ("*substance over form*") et le principe d'évaluation à la juste valeur ("*fair value*").

I.1. Le cadre conceptuel.

Le cadre conceptuel définit d'abord les objectifs et les destinataires de l'information financière publiée dans les états établis selon les nouvelles normes.

Ces états financiers ont pour objectif premier et principal de fournir aux investisseurs, c'est à dire essentiellement aux apporteurs de capitaux à risque, une information sur la situation financière du groupe et son évolution, sur la mesure de la performance de l'entreprise, sur sa rentabilité, et sur la création de valeur (financière, par opposition à la création de valeur économique traditionnellement mesurée par la valeur ajoutée).

Le cadre conceptuel stipule : "comme les investisseurs sont les apporteurs de capitaux à risque de l'entreprise, la fourniture d'états financiers qui répondent à leurs besoins répondra également à la plupart des besoins des autres utilisateurs susceptibles d'être satisfaits par les états financiers".

Ainsi, les principes du référentiel sont centrés sur l'évaluation du patrimoine à sa juste valeur, c'est à dire à la valeur de marché ou à celle des flux de trésorerie futurs anticipés actualisés. Il en résulte une primauté du bilan sur le compte de résultat.

Pour ce faire, les notions financières sont redéfinies selon une approche économique-financière, et non plus juridique et fiscale comme c'était le cas notamment dans le référentiel comptable traditionnel du Plan comptable général français. Cette redéfinition concerne notamment les actifs, les passifs, les capitaux propres, les produits, les charges et le résultat. Ainsi un produit est défini comme un accroissement d'actif ou une réduction de passif ; une charge est appréhendée comme une réduction d'actif ou un accroissement de passif ; le résultat se mesure comme l'évolution des capitaux propres constatée, hors opérations avec les actionnaires, entre la clôture et l'ouverture de l'exercice.

En conséquence, cette approche nouvelle conduit à inverser les étapes du diagnostic financier traditionnel, qui débutait par l'analyse de l'activité et de la rentabilité, puis examinait la structure financière, l'équilibre financier et la solvabilité.

La logique du nouveau référentiel conduit plutôt à débiter le diagnostic financier par l'analyse du patrimoine (l'étude du bilan), puis à comprendre ensuite et expliquer les changements ayant affecté le bilan au cours d'un exercice par l'étude des flux (à l'aide du tableau des flux), enfin à analyser les facteurs explicatifs, tant au niveau de l'évolution de l'activité qu'à celui des rentabilités (par l'examen du compte de résultat).

L'information financière donnée par les états doit présenter quatre qualités : intelligibilité, pertinence, fiabilité et comparabilité.

L'intelligibilité de l'information signifie qu'elle doit être compréhensible directement par les utilisateurs, ayant une connaissance raisonnable des affaires et de la comptabilité.

L'information est pertinente dès lors qu'elle influence les utilisateurs dans leurs décisions économiques et qu'elle a une valeur prédictive.

L'information est fiable lorsqu'elle est neutre et donne de l'entreprise une image fidèle, c'est à dire qu'elle n'est pas construite à partir de buts prédéterminés visant à déformer la réalité, et est par ailleurs exempte de biais et erreurs.

Enfin, au cours du temps l'information doit être présentée sur des bases similaires en ce qui concerne les modes d'enregistrement et d'évaluation, de façon à permettre les comparaisons temporelles et sectorielles.

Cette information doit être présentée dans cinq états financiers : le bilan, le tableau de variation des capitaux propres, le compte de résultat, le tableau des flux de trésorerie et les notes annexes.

L'approche bilantielle est privilégiée par rapport à celle du compte de résultat. Le tableau de flux devient un outil essentiel pour le diagnostic financier. Les notes annexes permettent d'apprécier la pertinence et les conséquences des choix effectués car le nouveau référentiel offre de nombreuses options possibles de façon à assurer la mise en œuvre effective du principe d'image fidèle.

I.2. La primauté de la substance sur la forme

Le nouveau référentiel s'éloigne de la vision patrimoniale juridico-fiscale, c'est à dire sur l'apparence juridique et la propriété. Il repose sur des principes généraux, susceptibles d'interprétations dans leur application, qui se substituent aux règles comptables d'application mécanique.

L'interprétation de ces principes doit se faire avec l'objectif de traduire la réalité économique et financière des contrats, et de refléter la situation et les performances financières. Ces interprétations des principes ouvrent donc des options aux entreprises, ce qui complique le diagnostic financier.

Le principe de primauté de la substance sur la forme a deux conséquences majeures : sur la définition des actifs d'une part, sur la détermination du périmètre de consolidation d'autre part.

I.2.a. La définition des actifs

Un actif n'est plus un "élément du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entreprise". Un actif devient une "ressource contrôlée par l'entreprise et dont des avantages économiques futurs sont attendus". Ainsi, la notion de contrôle, plus large, se substitue à celle de propriété, étroite et réductrice de la réalité économique, seule retenue dans les documents comptables traditionnels.

Cette nouvelle approche des actifs a pour conséquence l'incorporation au bilan de nouveaux éléments auparavant hors bilan, et qu'il fallait antérieurement retraiter pour effectuer un diagnostic financier. Tel est notamment le cas :

- du crédit-bail,
- de la location-financement (*finance lease*) par opposition à la location simple (*operating lease*),
- des frais de développement,
- des effets escomptés,
- de la cession de créances commerciales
- de la titrisation.

I.2.b. La délimitation du périmètre de consolidation

Les entités consolidables pour l'établissement des états financiers consolidés ne sont

plus définies par le critère juridique de pourcentage de détention du capital ou des droits de vote. Les entités désormais consolidables sont également, comme nous l'avons vu à propos des actifs, définies en termes de contrôle. Ce sont toutes celles qui sont effectivement ("en substance") contrôlées, et dont la société bénéficie des avantages et supporte les risques, quel que soit le pourcentage de détention du capital et les droits de vote détenus.

Par voie de conséquence, le périmètre de consolidation est élargi à toutes les sociétés contrôlées en substance, même s'il n'y a pas de lien de dépendance capitalistique.

Il devient donc plus difficile de créer des entités ad hoc (*special purpose entities*), à seule fin de déconsolider une opération, des résultats ou des dettes, et donc de les occulter comme ce fut le cas dans de nombreux scandales financiers (affaire Enron par exemple).

I.3. Le principe de juste valeur

Nous verrons d'abord le contenu du principe de juste valeur, puis nous en examinerons les conséquences pour le diagnostic financier.

I.3.a. Le contenu du principe de juste valeur

Les normes IFRS abandonnent le principe d'évaluation systématique au coût historique pour y substituer le principe d'évaluation à la juste valeur.

La juste valeur est définie comme le montant pour lequel un actif peut être échangé, ou un passif émis, entre deux parties volontaires et bien informées, dans une transaction à intérêts contradictoires, dans des conditions normales de marché. La juste valeur est donc une valeur d'échange, en référence à un marché.

Il en découle deux méthodes d'évaluation, pour déterminer la juste valeur, selon qu'il existe effectivement un marché de référence et en l'absence d'un tel marché.

Lorsqu'un marché de référence existe, la juste valeur est le prix du marché primaire pour les biens acquis, le prix du marché secondaire pour les biens détenus. La référence au marché conclu est retenue pour l'évaluation d'un actif à son entrée dans l'entreprise ; la référence au marché secondaire est retenue pour l'évaluation d'un actif détenu.

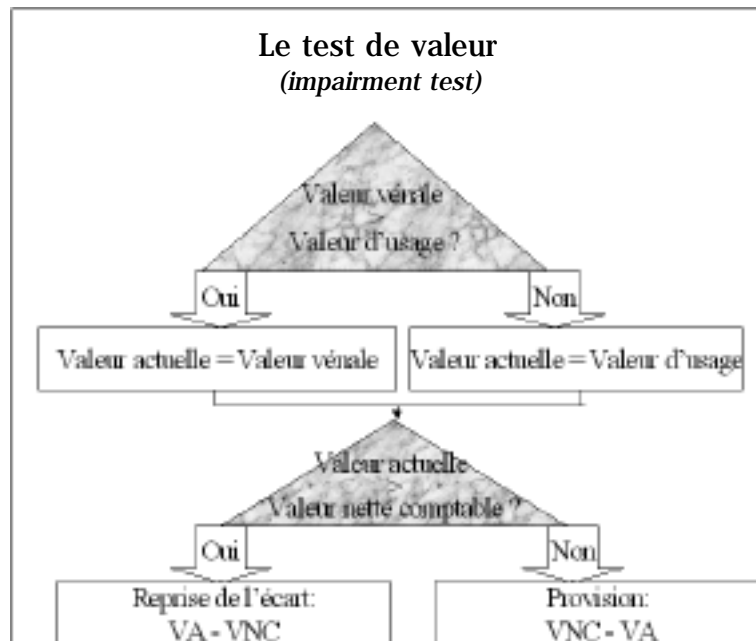
Lorsqu'il n'existe pas de marché de référence, la juste valeur est déterminée à partir d'un modèle d'évaluation, reposant principalement sur l'actualisation de flux de trésorerie anticipés, selon la logique de fonctionnement de marchés financiers qui actualisent les flux de trésorerie anticipés pour évaluer la valeur des titres. Tel est le cas, notamment, pour l'évaluation des provisions pour retraites, pour l'évaluation des survaleurs (*goodwill*).

En conséquence, pour l'évaluation des actifs détenus, l'entreprise doit systématiquement ajuster leur valeur en réalisant des tests de valeur, également dénommés tests de dépréciation (*impairment test*), pouvant entraîner des hausses ou des baisses de valeur en cas d'appréciation ou de dépréciation des actifs et des passifs.

Il vaut donc mieux parler de test de valeur que de test de dépréciation puisque les

variations de valeur peuvent se faire dans les deux sens (à la hausse comme à la baisse).

Le test de valeur s'effectue en comparant la valeur vénale à la valeur d'usage. Lorsque la valeur vénale est supérieure à la valeur d'usage, on retient la valeur vénale comme valeur actuelle. Dans le cas contraire (valeur vénale inférieure à la valeur d'usage), on retient la valeur d'usage comme valeur actuelle. L'étape suivante du test consiste à comparer la valeur actuelle à la valeur nette comptable. Lorsque la valeur actuelle est supérieure à la valeur nette comptable l'entreprise doit ajuster cette dernière en



effectuant une reprise de l'écart entre la valeur actuelle et la valeur nette comptable. Dans le cas inverse, elle enregistrera une provision égale à cet écart pour ajuster la valeur nette comptable à la valeur actuelle.

I.3.b. Les conséquences du principe de juste valeur

Le principe de juste valeur conduit à comptabiliser les plus-values latentes, alors que dans l'ancien référentiel seules les moins-values étaient provisionnées.

Ceci induit, potentiellement, une forte volatilité des capitaux propres. En outre, il devient plus difficile pour un analyste, de distinguer ce qui, dans l'évolution des capitaux propres, relève de la performance et ce qui relève de l'environnement, voire de la stratégie de présentation des états financiers.

L'analyste doit donc adopter une approche critique des méthodes et modèles utilisés pour la réalisation du test de valeur (*impairment test*), et en particulier du taux d'actualisation retenu pour les évaluations fondées sur l'actualisation des flux.

Il découle de la présentation qui vient d'être faite que le modèle IFRS d'évaluation est

hybride : il mêle évaluation obligatoire en juste valeur, évaluation en juste valeur sur option et évaluation en coût historique . Ce n'est donc pas un modèle en juste valeur intégrale (*full fair value*) qui, théoriquement (c'est à dire au sens de la théorie

financière) reviendrait à donner à l'entreprise une valeur égale à sa valeur de marché c'est à dire à sa capitalisation boursière.

Conséquences générales pour le diagnostic financier : les états financiers établis en normes IFRS facilitent, d'une manière générale, le travail préparatoire de l'analyste financier. De nombreux retraitements manuels à partir de l'annexe, auparavant indispensables à toute analyse, sont désormais intégrés aux états financiers.

En revanche, ils compliquent singulièrement leur interprétation. En effet, reposant sur des principes offrant diverses options, ils obligent à apprécier l'impact de ces options et rendent délicates les comparaisons en cas d'options différentes ou de changement d'options (dans ce dernier cas, il convient de se référer aux notes annexes pour apprécier l'impact du changement d'option).

II. IMPACT DES NORMES IFRS SUR LA SITUATION FINANCIÈRE ET LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.

Les nouveaux états financiers vont avoir un impact direct ou indirect sur les deux modes d'évaluation de l'entreprise, soit par les capitaux propres, soit par l'actualisation des flux de trésorerie. Nous les examinerons successivement.

II.1. L'évaluation par les capitaux propres.

Le haut de bilan est fortement impacté par les nouvelles normes, qu'il s'agisse des immobilisations, de l'endettement ou des capitaux propres.

Comme ces derniers sont essentiellement affectés par les impacts supportés par les deux autres, l'analyse sera donc d'abord conduite sur les impacts concernant les immobilisations et l'endettement financier.

II.1.a. Les immobilisations.

Les normes IFRS aboutissent à une majoration de la valeur des immobilisations qui a plusieurs sources.

Tout d'abord les frais liés à leur acquisition, qu'il s'agisse des honoraires, des frais d'installation et de démantèlement, de la remise en état de sites d'installation, sont incorporés à la valeur des immobilisations.

En second lieu les dépenses ultérieures liées à une immobilisation, dès lors qu'elles maintiennent les avantages économiques procurés par l'actif, sont ajoutées à la valeur de l'immobilisation.

Par ailleurs, les dépenses de recherche-développement sont également enregistrées en

immobilisations ; ceci correspond en général à un transfert de charges vers des immobilisations (activation des charges) et induit donc automatiquement un accroissement des capitaux propres.

De même, les actifs utilisés en crédit-bail ou en location-financement sont systématiquement comptabilisés en immobilisations.

Enfin, le test de valeur (*impairment test*) conduit à comptabiliser des plus values latentes alors que, dans les anciens référentiels, seules les moins-values étaient comptabilisées.. Pour les exercices ultérieurs, tout changement de valorisation d'un actif entraîne une révision de son plan d'amortissement, tant en terme de durée d'amortissement que de base amortissable.

Tous ces enregistrements (sauf le dernier) correspondent à un transfert de charges (dans l'ancien référentiel comptable) vers des immobilisations (dans le référentiel IFRS), et se traduisent donc par un accroissement des capitaux propres.

Il en résulte que l'analyste financier devra étudier soigneusement les variations des immobilisations. En effet, la variation des immobilisations ne signifiera pas nécessairement investissement ou cession : elle pourra simplement résulter du test de valeur.

II.1.b. L'endettement

Le référentiel IFRS accroît sensiblement l'endettement financier, par rapport aux anciennes normes comptables. Ceci résulte de l'application des principes généraux et du cadre conceptuel qui affectent plusieurs postes du bilan.

Ainsi en va-t-il des engagements sociaux, et notamment des provisions pour retraites qui sont obligatoirement intégrés au bilan par actualisation des engagements de retraite. Ceci affecte particulièrement les groupes ayant des filiales cotisant dans le cadre de systèmes de retraite à prestations définies. À la différence des régimes à cotisations définies, ou la société verse des primes à un organisme gestionnaire des retraites auquel elle transfère le risque, dans les systèmes à prestations définies, la société conserve à sa charge le risque puisqu'elle s'engage sur le montant des retraites à servir. La dette augmente donc chaque année des droits acquis au cours de l'exercice, et ne diminue qu'au fur e à mesure que les prestations sont payées.

De même les engagements de crédit-bail et de location-financement accroissent l'endettement puisque ces contrats sont considérés comme des investissements financés par emprunt. Ces réintégrations des contrats de crédit-bail et de location financement étaient déjà faites par les analystes financiers (retraitement des bilans). Les quasi-fonds propres (titres participatifs, titres subordonnés à durée indéterminée notamment) sont désormais intégrés à l'endettement, en raison de la rémunération systématique de l'investisseur.

De plus, les opérations de refinancement de l'actif, telles que la titrisation, la cession de créances commerciales et l'escompte d'effets sont intégrés à la dette.

Enfin, l'extension du périmètre de consolidation, incluant désormais les société "ad hoc" endettées, quel que soit le pourcentage de participation détenu (voire à 0 %), peut accroître la dette.

II.1.c. Les capitaux propres

Les capitaux propres, qui sont, pour leur plus grande part, la résultante des immobilisations et de l'endettement, sont affectés par leurs variations.

Comme les nouvelles évaluations des actifs, notamment celles des immobilisations, sont faites en "juste valeur" intégrant les plus-values latentes, l'évaluation des capitaux propres en normes IFRS se rapproche de l'évaluation en actif net comptable réévalué (ou actif net corrigé) calculé selon les anciennes normes. Par voie de conséquence le ratio d'endettement (*gearing*) en est affecté ; et il en va de même de la rentabilité financière.

L'impact est variable selon les groupes. Ceux qui ont fait d'importantes acquisitions et fusions avec survaleur voient leurs capitaux propres croître, du fait notamment de la suppression de l'amortissement des survaleurs. Globalement les capitaux propres en sont accrus pour la majorité des groupes, impactant négativement la rentabilité financière.

Enfin, les capitaux propres risquent d'être affectés par une plus forte volatilité, résultant notamment du test de valeur. L'analyste devra s'efforcer de dissocier, dans la variation des capitaux propres, ce qui relève de la gestion de la firme et ce qui relève des évolutions des marchés.

II.2. L'évaluation par les flux de trésorerie actualisés.

La valeur de marché d'une entreprise (VE) est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie anticipés, actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), majorée de la valeur résiduelle (VR) des actifs actualisée.

$$VE = \sum_t Ft (1 + CMPC)^{-t} + VR (1 + CMPC)^{-n}$$

Les normes IFRS sont sans influence sur les flux de trésorerie : les normes comptables sont sans impact sur la trésorerie et le tableau de flux des IFRS est semblable au tableau de flux classique.

Cependant les flux normatifs (prévisionnels) sont généralement recalculés à partir de l'Ebitda en partant du résultat net. Dans ce cas ils sont affectés par le nouveau référentiel comptable puisque celui-ci modifie le résultat net.

Mais surtout, nous avons vu que les IFRS modifient le montant des capitaux propres (en général accrus) et le montant de la dette (également généralement accrue du fait, entre autres des provisions pour retraites à prestations définies et de la location-financement).

Par suite, pour le calcul du coût moyen pondéré du capital les pondérations du coût de la dette et du coût des capitaux propres sont modifiées.

De plus, le coût de la dette est également modifié en raison de la réintégration de charges financières sur quasi-fondss propres et sur la location-financement. Le taux d'intérêt effectif est ainsi différent du taux d'intérêt apparent calculé sur les charges financières. comptables. Enfin le coût des capitaux propres, calculé selon le modèle du MEDAF, peut également être affecté par les conséquences de l'information supplémentaire fournie au marché par les états IFRS.

Par conséquent, les modèles de valorisation de l'entreprise selon la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF : *discounted cash flows*) sont sensibles au changement de référentiel comptable et sont donc impactés par l'adoption des normes IFRS.

III. DIAGNOSTIC DE RENTABILITÉ ET IFRS

III.1. Le diagnostic sectoriel

L'analyse de la rentabilité avec l'information comptable classique est relativement pauvre, notamment au regard de sa capacité prédictive. Elle ne permet pas en effet de tenir compte de l'impact des changements dans la structure des productions et des ventes dans le cas, fréquent pour de nombreux groupes, d'activités multiples dont les rentabilités spécifiques sont différentes. Les états financiers en normes IFRS améliorent substantiellement les possibilités d'analyse de la rentabilité économique (mais pas de la rentabilité financière), grâce à l'information sectorielle, par activités et par zones géographiques.

Les activités et zones géographiques sont identifiées à partir de l'analyse des risques et de la rentabilité, en vue de constituer des ensembles homogènes. Une activité ou une zone géographique doit être isolée dès lors qu'il(ou elle) représente plus de 10% du résultat, du chiffre d'affaires ou des actifs.

L'analyse sectorielle en activités et zones géographiques doit être hiérarchisée en deux niveaux, en fonction du facteur (l'activité ou la zone) déterminant dans l'analyse des risques et de la rentabilité. Le facteur qui apparaît comme déterminant du risque et de la rentabilité (l'activité ou la zone) sert à identifier le niveau I pour lequel les informations fournies sont les plus détaillées et les plus utiles pour le diagnostic de rentabilité, à savoir :

- les produits sectoriels,
- le résultat sectoriel,
- les actifs et passifs sectoriels,
- les investissements sectoriels,
- les amortissements sectoriels,
- les charges sectorielles sans contrepartie de trésorerie.

Ces données sectorielles améliorent grandement les possibilités de diagnostic financier. Elles permettent à l'analyste de calculer les rentabilités économiques sectorielles, notamment en calculant le ratio résultat sectoriel/actifs sectoriels, mais pas la rentabilité financière du secteur, faute d'une ventilation des passifs sectoriels entre capitaux propres et endettement.

Il est ainsi possible d'identifier les sources de profitabilité et de croissance du groupe en termes d'activités et de croissance et de voir si, sur plusieurs années, les axes de développement du groupe correspondent bien à ces zones et activités.

De même est-il possible de suivre la stratégie de développement du groupe, grâce aux investissements sectoriels et de voir si ces derniers sont corrélés avec les secteurs à forte profitabilité.

Les performances futures peuvent être anticipées en fonction des performances sectorielles (taux de croissance de l'activité, taux de rentabilité sectoriel) et des investissements sectoriels. L'analyse matricielle (au sens du BCG) peut être mise en œuvre grâce à ces données.

Enfin, l'analyse sectorielle fournit une explication de la rentabilité économique globale par sa décomposition en une somme pondérée des rentabilités sectorielles, les coefficients de pondération étant constitués par les actifs sectoriels.

III.2. Le diagnostic global de la rentabilité

Les états financiers IFRS affectent le résultat. En effet de nombreuses sources d'écart sont à l'origine soit d'une augmentation du résultat, soit en sens inverse d'une baisse du résultat. Nous examinerons les principales sources d'écart en distinguant celles qui contribuent à l'accroître et celles qui entraînent sa réduction.

III.2.a. Les sources d'augmentation du résultat

Une des premières sources d'accroissement du résultat engendré par les nouvelles normes tient à l'activation (inscription à l'actif du bilan) de dépenses antérieurement considérées comme des charges. Ainsi en va-t-il de la capitalisation des dépenses de recherche-développement, mais aussi de la capitalisation des dépenses pour grosses réparations, des frais d'acquisition et de mise en service des immobilisations.

De même le test de valeur et le principe d'amortissement des actifs sur leur durée d'utilisation effective peuvent conduire à des révisions des plans d'amortissement, qui étaient intangibles dans l'ancien référentiel, permettant d'amortir sur de plus longues durées les immobilisations.

La suppression de l'amortissement des survaleurs (notamment des écarts d'acquisition) a également un effet positif sur le résultat.

En ce qui concerne les provisions, l'application de la technique de l'actualisation pour les inscrire en valeur actuelle au bilan impacte également favorablement le résultat qui devient, de ce fait, très sensible au taux d'actualisation retenu, et à ses éventuelles modifications..

III.2.b. Les sources de diminution du résultat

En sens inverse, le test de valeur sur les immobilisations, et particulièrement sur les immobilisations incorporelles peut conduire à de forts impacts négatifs sur le résultat.

Il en va de même de l'obligation de constituer des provisions actualisées sur les retraites, ce qui impactera surtout les groupes ayant des filiales implantées dans des pays où les retraites sont à la charge des entreprises, et plus particulièrement des systèmes de retraite à prestations définies, par opposition aux systèmes de retraite à cotisations définies.

Le principe de comptabilisation du coût des avantages sociaux à leur naissance et non à leur paiement a le même effet ; il concerne notamment les plans d'options d'actions (*stock-options*), les primes d'ancienneté et de licenciement, les "golden parachutes", etc. Enfin les charges financières sont majorées du fait du reclassement en dettes des quasi-fonds propres (comme les titres subordonnés à durée indéterminée) et des titres hybrides.

Pour certaines activités la baisse du résultat provient de la diminution du chiffre d'affaires. Ainsi tel et le cas des entreprises réalisant des ventes pour le compte de tiers, des ventes avec clause de rachat, des ventes par correspondance, des prestations vendues sur abonnement devant être enregistrées en fonction du degré d'avancement. D'une manière générale les ventes ne pouvant être comptabilisées qu'après transfert intégral des risques et avantages à l'acheteur, toutes les entreprises effectuant des ventes soumises, contractuellement ou réglementairement, à des clauses suspensives

ou conditionnelles verront leur chiffre d'affaires impacté négativement par les normes IFRS.

CONCLUSION

De façon générale, le passage des groupes aux nouvelles normes crée des effets perturbateurs pendant la période de transition et induit une discontinuité du fait de la rupture dans les séries temporelles.

Les analystes ne disposeront plus, transitoirement, de séries temporelles suffisantes sur trois à cinq ans. Il est également impossible de comparer les ratios, même si leur dénomination et leur mode de calcul sont inchangés, puisque le contenu de leurs composants (numérateur et dénominateur) est modifié.

L'application des nouvelles normes financières modifie sensiblement les divers indicateurs utilisés pour le diagnostic financier, notamment les capitaux propres, l'endettement et le résultat, ainsi que les ratios d'équilibre financier et de rentabilité qui en découlaient.

Ces impacts affectent de façon très différenciée les entreprises de telle sorte que des écarts importants apparaissent dans les données publiées par les groupes pour l'année de transition (2004) au cours de laquelle les entreprises ont dû publier leurs états financiers à la fois dans les anciennes normes et en normes IFRS.

Ces écarts tiennent notamment à divers facteurs. Les firmes les plus affectées sur leurs résultats et leurs capitaux propres sont celles ayant d'importants actifs incorporels (notamment celles appartenant au secteur pharmaceutique), celles qui ont réalisé des stratégies d'acquisition (en raison de l'importance des survaleurs) ainsi que celles dont l'implantation géographique est étendue (notamment groupes ayant des filiales cotisant à des systèmes de retraite à prestations définies).

C'est donc à une lecture renouvelée des états financiers que conduisent les nouvelles normes comptables et financières internationales. Elles donnent de l'entreprise une nouvelle représentation, spécifiquement et exclusivement financière, privilégiant le point de vue des investisseurs financiers, plus en cohérence avec la logique des marchés financiers que les représentations comptables antérieures.

Bibliographie

Bachy B., Sion M. *Analyse financière des comptes consolidés*, Dunod 2005

Barneto P. *Normes IAS/IFRS application aux états financiers*, Dunod 2004

Brun S. *Les normes comptables internationales*, Gualino, 2006

Commission européenne : Normes IFRS, Office des publications officielles des Communautés européennes, 2003

Ernst & Young Conversion aux normes IFRS : une illustration sectorielle des difficultés de mise en oeuvre, Hors série de la Revue Option Finance, 2005

Frydlender A., Pagezy J. S'initier aux IFRS, PriceWaterhouseCoopers, Editions Francis Lefebvre, 2004

Obert R. Pratique des normes IAS/IFRS, Dunod, 2004

PriceWaterhouseCoopers IFRS 2005-Divergences France/IFRS, Editions Francis Lefebvre, 2004



Mécanismes de sécurisation du marché boursier de Casablanca

Mouad Tanouti

Responsable du service bourse au sein du CDVM

La sécurisation des opérations boursières a été et reste l'une des préoccupations majeures des professionnels et des autorités de marché.

La réforme de la bourse de Casablanca, entreprise depuis une dizaine d'années, a parfaitement intégré cette dimension dans les choix opérés afin de doter la place des règles et infrastructures permettant de garantir un traitement sécurisé des transactions boursières, depuis la passation des ordres de bourse jusqu'au dénouement des transactions.

La nature des risques pour les intervenants qui opèrent dans le marché est variable selon leur positionnement et les motivations qui les animent, partant du rôle que chacun assume dans le fonctionnement du marché.

Pour cette raison, les réponses que les différents dispositifs apportent aux besoins des opérateurs sont variées et couvrent aussi bien les aspects réglementaires, que techniques et organisationnels.

L'épargnant, par exemple, est concerné par la question de savoir si les avoirs qu'il constitue auprès de son intermédiaire sont sécurisés ou s'il doit craindre une perte de ses actifs en cas d'une mauvaise exécution de ses instructions ou lorsqu'une défaillance est constatée sur le marché.

La société de bourse, quant à elle, engage sa responsabilité chaque fois qu'elle réalise une transaction pour le compte de ses clients ou pour son propre compte. Elle doit pouvoir se couvrir contre le risque de voir sa contrepartie faillir à ses engagements liés au dénouement des contrats conclus. Une défaillance de sa contrepartie est susceptible de la mettre elle-même en difficulté vis à vis d'autres contractants avec lesquels elle a noué des transactions et, par effet de chaîne, le risque initial prend alors une dimension systémique.

La société gestionnaire du marché engage elle aussi sa responsabilité puisqu'elle est, entre autres, tenue d'apporter la garantie de bonne fin des opérations qu'elle enregistre. Ce faisant elle doit se doter des moyens financiers et organisationnels lui permettant d'assurer cette fonction dans les meilleures conditions.

Pour l'investisseur le point d'accès au marché est la société de bourse. Pour encadrer

et verrouiller la relation entre le client et son intermédiaire, plusieurs dispositions sont prévues. D'abord, la collecte des ordres passe par un circuit fortement formalisé dans le but de situer clairement les responsabilités des uns et des autres et de minimiser le risque d'une mauvaise interprétation des instructions qui peut aboutir à une exécution inappropriée.

Ensuite, afin de préserver la solvabilité des sociétés de bourse, ces dernières sont soumises à un dispositif prudentiel précis. Ainsi, elles sont tenues de respecter des règles prudentielles consistant à maintenir des proportions appropriées notamment entre les fonds propres et le montant des engagements, entre les fonds propres et le montant des risques encourus sur les titres émis par un même émetteur et entre des éléments de l'actif et l'ensemble ou certains éléments du passif.

Enfin, pour protéger les avoirs des clients, les sociétés de bourse sont tenues de contracter une assurance contre les risques de perte, de vol ou de destruction des fonds et valeurs qui leurs sont confiés par les clients ou qui sont dus par elles à ces derniers.

En outre, il est institué un fonds de garantie destiné à indemniser les clients des sociétés de bourse mise en liquidation. Il couvre les engagements sur la restitution des titres et espèces déposés auprès des sociétés de bourse pour effectuer les opérations de bourse ou dus par elles à leur clientèle suite aux opérations de bourse, ainsi que sur les titres confiés aux sociétés de bourse en dépôt. Toutes les sociétés de bourse sont tenues de contribuer au fonds de garantie par le versement d'une cotisation dont le montant est exprimé en pourcentage du montant des titres et des espèces conservés par les sociétés de bourse. Il faut préciser que ce fonds de garantie de la clientèle est distinct des autres fonds de garantie activés dans le cadre du système de garantie de la bourse.

Un autre domaine fortement concerné par la problématique de sécurisation des transactions est celui du traitement des opérations post-marché.

Après l'exécution des transactions intervient le règlement et la livraison des titres qui consacre le dénouement des opérations de bourse. Le mode d'organisation du système de dénouement a un impact décisif sur la sécurité de bonne fin des opérations et, comme nous allons le voir dans les développements qui suivent, il revêt une importance systémique qui requiert un dispositif de garantie complet et une organisation pointue du processus de dénouement.

I. RÔLE ET FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME DE GARANTIE DE LA BOURSE DE CASABLANCA

L'intervention d'un intermédiaire sur le marché boursier est génératrice de risques. Ils peuvent être d'origines diverses mais se traduisent souvent par la défaillance d'un contractant. Sur le marché central de la Bourse de Casablanca, le négociateur n'a pas la possibilité de choisir sa contrepartie et c'est le système qui lui affecte sa contrepartie en application d'un ensemble de paramètres et de règles de marché.

Ce faisant, il "subit" le risque de voir sa contrepartie faillir à ses engagements le jour



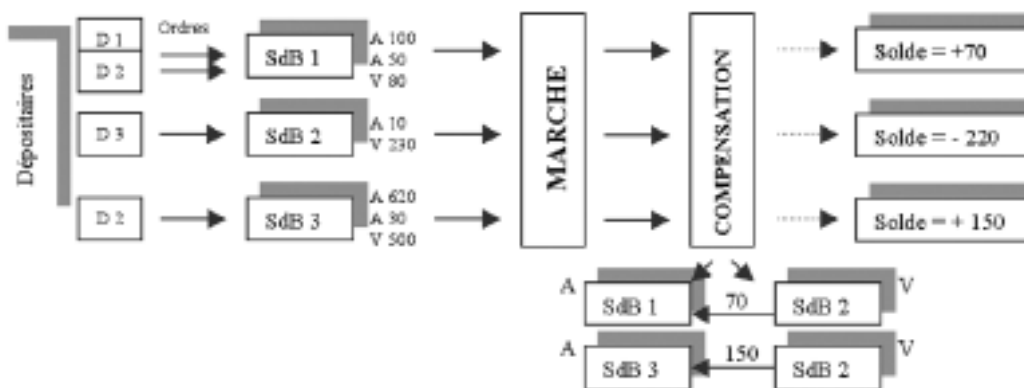
de dénouement de la transaction. Ce manquement peut se traduire par la perte totale des actifs négociés ou par un coût de remplacement, si la transaction est dénouée dans des conditions différentes de celles prévues initialement. Ce risque disparaît avec la mise en place de mécanismes de garantie de bonne fin des opérations assurant aux intermédiaires le dénouement de leurs opérations dans des conditions et délais normalisés et sans préjudice.

Le système de garantie de bonne fin des opérations est le dispositif à travers lequel la Bourse de Casablanca apporte aux intermédiaires la garantie de bonne fin des opérations de négociation des actifs financiers sur le marché central¹ de la bourse. La contribution de cette structure est fondamentale pour assurer la sécurité de dénouement des opérations et gérer de façon optimale les risques de défaillance d'un intervenant. Pour mettre à contribution cette garantie, le dispositif de la bourse repose sur trois mécanismes : la compensation des transactions, la gestion des risques et des couvertures et le dispositif de résolution des défaillances de règlement et de livraison.

I.1 Le système de compensation des transactions

À travers son système de garantie la bourse de Casablanca assure le rôle de chambre de compensation. En ce sens, elle procède à la compensation multilatérale des transactions qu'elle enregistre et s'interpose systématiquement entre les intervenants dans le processus de dénouement des opérations. La compensation consiste à dégager les soldes nets à régler ou à livrer en procédant au *netting* des transactions, par valeur et par date de négociation.

Schéma 1
Le processus de compensation



⁽¹⁾ Seules sont garanties les opérations initiées sur le marché central. Le marché de blocs étant un marché de gré à gré l'intermédiaire choisit lui-même sa contrepartie et assume par conséquent le risque de défaillance de celle-ci.

Les flux d'ordres reçus par les sociétés de bourse de la part de leurs dépositaires sont acheminés vers le marché pour exécution. Les transactions réalisées sont ensuite récupérées par le système de compensation qui procède au calcul des positions nettes² : c'est la compensation dite de premier niveau.

À l'issue de ce premier traitement, chaque intermédiaire se trouve soit en position acheteuse, soit en position vendeuse sur chacun des titres qu'il a traités pour la séance de traitement donnée.

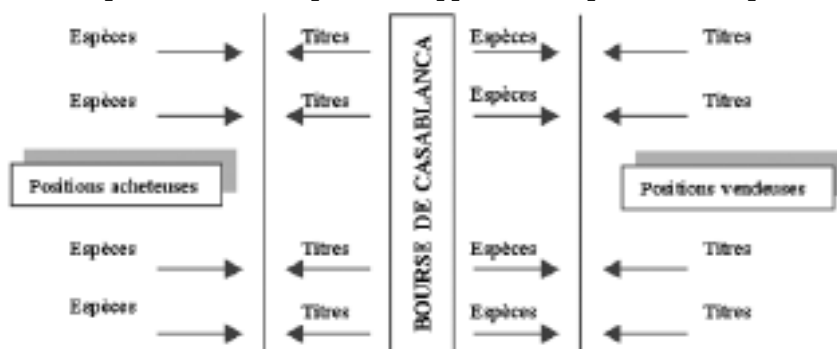
Un deuxième traitement consiste à affecter à chaque intermédiaire sa contrepartie qui va recevoir les titres contre le règlement des espèces ou inversement. Un algorithme d'optimisation permet de réduire au maximum les flux de règlement-livraison. C'est la compensation de deuxième niveau.

La compensation est dite par contrepartie centrale car la bourse de Casablanca se substitue par novation aux acheteurs et vendeurs initiaux.

"La novation est un processus d'amendement d'un contrat entre deux parties qui prévoit l'intermédiation d'une tierce partie en tant que débiteur et créancier. Le contrat amendé est alors compensé de manière à ce que le contrat initial entre les deux parties soit exécuté et que les obligations attenantes soient éteintes.

Le processus de compensation par novation permet de réduire le risque de crédit, l'encours des dettes réciproques entre les deux contreparties étant ramené à un solde net³."

Schéma 2 Le processus d'interposition supprime le risque de contrepartie



Dans le schéma marocain le système de compensation de la bourse est un point de passage obligatoire. De ce fait, l'interposition de la contrepartie centrale a aussi pour effet de concentrer les risques sur elle et peut prendre une importance systémique majeure sur la stabilité du système dans son ensemble.

C'est pour cette raison que le système de garantie met en place un processus de gestion des risques qui lui permet de se doter des moyens de couverture qu'il peut utiliser en cas d'intervention pour la résolution d'une défaillance.

⁽²⁾ Pour simplifier la lecture du schéma 1 nous exposons uniquement la partie titres. Concernant la partie espèces, le raisonnement est identique. La position nette espèces se dégage en procédant à soustraire le produit des ventes des charges des achats selon la formulation : espèces à recevoir moins espèces à verser.

⁽³⁾ **Karyotis C.** *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens – Vers l'unification des marchés* Revue Banque Édition, 2003.

I.2 Les mécanismes de couverture des risques

La Bourse de Casablanca, en tant que contrepartie centrale est amenée à se substituer à un intermédiaire lorsque celui-ci est défaillant. Cette action implique pour la bourse une intervention sur le marché pour se procurer les titres ou les espèces manquants. Elle s'expose alors à deux types de risques : le risque de marché et le risque de liquidation. Pour limiter les conséquences de ces risques, un système de couverture est mis en place à travers lequel les sociétés de bourses sont appelées à contribuer à des dépôts de garantie, calibrés sur la base des engagements pris sur le marché et l'évolution des prix sur ce dernier.

I.2.a. La couverture du risque de marché par les appels de marge

Le risque de marché résulte de l'évolution défavorable de la valeur du mouvement à dénouer entre le jour de la conclusion de l'opération et le jour de son dénouement. Le principe des appels de marge, ou la contribution initiale, est de soumettre les positions non encore dénouées des intermédiaires à une valorisation quotidienne aux conditions de marché. Ainsi, les positions sont quotidiennement valorisées au cours du marché afin de mesurer le risque de marché que supporte le système de garantie et d'appeler la couverture correspondante, le cas échéant.

Prenons un exemple :

Le système de garantie enregistre une position d'un intermédiaire (A) de 100 titres à livrer et 50 000 dirhams à recevoir. Cette position résulte de la compensation des opérations d'achat et de vente de l'intermédiaire (A).

Parallèlement et selon le même principe de compensation, un intermédiaire (B) est en situation inverse. Il reçoit 100 titres contre versement de 50 000 dirhams. À partir de l'instant où les positions sont enregistrées par le système de la bourse, la garantie de bonne fin suppose que l'intermédiaire (A) recevra les 50 000 dirhams contre la livraison des 100 titres, sans préjuger de la situation de solvabilité de sa contrepartie (B) et, inversement, l'intermédiaire (B) recevra 100 titres contre versement de 50 000 dirhams, quelque soit la capacité de livraison de sa contrepartie (A).

L'un et l'autre se trouvant en face d'une contrepartie centrale (principe d'interposition du système de garantie) ils transfèrent le risque de non livraison ou de non règlement à une entité tierce, en l'occurrence la bourse de Casablanca.

En cas de défaillance, c'est la bourse de Casablanca qui va se substituer au défaillant et livrer les titres lorsqu'il s'agit d'un défaut de livraison ou régler les espèces lorsqu'il s'agit d'un défaut de règlement. Elle doit alors s'assurer que face au premier cas de figure (défaut de livraison) la contrepartie espèces est suffisante pour couvrir le rachat des titres et, inversement, pour le deuxième cas (défaut de règlement) le produit potentiel de la vente des titres sera suffisant pour couvrir le versement des espèces. C'est le principe des appels de marge.

Suivons à présent la situation de l'intermédiaire (A). Le même raisonnement s'applique pour la couverture de la position de l'acheteur.

	Cours de valorisation	Valorisation des titres	Risque	Appel	Restitution	Dépôt
J	501	50 100	100	100	-	100
J+1	505	50 500	500	400	-	500
J+2	502	50 200	200	-	300	200
J+3	-	-	0	-	200	0

- En J, à la clôture du marché les titres valent 50 100 MAD, soit un différentiel de 100 MAD par rapport à la position initiale, dû à l'évolution à la hausse du cours de la valeur.

Un appel de marge de 100 est effectué pour couvrir le risque de marché ;

- En J+1 le cours de la valeur évolue encore à la hausse portant la valorisation des titres à 50 500 MAD, soit un risque de marché de 500 MAD. Un autre appel est alors effectué de 400 MAD (500 MAD moins les 100 MAD en dépôt) ;

- En J+2 le cours de la valeur baisse à 502 MAD. Le risque de marché se situe à 200 MAD et une restitution de 300 MAD est alors effectuée (ajustement du dépôt antérieur qui est de 500 MAD) ;

- En J+3 la position est dénouée, le livreur n'a pas fait défaut. La bourse de Casablanca lui restitue le dépôt jusqu'alors constitué, soit 200 MAD.

Il est possible d'écrire la formule de valorisation du risque et du montant des appels et restitution de marge comme suit :

$$\text{Risque} = r$$

$$= (PT * CR) + PE$$

$$\text{si } < 0 \quad r =$$

$$\text{si } > 0 \quad r = 0$$

PT = Position titres

PE = Position espèces

CR = Course de référence

$$\text{MR} = \text{Risque} - \text{DC}$$

$$\text{si } \text{MR} > 0, \text{ Appel} = \text{MR}$$

$$\text{si } \text{MR} < 0, \text{ Restitution} = \text{MR}$$

MR = Montant du réajustement

DC = Dépôt constitué

Les flux afférents aux appels de marge sont automatiquement convertis en instructions de règlement adressées à Bank Al-Maghrib qui procède au réajustement des dépôts de garantie des intervenants.

Pour atteindre une sécurité maximale, les intermédiaires disposent chacun d'un compte ouvert auprès de la Banque Centrale qui sert à ces opérations de couverture. Si un intermédiaire n'est pas en mesure de faire face à ses appels de marge, la bourse de Casablanca suspend son accès au marché jusqu'à ce qu'il reconstitue son dépôt.

1.2.b La couverture du risque de liquidation par la contribution initiale

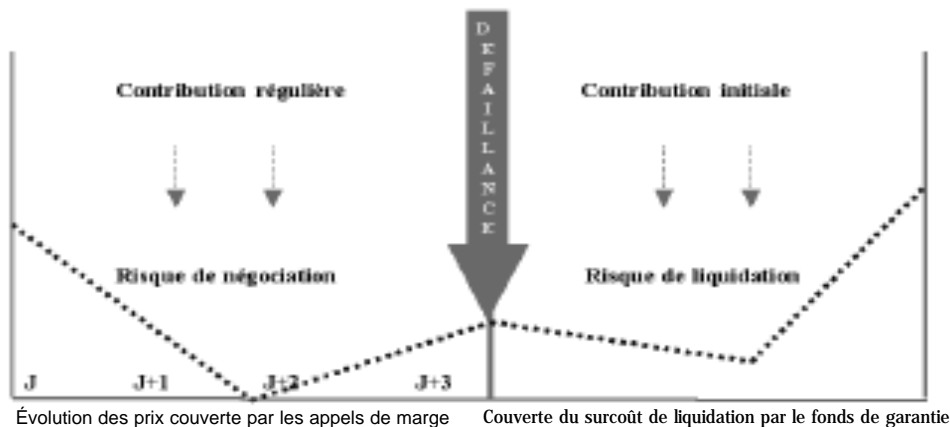
Le risque de liquidation correspond à l'écart de cours encouru, en cas de défaillance d'un intermédiaire, à partir du moment où cette défaillance est constatée, jusqu'au moment où les positions concernées sont dénouées.

Si le risque de marché peut être qualifié comme un risque passé, et donc connu, le risque de liquidation est, quant à lui, aléatoire et indéterminé. Il est aléatoire dans le sens où l'évolution des prix de marché est inconnue et que sa réalisation peut se traduire par une perte ou un profit. Il est indéterminé car l'ampleur de la variation des prix ne peut être connue qu'au moment de la défaillance de la contrepartie.

Son estimation repose sur une évaluation du risque basée sur les volumes historiques de l'intermédiaire, la structure de ses positions, ainsi que la variation maximale que peut connaître le marché.

Comme le risque de liquidation ne peut pas être défini avec certitude, la Bourse de

Schéma 3
Risques et contributions



Casablanca utilise une série d'hypothèses et la base historique de l'activité de chaque intermédiaire sur le marché central pour dégager le montant de la contribution initiale de chacun.

Comment est calculée la contribution initiale ?

Le jour où une défaillance totale (cessation de paiement) d'un adhérent est constatée, le dépôt de garantie de ce dernier doit être en mesure de couvrir les écarts de cours qui pourraient survenir lors de la liquidation de ses positions. Dans la mesure où ni les positions d'un adhérent en phase de liquidation, ni les effets induits par l'évolution des cours ne sont connus d'avance, l'évaluation de la contribution initiale se base sur l'historique de l'activité de chacun des adhérents.

À cet effet, nous retenons :

- La position nette moyenne d'un adhérent sur une période donnée ;
- Le taux de variation maximum des cours sur le marché central ;
- Le nombre de jours nécessaires à la liquidation des positions d'un adhérent.

L'ensemble des positions nettes de chaque jour en instance de dénouement est

assimilé à la position nette moyenne, dégagée à partir de six mois d'activité.

$$\begin{aligned} \mathbf{Pnm} &= \mathbf{Png} / \mathbf{Ns} \\ \mathbf{Png} &= \sum | \mathbf{Ai} - \mathbf{Vi} | \\ & \text{i allant de 1 à Ns} \end{aligned}$$

Pnm = Position nette moyenne

Png = Position nette Globale

Ns = nombre de séances sur une période d'analyse de six mois

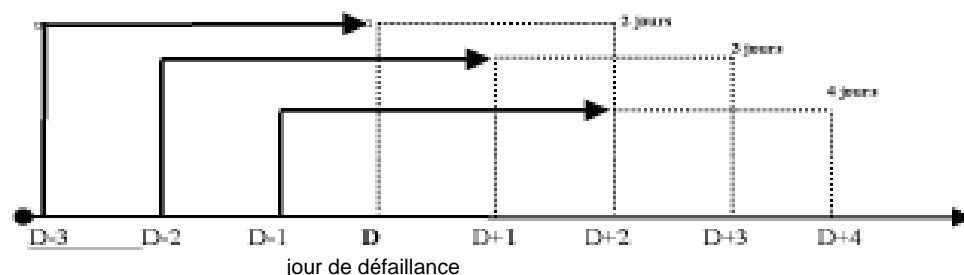
A = volume achats sur le marché central

V = volume ventes sur le marché central

Le taux de variation maximum retenu est celui en vigueur sur les actions au moment de la détermination de la contribution initiale. Actuellement il est de 6 %.

Le jour de la défaillance (D), il reste à dénouer les positions correspondantes à 3 jours (délai de place). Chaque position reste en attente jusqu'au jour de dénouement théorique et, au-delà, 2 jours⁴ nécessaires à sa liquidation.

Schéma 4 Répartition dans le temps des positions à liquider



Il faut ensuite, estimer le montant de la variation maximale que peut connaître la position nette moyenne d'un adhérent depuis le jour de la défaillance jusqu'à la liquidation des positions.

• La position de D-3 lui reste 2 jours de liquidation. La variation maximale qu'elle peut connaître sur deux jours est de : $(\mathbf{Pnm} \times (\mathbf{1+6\%})^{\mathbf{2}}) - \mathbf{Pnm}$

• La position de D-2 lui reste 1 jour pour le dénouement et 2 jours de liquidation. La variation maximale qu'elle peut connaître sur trois jours est de :

$$(\mathbf{Pnm} \times (\mathbf{1+6\%})^{\mathbf{3}}) - \mathbf{Pnm}$$

• La position de D-1 lui reste 2 jours pour le dénouement et 2 jours pour la liquidation. La variation maximale qu'elle peut connaître sur quatre jours est de :

$$(\mathbf{Pnm} \times (\mathbf{1+6\%})^{\mathbf{4}}) - \mathbf{Pnm}$$

$$\mathbf{CI} = \mathbf{Somme} [(\mathbf{Pnm} \times (\mathbf{1+6\%})^{\mathbf{j}}) - \mathbf{Pnm}]$$

j allant de 2 à 4

⁽⁴⁾ Nombre de jours que la Bourse estime nécessaires à la liquidation des positions d'un intermédiaire défaillant.

La contribution dans le fonds de garantie est ainsi fixée et chaque intermédiaire est alors tenu d'apporter sa quote-part en espèces ou/et sous forme d'une caution bancaire en faveur de la Bourse de Casablanca utilisable à première demande.

La contribution est révisée semestriellement ou chaque fois que l'activité d'un intermédiaire sur le marché connaît une hausse significative.

I.2.c. La contribution exceptionnelle

La notion de contribution exceptionnelle s'inspire du principe de "solidarité de place". Dans le cas d'une défaillance structurelle d'un intermédiaire et si ses dépôts ne couvrent pas ses engagements; une contribution à titre exceptionnel pourrait être demandée à tous les intermédiaires afin de pouvoir liquider les positions du défaillant. La part de chaque intermédiaire dans la contribution exceptionnelle demandée par la bourse sera proportionnelle à sa part dans la contribution initiale globale.

I.3 Procédure de résolution des défauts.

Lorsqu'une position n'est pas dénouée dans le délai de place, c'est-à-dire J+3, le système de garantie déclenche le processus de résolution des défauts. Les délais de dénouement spontané⁵ des suspens sont normalisés ; six jours pour le défaut titres et quatre jours pour le défaut espèces.

Au-delà de ce délai, pendant lequel l'intermédiaire défaillant est mis en demeure et appelé à régler son défaut, la Bourse de Casablanca engage une procédure de rachat ou de revente afin de se procurer sur le marché les titres ou les espèces manquants en lieu et place de l'intermédiaire défaillant.

La veille du jour du rachat⁶, la Bourse de Casablanca annonce au marché une intention d'intérêt prévenant l'ensemble des intervenants de sa décision de racheter une certaine quantité de titres destinée à liquider une position en défaut de livraison, en précisant le prix auquel elle souhaite se procurer les titres.

Ce dernier est fixé sur la base du cours de référence du titre le jour du rachat, majoré du seuil de variation maximale appliqué au marché. La séance de rachat se déroule avant l'ouverture du marché central afin de ne pas inciter aux arbitrages entre les deux marchés. Les offres sont électroniquement adressés à la bourse qui apprécie, moyennant des règles de "filtrage", la capacité de livraison du vendeur⁷. Si un vendeur répond à la demande exprimée, la Bourse de Casablanca prend livraison des titres et les livre à l'acheteur initial. S'il y a un différentiel de rachat, il est supporté par le vendeur défaillant.

Si aucun vendeur ne s'est présenté au terme de la première séance de rachat, une deuxième tentative est programmée dans les mêmes conditions que la première, à

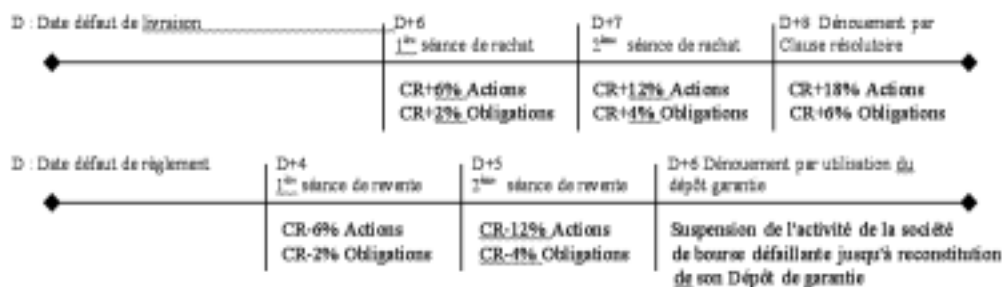
⁽⁵⁾ Dénouement par la société de bourse avant que la bourse ne déclenche le rachat ou revente des titres.

⁽⁶⁾ Hormis les modalités de mise en œuvre (délais, prix...), le mécanisme de revente de titres pour résoudre un défaut de règlement est identique à celui du rachat.

⁽⁷⁾ Pour éviter le risque d'un défaut de livraison lors d'un rachat fait par la bourse, cette dernière exige de tout vendeur potentiel une attestation de propriété des titres qu'il souhaite vendre, produite par le dépositaire central.

l'exception du prix qui est cette fois rehaussé de deux fois le seuil de variation maximale. Si après ce deuxième essai les titres n'ont pu être trouvés, la Bourse de Casablanca déclare que l'opération initiale se résout par compensation pécuniaire en lieu et place de la livraison, en application du principe de la *clause résolutoire*.

Schéma n° 5
Conditions de déroulement de la résolution des défauts



II. LA CONTRIBUTION DU SYSTÈME DE RÈGLEMENT-LIVRAISON À LA SÉCURITÉ DE DÉNOUEMENT DES TRANSACTIONS

Le règlement-livraison constitue la phase ultime dans la chaîne de traitement des titres (négociation, compensation et dénouement). Toute transaction enregistrée sur le marché donne lieu à la livraison des titres négociés contre le paiement des espèces correspondantes. Pour arriver à ce résultat, un ensemble de traitements et de vérifications sont nécessaires.

Ils s'appuient sur un système qui organise les flux d'information entre les intervenants, ordonne le processus des confirmations et assure l'aboutissement des transactions sur les titres. C'est le système de règlement-livraison.

Le mode d'organisation des opérations post-boursières revêt une importance capitale pour le bon fonctionnement du marché. Le système de règlement-livraison contribue fortement à la sécurisation du dénouement des transactions lorsque sa conception épouse les règles fondamentales que doit observer un système de place, érigées depuis quelques années en normes internationales - ou, au contraire, être lui-même un vecteur de risques et d'instabilité lorsque l'infrastructure sur laquelle il repose ne répond pas aux exigences du marché en terme de sécurité.

Pour illustrer ce principe, nous exposons par la suite les caractéristiques fonctionnelles du système de règlement-livraison de la bourse de Casablanca, tout en précisant les évolutions qu'il a connues depuis sa refonte en 2002.

II.1. Un bref aperçu du système de règlement-livraison avant sa réforme

Il faut rappeler que le marché financier a ceci de particulier qu'il y a un décalage temporel entre le jour de la réalisation de la transaction et celui de son dénouement

effectif.

Cet intervalle de temps est nécessaire pour que les intervenants puissent assurer la partie du traitement qui leur incombe dans le processus de dénouement. Seulement, plus ce délai est long, plus grand est le risque supporté par les intervenants en cas de défaillance de l'un des contractants. Ce postulat prend toute son ampleur lorsqu'on observe les caractéristiques du système de dénouement de la place de Casablanca avant sa réforme.

- D'abord, la circulation physique des titres empêche un déplacement fluide des titres et dans des conditions de sécurité optimales.

Les délais de traitement sont par conséquent rallongés, en comparaison aux standards internationaux et les manipulations manuelles sont lourdes et coûteuses. Les risques d'erreur, de perte ou de vol sont ainsi amplifiés engendrant souvent des ruptures de chaîne, qui finissent par provoquer des défaillances de livraison.

- Ensuite, l'absence du principe de livraison contre paiement laissait apparaître un risque de contrepartie. L'acheteur, en réglant la transaction précédemment à la livraison des titres⁸, supportait en permanence le risque de ne pas être livré des titres qu'il a achetés.

En plus, le circuit de livraison (à l'époque organisé et administré par la bourse) étant déconnecté de celui du règlement (dans les livres de la banque centrale) il était quasiment impossible d'établir la conditionnalité entre le règlement des espèces et la livraison des titres.

- Enfin, les règles régissant les relations entre les intervenants dans le système de dénouement étaient peu, ou pas, formalisées. Un protocole de place posait les règles que les différents acteurs devaient respecter, mais son caractère contractuel n'était pas suffisant pour faire respecter toutes les dispositions du protocole.

D'ailleurs, les instruments d'intervention en cas de défaillance d'un intervenant étaient soit inexistantes soit jamais appliqués.

Dans ces conditions les limites du système étaient rapidement atteintes dès lors que les volumes des échanges commençaient à croître. Un phénomène très répandu à l'époque était devenu quasi structurel : les suspens.

Le suspens est le qualificatif qui désigne qu'une opération négociée en bourse n'a pas donné lieu au règlement des espèces et à la livraison des titres dans le délais normal de dénouement. Il arrivait que pendant des périodes seules 30% des transactions étaient en moyenne dénouées dans le délai de place (j+5).

En outre, le coût du suspens (coût de remplacement, coût d'opportunité, perte de capital...) était en général totalement supporté par la partie non défaillante.

⁸ Dénouement par la société de bourse avant que la bourse ne déclenche le rachat ou revente des titres. Hormis les modalités de mise en œuvre (délais, prix, etc.) le mécanisme de revente de titres pour résoudre un défaut de règlement est identique à celui du rachat

II.2 Le dispositif de règlement-livraison actuel : les règles qui assurent un dénouement sécurisé

Pour combler les insuffisances qui prévalaient avant sa réforme, le système de règlement-livraison a connu une réfection complète de son mode de fonctionnement. En mars 2002 un nouveau dispositif est lancé. Sa conception repose sur une série de règles qui apportent la sécurité nécessaire à la chaîne de traitement des titres.

Son infrastructure technique et ses aspects fonctionnels sont pour l'essentiel issus du modèle français Relit. Les principales règles qu'il a adoptées sont considérées comme des normes⁹ internationales, vérifiées dans les places financières les plus évoluées. Nous en citerons quelques unes.

II.2.a. La dématérialisation des titres

Le régime des titres a un impact significatif sur le fonctionnement du système de livraison dans son ensemble. Avec l'adoption progressive de la dématérialisation des titres depuis 1998, la place de Casablanca a généralisé le régime de la circulation scripturale des valeurs mobilières. Ce faisant, il n'y a plus d'émission physique de titres et toute transaction sur des titres cotés en bourse se traduit, au moment de la livraison, par un simple virement de compte à compte.

La chaîne de traitement des titres gagne fortement en fluidité et les risques liés à la manipulation de titres physiques ont complètement disparus. En revanche, la dématérialisation des titres pose de nouvelles exigences, notamment la nécessité de disposer d'un agent centralisateur des écritures, en l'occurrence le dépositaire centrale.

II.2.b. Le rôle pivot du dépositaire central

Le rôle d'un dépositaire central est d'autant plus important qu'une place adopte un régime de titres dématérialisés. En régime de titres vifs, son rôle est limité à la conservation physique des valeurs mobilières existant sous forme de papier. Lorsque la circulation scripturale des titres est généralisée, le dépositaire central doit gérer un risque nouveau : la création ou la destruction artificielle des titres.

À cette fin, le dépositaire central doit s'assurer en permanence de la parfaite étanchéité comptable, c'est à dire la concordance stricte entre le solde du compte titres d'un émetteur et l'agrégation des soldes des détenteurs desdits titres. Pour cela, le dépositaire central administre et gère les comptes titres de ses affiliés (banques, sociétés de bourse, émetteurs) qui sont eux même des dépositaires de leurs propres clients.

Cette fonction de teneur de comptes de stocks de titres est complétée par l'activité de dénouement des flux de transactions entre dépositaires et intermédiaires, titulaires de comptes titres dans les livres du dépositaire central et de comptes espèces gérés par la banque centrale.

⁽⁹⁾ Pour éviter le risque d'un défaut de livraison lors d'un rachat fait par la bourse, cette dernière exige de tout vendeur potentiel une attestation de propriété des titres qu'il souhaite vendre, produite par le dépositaire central.

II.2.c. La simultanéité entre le règlement et la livraison élimine le risque de crédit

Le mécanisme de règlement contre livraison peut se définir comme le lien de conditionnalité réciproque, des points de vue juridique, opérationnel et technique, entre la livraison des titres et le règlement du prix.

Ce mécanisme est essentiel pour supprimer le risque de crédit, c'est à dire de voir un acheteur régler sa transaction sans prendre possession des titres ou inversement. Pour pouvoir assurer cette concomitance, il est nécessaire d'établir une connexion entre la comptabilité titres, gérée par le dépositaire central, et la comptabilité espèces, administrée par la banque centrale (voir schéma infra).

II.3. L'organisation générale des flux dans le système de règlement-livraison

L'aboutissement d'une transaction sur des valeurs mobilières cotées consiste à opérer le virement des titres du compte du vendeur vers celui de l'acheteur et inversement, virer la contrepartie espèces par un prélèvement du compte de l'acheteur au profit du vendeur. Ce résultat, en apparence simple, n'est en réalité atteint qu'au terme d'un processus de traitements sophistiqué nécessitant une grande coordination entre les différents acteurs concernés par l'opération à dénouer.

L'infrastructure qui assure ces opérations post-marché s'analyse comme un ensemble global qui ordonne l'échange des flux d'information entre les intervenants, assure l'acheminement des instructions vers les systèmes d'ajustement et de dénouement et procède aux virements de compte à compte, une fois contrôlées les provisions titres et espèces. L'architecture technique responsable de ces opérations repose sur trois filières : la filière "Ajustement" qui gère la relation entre les dépositaires et les intermédiaires, la filière "Bourse" qui organise les flux de dénouement entre les intermédiaires et la filière "Dénouement" qui se charge de l'exécution des virements titres et espèces sur les comptes des dépositaires.

II.3.a. La filière Ajustement

L'instruction d'exécution d'un ordre donné par le client à son dépositaire est d'abord acheminée vers une société de bourse qui assure l'intermédiation. Une relation s'établit donc entre le dépositaire, qui gère le compte titres et espèces du client, et l'intermédiaire qui se charge d'exécuter l'ordre sur le marché.

La fonction d'ajustement consiste à assurer l'accord des deux parties sur les termes des transactions à dénouer, après avoir exécuté les ordres sur le marché.

Cet accord est impératif pour garantir une parfaite concordance entre les termes de la transaction et les prélèvements que le collecteur d'ordres va effectuer sur le compte de son client.

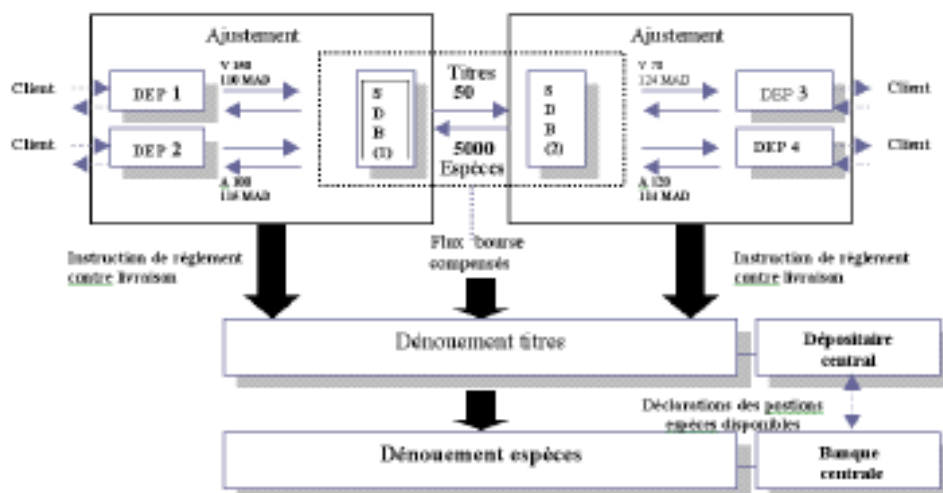
Les outils et délais pour réaliser ce rapprochement sont normalisés afin que soit respecté le délai de dénouement de place. Tous les flux d'information sont générés et transmis de façon électronique ce qui minimise au maximum les erreurs de traitement. En cas de désaccord, un deuxième rapprochement peut être réalisé en transitant par un système dit d'appariement.

II.3.b. La filière dénouement

Les flux ajustés sont ensuite convertis en instructions de règlement-livraison et déversées dans la filière dénouement pour effectuer les virements de compte à compte. Les mouvements issus de la filière bourse suite à la compensation des transactions réalisées sur le marché central viendront parachever les flux entre dépositaires et sociétés de bourse lors du processus de dénouement et compléter ainsi la chaîne de traitement.

Le schéma ci-après montre l'articulation entre les flux à dénouer depuis l'ajustement jusqu'au dénouement. La phase finale consiste à opérer les écritures sur les comptes titres et espèces, ce qui consacre le caractère définitif des opérations. Tout mouvement de titres ou d'espèces doit être précédé d'un contrôle de provision. En outre, le dépositaire central s'assure du respect de la règle de la simultanéité entre le règlement et la livraison. Ainsi un dépositaire en position de livrer doit disposer d'une provision titres suffisante et, réciproquement, un dépositaire en position acheteuse doit justifier

Schéma n° 6
Articulation entre les flux à dénouer



une provision espèces qui couvre ses engagements. En outre, chaque livraison de titres est tributaire du règlement des espèces et inversement.

La vérification de la provision titres est opérée par le dépositaire central directement sur les comptes des affiliés qu'il gère lui-même. En revanche, le contrôle de la provision espèces ne peut pas se faire directement sur les comptes des dépositaires puisque ceux-ci sont logés chez la banque centrale. Chaque jour les dépositaires constituent auprès de la banque centrale la provision espèces qu'ils décident affecter au dénouement de leurs opérations du jour. La banque centrale bloque cette somme d'argent dans un compte dédié et communique l'information au dépositaire central. Ce dernier renseigne dans son système les montants disponibles pour les dénouements du jour.

Ainsi le dépositaire central contrôle la provision titres du vendeur et la capacité de

règlement de l'acheteur au fur et à mesure que les transactions sont présentées au

dénouement. Aucun dépassement n'est autorisé et en cas d'insuffisance de provision, titres ou espèces, la transaction est déclarée en suspens. Les comptes titres sont ainsi ajustés dans la comptabilité du dépositaire central en fonction du sens des écritures passées, et les comptes espèces sont mouvementés dans la comptabilité de la banque centrale sur la base des résultats qui lui sont communiqués par le dépositaire central.

Depuis le lancement du nouveau système de règlement-livraison avec les autres composantes de garantie de bonne fin telles que décrites plus haut, le phénomène des suspens a complètement disparu de la place au point que la bourse de Casablanca ne s'est jamais trouvée dans la nécessité de déclencher une procédure de rachat ou de liquidation des positions d'une société de bourse. Ce constat confirme l'avancée significative qu'a connue la bourse de Casablanca en matière de sécurisation des transactions.

Pour compléter le dispositif actuel, une nouvelle piste de développement peut être explorée. Il s'agit de la mise en place d'un marché de prêt-emprunt de titres. Ce dernier apporte une plus grande fluidité au système en permettant de réduire le risque de rupture de chaîne par la possibilité d'acquies temporairement des titres à moindre coût. Une réflexion est déjà lancée dans ce sens.

L'INTERMÉDIATION BOURSIÈRE AU MAROC : ÉTAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

M. Hicham Cherradi

Responsable des sociétés de bourse au sein du CDVM

Le statut de société de bourse a été mis en place, au Maroc, en 1993 dans le cadre de la réforme du marché financier. Depuis cette date, lesdites sociétés jouent un rôle croissant dans le développement de la bourse de Casablanca. En plus d'avoir le monopole pour l'exécution des opérations boursières, les sociétés de bourse exercent plusieurs activités en commençant par l'intermédiation simple jusqu'à l'assistance des émetteurs.

L'objectif de cet article est de présenter de manière synthétique le cadre légal et réglementaire dans lequel évoluent les sociétés de bourse, avant d'analyser leurs performances et les perspectives de leur développement.

I. LE CADRE LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE

Avant de démarrer leur activité, les sociétés de bourse doivent être agréées. Aussi, leur objectif principal consiste en la satisfaction des intérêts de leur clientèle.

Le CDVM, en tant que régulateur, exerce une fonction d'encadrement à l'égard desdites sociétés.

I.1. La création des sociétés de bourse

Les sociétés de bourse sont agréées par le ministre chargé des finances après avis du CDVM. En plus, de l'exécution des transactions sur valeurs mobilières, elles peuvent exercer les activités suivantes :

- le conseil et le démarchage de la clientèle ;
- le placement ;
- la garde des titres ;
- la gestion de portefeuille en vertu d'un mandat ;



ENSET de Mohammedia
les 05 et 06 décembre 2005

- l'assistance pour la préparation des documents d'information destinés au public ;
- l'animation des actions cotées.

I.2. La relation avec la clientèle

Les sociétés de bourse doivent satisfaire au mieux les intérêts de leur clientèle. Pour cela, elles doivent :

- Formaliser la relation par :
 - la connaissance du client ;
 - l'information du client sur les risques encourus ;
 - la signature de conventions.
- Être diligentes en matière d'exécution des ordres de bourse, cela suppose :
 - l'horodatage des ordres ;
 - une rapidité d'exécution et un respect de la chronologie ;
 - un respect des termes des ordres reçus.
- Informer leurs clients par l'envoi :
 - d'un avis de confirmation suite à l'exécution de chaque opération ;
 - d'un journal trimestriel des opérations.

I.3. L'encadrement des sociétés de bourse

Le CDVM, en tant que régulateur du marché, met en place des circulaires destinées aux sociétés de bourse pour encadrer leur activité. Il a également un rôle de contrôle des dites sociétés.

I.3. a. Les Circulaires du CDVM

Les circulaires du CDVM peuvent concerner :

- des règles de pratiques professionnelles ;
- des règles déontologiques ;
- des modalités techniques ou pratiques d'application des dispositions législatives ou réglementaires.

I.3.b. Le contrôle des sociétés de bourse

Les sociétés de bourse sont soumises à un contrôle sur pièces et sur place :

- Le contrôle sur pièces : Les sociétés de bourse sont tenues d'adresser au CDVM, selon une périodicité donnée (mensuelle, trimestrielle, semestrielle et annuelle) un certain nombre d'états et d'informations, notamment :
 - les états relatifs aux règles prudentielles ;
 - les états financiers ;
 - le questionnaire semestriel de contrôle ;
 - le rapport du contrôleur interne.

- Le contrôle sur place : Les agents du CDVM mènent des missions d'inspection sur place auprès des sociétés de bourse pour évaluer :
 - les risques financiers ;
 - les risques opérationnels ;
 - les risques déontologiques.

II. LES PERFORMANCES DES SOCIÉTÉS DE BOURSE¹

L'analyse des performances réalisées par les sociétés de bourse, durant près de 10 ans, montre une instabilité au niveau des résultats, lesquels restent largement dépendants du volume de transactions réalisées sur le marché.

Aussi, les sociétés de bourse filiales de banques s'accaparent la plus grande part de marché au détriment des sociétés de bourse indépendantes.

II.1. État des lieux : 1996-2004

Les indicateurs des sociétés de bourse révèlent :

- une progression du chiffre d'affaires en dents de scie (annexe 1) ;
- une prédominance des sociétés de bourse filiales de banques dans le chiffre d'affaires total depuis 2002 (annexe 2) ;
- une diversification relativement faible des sources de revenus des sociétés de bourse avec une large prédominance de l'activité d'intermédiation (annexes 3 et 4) ;
- les activités d'intermédiation et de conseil-placement sont dominées par les sociétés de bourse filiales de banques avec une forte concentration (annexes 5, 6 et 7) ;
- l'activité de conservation est dominée par les sociétés de bourse indépendantes (pour sociétés de bourse filiales de banques, cette activité est exercée par la banque : annexe 8) ;
- les contre-performances réalisées au niveau du résultat net total des sociétés de bourse n'ont pas entraîné de mouvement de concentration au niveau des sociétés de bourse (annexe 9).

II.2. Perspectives

En vue de pérenniser et de viabiliser l'activité des sociétés de bourse, il s'avère nécessaire de :

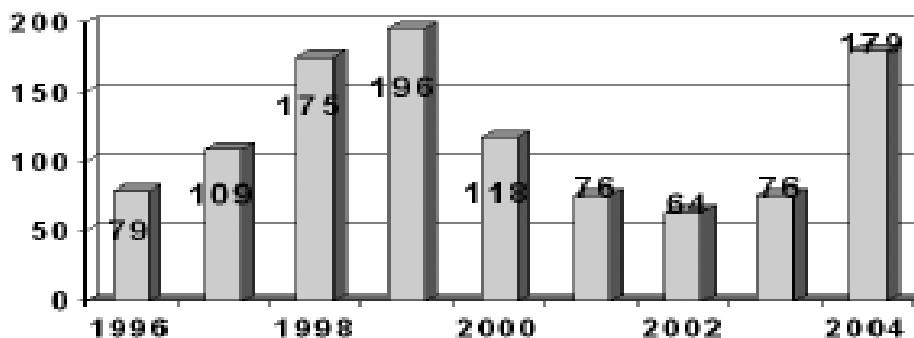
⁽¹⁾ Cf. annexes 1 à 9

- Mettre en place des mesures ou des outils permettant la collecte de l'épargne et ainsi, l'augmentation des détenteurs d'actions : PEA, bourse en ligne, etc.
- Diversifier les sources de revenus des sociétés de bourse par :
 - un recours croissant des émetteurs à l'appel public à l'épargne ;
 - un recours croissant des émetteurs à l'animation de leurs titres ;
 - un développement de l'activité de gestion sous-mandat. ;

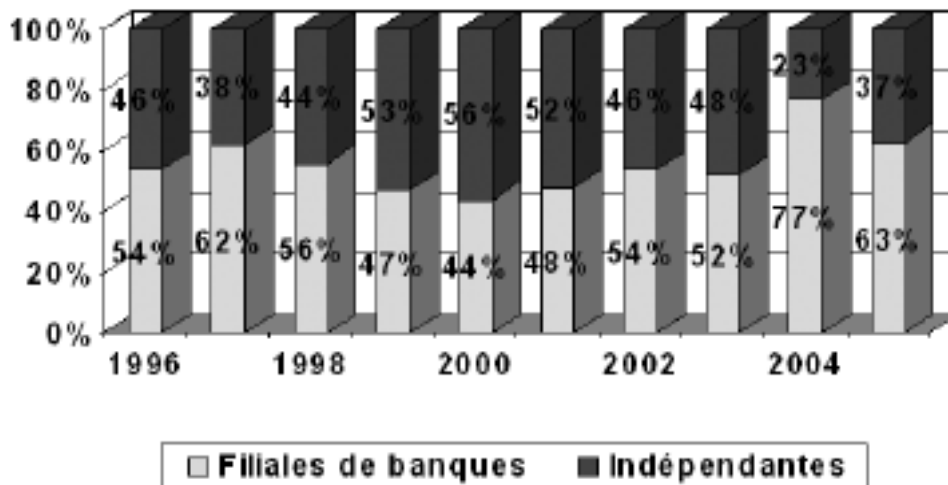
Par ailleurs, les sociétés de bourse indépendantes devraient améliorer leur part de marché sous peine de disparaître ou d'être rachetées par les sociétés de bourse filiales de banques.

ANNEXES

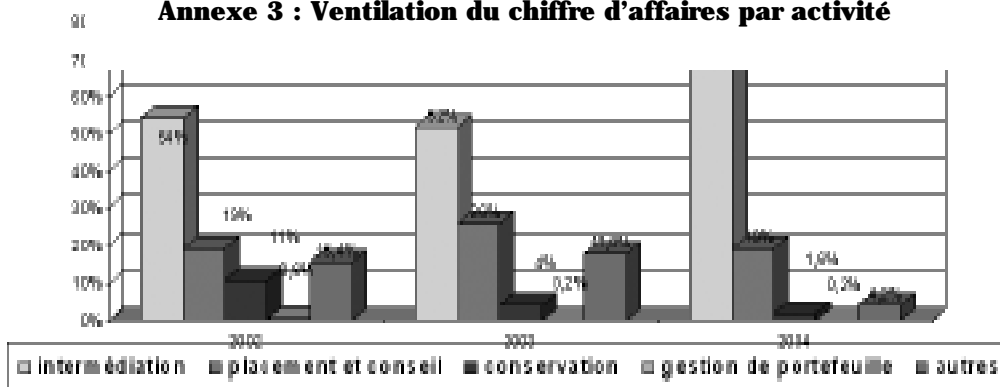
Annexe 1 : Évolution du chiffre d'affaires des sociétés de bourse (en millions dhs)



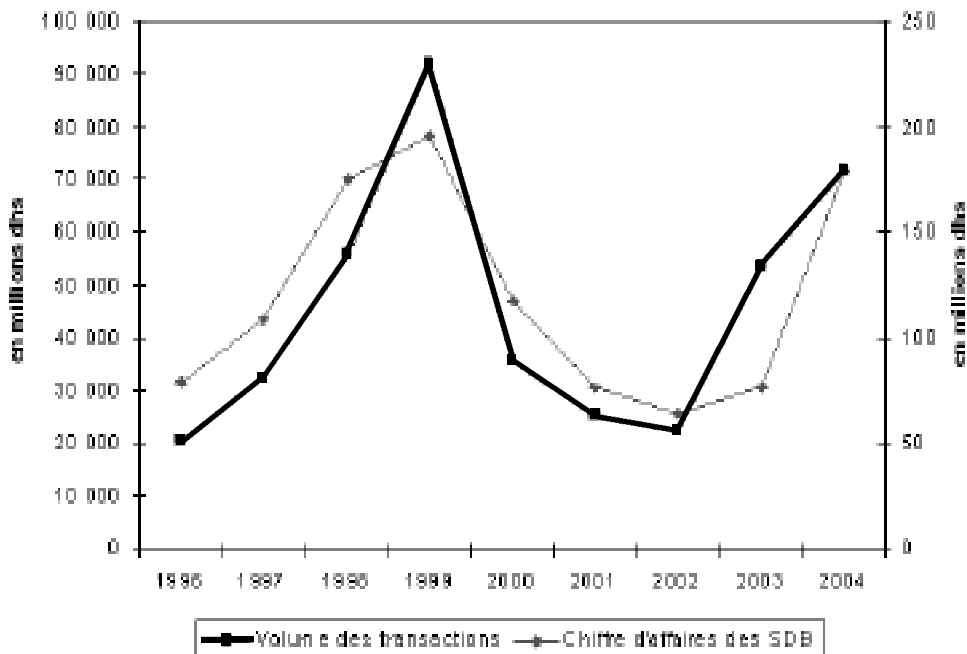
Annexe 2 : Répartition du chiffre d'affaires des sociétés de bourse en % (filiales de banques-indépendantes)



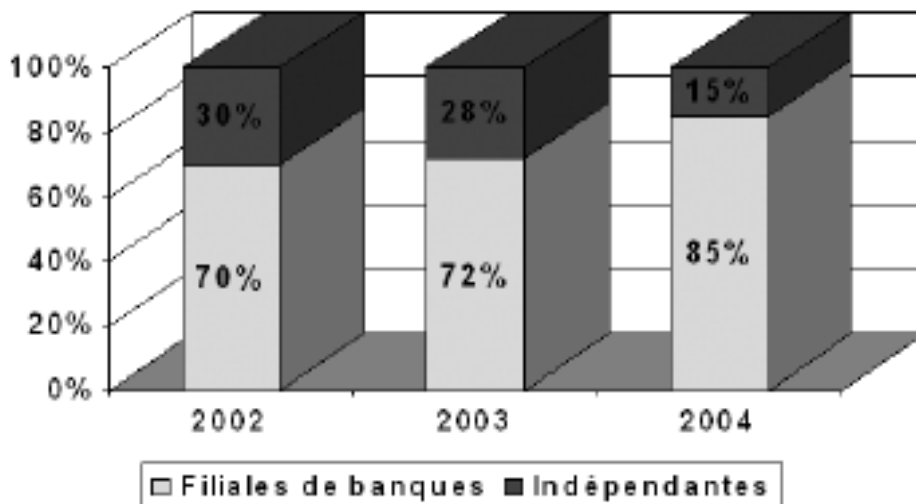
Annexe 3 : Ventilation du chiffre d'affaires par activité



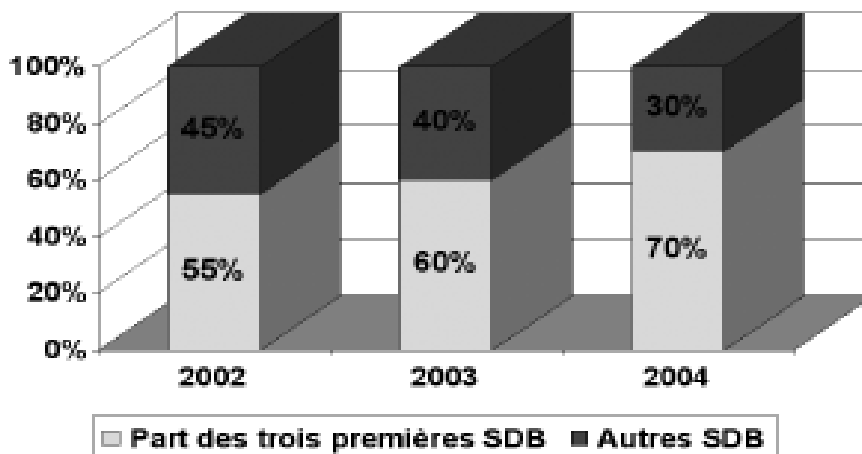
Annexe 4 : Evolution du volume de transactions de la place et du chiffre d'affaires des sociétés de bourse



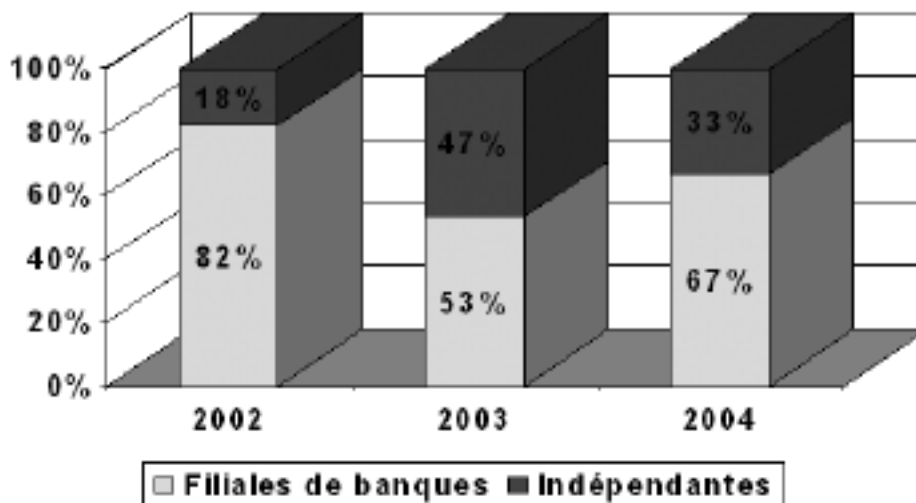
Annexe 5 Ventilation du chiffre d'affaires intermédiation en % (filiales de banques-indépendantes)



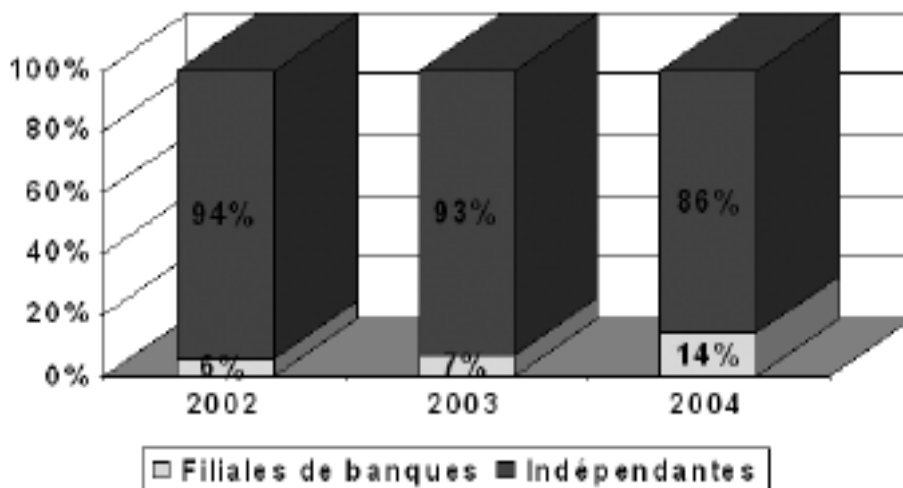
Annexe 6 : Part des trois premières sociétés de bourse dans le chiffre d'affaires intermédiation



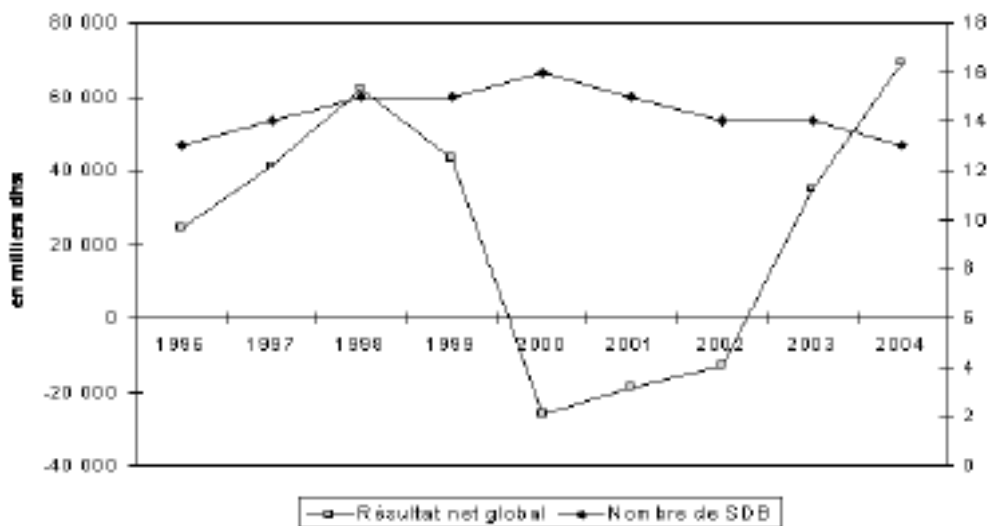
Annexe 7 : Ventilation du chiffre d'affaires conseil-placement (filiales de banques-indépendantes)



**Annexe 8 : Ventilation du chiffre d'affaires conservation
(filiales de banques-indépendantes)**



Annexe 9 : Evolution comparée entre le résultat net des sociétés de bourse le nombre de sociétés de bourse





Risque et marché financiers

La gestion du risque de change

M. Jean-Marc Buysschaert

Professeur agrégé d'économie et gestion

Indices boursiers, rentabilité et risque diversifiable

M. Khalid Hammes

Professeur-assistant à l'université Mohammed V de Rabat Souissi



La gestion du risque de change par les entreprises

M. Jean-Marc Buysschaert
Professeur agrégé d'économie et gestion

INTRODUCTION : une quête de sécurité dans un environnement plus turbulent

L'irrésistible ascension du risque de change...

L'ère de l'instabilité des changes

Comme chacun sait depuis 15 août 1971 et la fameuse décision du président Richard Nixon de mettre fin à la convertibilité du dollar en or, le système de changes fixes s'est effondré. Avec cet abandon du système issu de la conférence de Bretton Woods, nous sommes dès lors entrés dans un régime de change flottants. Ceci, bien évidemment, a eu pour conséquence de créer un profond climat d'instabilité des changes, concrétisé par de nombreuses et graves crises de change qui, dans un contexte de globalisation financière, se sont succédées sur les dernières décennies.

L'évolution des parités des monnaies, par rapport au dollar notamment, reste donc un problème central pour les économies des différents pays. En effet, cette devise reste de loin la monnaie internationale par excellence : 80 % des échanges sont ainsi libellés en dollars contre 37% pour l'euro, le yen.

L'observation statistique récente fait ainsi apparaître d'importantes fluctuations des cours des monnaies entre elles. Il est à noter que cette volatilité des changes est également souvent très forte à court terme.

Malgré un îlot de stabilité en Europe

En Europe, après les nombreux avatars du SME, les pays de la zone euro ont fini par résoudre ce problème en créant monnaie commune en 1999.

Ceci n'est pas négligeable car, pour ces pays, 70% des échanges internationaux se font à l'intérieur de la zone. Mais l'exposition au risque de change demeure et s'est accrue pour les entreprises qui ont à traiter dans d'autres devises et pour les autres pays qui ne font pas partie de cette zone. En outre, de nombreux approvisionnements indispensables au fonctionnement de nos économies sont encore libellés en dollar (le

pétrole par exemple)

De plus, on le sait, la monnaie unique et la politique monétaire commune n'est pas sans poser de problème au pays participant dans la mesure où, dans l'absolu, elle impliquerait nécessairement une coordination parfaite des autres politiques économiques nationales des pays situés à l'intérieur de la zone. Or ces pays ont des structures économiques, sociales, culturelles, bien différentes, la mobilité de la main-d'œuvre est très loin d'être parfaite et enfin, les pays les chocs asymétriques sont nombreux.

Tout ceci entraîne bien sûr de nombreux problèmes qui sont encore bien loin d'être résolus, mais revenons à l'essentiel de notre propos dont le but est de mettre en évidence la nécessité pour les entreprises françaises et européennes de se couvrir contre ce risque croissant..

... Oblige les entreprises à se couvrir contre le risque de change

Face au risque de change, quel choix pour les entreprises ?

Les alternatives face au risque de change peuvent être ainsi mises en exergue :

- ne rien faire, c'est-à-dire spéculer sur la valeur de la devise.
- se protéger contre ce risque par des opérations de couverture.
- éliminer radicalement le risque de change

De fait, les pratiques des entreprises se sont très vite orientées vers des opérations de couverture ou, de façon plus radicale, vers la suppression du risque de change en délocalisant ou en traitant avec des fournisseurs de la zone.

Néanmoins, ces dernières stratégie n'étant pas généralisables à toutes les entreprises, il ne subsiste alors que le choix fondamental entre se couvrir ou spéculer.

Pourquoi se couvrir plutôt que spéculer ?

- Le risque non couvert peut s'avérer très dangereux. Compte tenu de l'extrême variabilité des taux de change il peut réduire à néant la marge des entreprises. Avec un taux de marge de 20% par exemple, une variation équivalente à la baisse de la devise dans laquelle sont facturées les exportations réduit la marge à néant.
 - Ce n'est pas la vocation, ni le métier des entreprises industrielles ou commerciales d'anticiper sur les variations de change, donc de spéculer.
 - En outre la prévision des taux de change est une opération très complexe, très délicate, peu opérationnelle. On sait qu'il existe de nombreux modèles théoriques dont l'objectif est de rendre compte de l'évolution des taux de change mais on sait aussi que, confrontés à la réalité, ces modèles donnent de manière systématique (c'est-à-dire quelle que soit la période sur laquelle on les teste) un moins bon résultat que les modèles purement aléatoires (Meese et Rogoff, université de Princeton, 1983). En effet les vérifications empiriques de la validité des prévisions sont très décevantes, surtout à court terme, qui est le plus souvent l'horizon privilégié.
- C'est pourquoi, en pratique, les cambistes des grandes banques, dont c'est le métier, préfèrent souvent se référer aux analyses statistiques et graphiques.

Partant du principe que, en dernier ressort, "c'est le marché qui a toujours raison". Si tout le monde croit à l'évolution à la hausse d'une devise, le cours de celle-ci va monter ! ... CQFD.

Par effet de mimétisme, les principaux opérateurs agissant ainsi de la même façon et sur la base des mêmes modèles, vont acheter la devise et en faire monter le cours. On parle alors d'anticipations auto-réalisatrices.

- Enfin, comment expliquer aux actionnaires la perte générée par l'absence de maîtrise du risque de change ?! Alors que les dirigeants n'ont pas reçu mandat d'agir en dehors de l'objet social, et sachant qu'il existe à l'heure actuelle de nombreux outils disponibles qui se sont d'ailleurs considérablement développés et sophistiqués !

L'aversion pour le risque de la plupart des entreprises industrielles ou commerciale les conduit donc le plus souvent à choisir de mettre en place une stratégie de couverture appropriée. Néanmoins, force est de constater que, pour de multiples raisons, les pratiques en ce domaine sont bien différentes et ne peuvent conduire à une élimination totale de ce risque. Reste donc à choisir pour elles la couverture optimale et donc le niveau de risque acceptable.

Pour cela nous examinerons dans une première partie, les déterminants du risque de change puis, dans une deuxième partie, nous évoquerons les principales techniques de couverture et stratégies.

Plan

- Les déterminants du risque de change
- Techniques de couverture du risque et stratégies
- Conclusion

I. LES DÉTERMINANTS DU RISQUE DE CHANGE

I.1. Définition générale du risque de change

C'est le risque lié à la variation du cours des devises.

I.2. Exposition au risque et position de change

I.2.a. L'exposition au risque

Toutes les entreprises ne subissent pas avec la même intensité le risque. En effet l'exposition est très variable selon les entreprises, car elle peut résulter :

- des activités économiques de l'entreprise : le degré d'ouverture à l'international, l'importance des flux d'exportations ou d'importations traités en devises, la nature et le nombre des devises dans lesquelles s'opèrent les échanges conditionnent l'étendue de l'exposition. La longueur du cycle de production et de règlement influe également, parfois de façon prépondérante, sur l'importance du risque.
- des opérations financières réalisées en devises : l'importance des opérations de prêts ou emprunts en devises étrangères ou les investissements de portefeuille sur des actions étrangères.
- des investissements directs à l'étranger : le risque résulte alors d'une dépréciation des actifs libellés dans la devise du pays d'accueil. Il s'agit alors d'un risque systémique, de long terme, très difficile à couvrir.

I.2.b. La position de change :

- C'est la différence, par date de valeur et par nature de devise, entre les montants à recevoir et à livrer.
- On parle de "position longue" lorsque les avoirs sont supérieurs aux dettes dans la même devise et de "position courte" dans le cas contraire.
- Après compensation seul le risque résiduel subsiste. Le "netting" permet ainsi de compenser les créances et dettes en devises similaires pour éradiquer le risque de change sur ces opérations symétriques.
- Par ailleurs le termaillage (*leads and lags*) permet de jouer sur les échéances en décidant par exemple d'anticiper les règlements dans une monnaie dont on peut craindre l'appréciation ou, ce qui est bien sûr plus difficile, de retarder les règlements dans les devises dont on peut espérer la dépréciation.

On comprend bien, dès lors, que ces déterminants du risque de change sont très variables d'une entreprise à l'autre et nécessitent en conséquence une stratégie appropriée.

I.3. Les étapes d'une stratégie de couverture

I.3.a. Définir les besoins :

Selon les situations il convient tout d'abord d'identifier la nature des besoins. Ceux-ci dépendent essentiellement de la nature de l'exposition au risque de change que peut subir l'entreprise en raison des opérations qu'elle est amenée à traiter en devises, donc de son exposition au risque de change (voir les principaux cas ci-dessus).

Il est à noter cependant que parfois, même en l'absence d'opérations avec l'étranger, l'entreprise peut supporter un risque lié au variation du taux de change. Ainsi le renchérissement du prix du pétrole ou de certaines autres matières premières lié à l'évolution du cours du dollar peut entraîner des conséquences directes ou indirectes parfois fortes pour des entreprises dont la rentabilité dépend de ces approvisionnements. Cela étant on voit bien dans ce cas toute la difficulté de définir avec précision les besoins et encore plus de mettre en place une couverture appropriée.

I.3.b. Évaluer l'exposition au risque

Le degré exposition au risque pourra être évalué en fonction notamment des paramètres suivants :

- degré de volatilité des devises dans lesquelles l'entreprise est amenée à opérer.
- pourcentage des comptes clients ou fournisseurs en devises étrangères par rapport à son chiffre d'affaires .
- sensibilité de la rentabilité de l'entreprise à la variation du taux de change.
- dates d'échéances des créances et dettes en devises et prises en compte des éventuelles possibilités d'appariement de celles-ci.
- caractère certain ou conditionnel des montants et des dates de règlement des exportations.
- nature et montants des investissements et actifs à l'étranger .

I.3.c. Fixer le niveau d'acceptation du risque

Toute technique de protection du risque de change a en effet un coût. Il est donc nécessaire pour procéder à un calcul d'optimisation de se fixer un niveau d'acceptation du risque. Une protection intégrale peut s'avérer en effet très coûteuse et ne pas être en rapport avec les effets bénéfiques attendus de la protection. Dès lors, pour chaque situation évaluée précédemment, les entreprises auront le choix entre 3 stratégies :

- absence de couverture
- couverture sélective
- couverture intégrale

L'évaluation de l'exposition au risque, combinée avec le niveau d'acceptation déterminera alors le choix de l'entreprise.

Ainsi lorsque le risque est jugé trop faible ou d'importance relativement modérée sur la rentabilité de l'entreprise on peut envisager l'absence de couverture. Dans d'autres cas, le risque sera accepté jusqu'à un certain seuil au delà duquel la mise en place d'une couverture sera déclenchée. Enfin, lorsque le niveau de risque est jugé insupportable,

la protection sera mise en place à 100% dès la conclusion des contrats (cas très rare en pratique).

I.3.d. Choisir l'instrument de couverture

Les étapes précédentes ayant permis de caractériser la nature et l'étendue de la protection jugée souhaitable, il convient alors de choisir l'instrument le plus approprié et le moins coûteux parmi ceux disponibles.

La connaissance des caractéristiques principales de ces outils (voir infra) est alors essentielle pour faire un choix judicieux.

I.3.e. Mise en œuvre et suivi de la couverture

La mise en place des instruments de couverture suppose souvent un suivi précis et rigoureux de l'évolution du taux de change afin d'ajuster en temps voulu la protection si le besoin s'en fait sentir ou, le cas échéant, d'enclencher la mise en œuvre de la protection lorsqu'un seuil est atteint ou encore de dénouer certaines positions.

II. TECHNIQUES DE COUVERTURE ET STRATÉGIES

II.1. Le change à terme

II.1.a. Définition

Opération qui consiste à acheter ou à vendre une devise à un cours fixé immédiatement, mais pour une livraison à une date future prédéterminée.

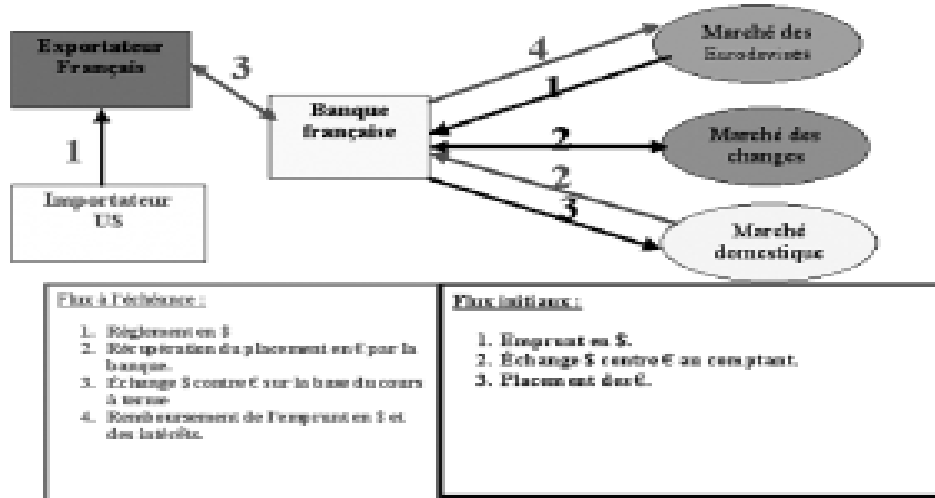
II.1.b. Fonctionnement

L'importateur achètera à terme la devise concernée pour régler son importation et l'exportateur vendra à terme la devise.

II.1.c. Exemple de couverture à terme d'une exportation :

Exemple : on suppose une opération commerciale portant sur une livraison de biens entre un exportateur français et un importateur américain. La monnaie de facturation et de règlement est le dollar avec un règlement à 90 jours.

Voir schéma page suivante

Couverture à terme d'une exportation

Analyse : l'exportateur est donc en situation de vendre à terme du dollar à terme. Il peut donc s'adresser à sa banque pour lui passer un ordre de vente de dollar à terme. La banque, qui agit en couverture (voir schéma), procède alors aux opérations suivantes :

- 1° La banque emprunte des USD sur le marché américain au taux TE
- 2° Elle échange au comptant ces USD contre des euros
- 3° Elle place les euros sur le marché français au taux TN
- 4° À l'échéance, lorsque l'exportateur vend les \$ reçu à sa banque, la banque rembourse l'emprunt en USD et les intérêts.

Pour la banque, il faut que la somme obtenue au 4° couvre son décaissement. C'est ainsi qu'est établi le cours à terme (voir paragraphe suivant). Celui-ci ne dépend donc que du différentiel d'intérêt qui peut exister entre les deux places financières (USA/EU). L'exportateur français, quant à lui, est garanti d'un prix de vente du dollar au terme convenu.

II.1.d. Fixation du cours à terme

Comme indiqué précédemment le cours à terme d'une monnaie dépend exclusivement du différentiel de taux qui existe sur les devises qui font l'objet de l'échange.

Le cours à terme est donc celui qui permet d'égaliser les flux au comptant et à terme en prenant en compte ce différentiel d'intérêt.

Ainsi, selon les cas, on aura un déport ou un report sur la devise et la relation cours à terme = cours au comptant + le report ou - le déport

La fixation du cours à terme.

Relation entre cours au comptant et cours à terme

$$\boxed{\text{Cours à terme}} = \boxed{\text{Cours comptant}} + \boxed{\text{Report}}$$

$$\text{Ou} \quad \boxed{\text{Cours à terme}} = \boxed{\text{Cours comptant}} - \boxed{\text{Déport}}$$

Ou

$$\boxed{CT} = \boxed{CC} \times \left[\frac{1 + T_N (n / 360)}{1 + T_E (n / 360)} \right]$$

Notions de report et de déport

Si $T_N > T_E$	$CT > CC$	Report (devise) ou déport (monnaie nationale)	La devise est achetée (ou vendue) <u>plus cher</u> à terme qu'au comptant.
Si $T_N < T_E$	$CT < CC$	Déport (devise) ou report (monnaie nationale)	La devise est achetée (ou vendue) <u>moins cher</u> à terme qu'au comptant.

II.1.e. Efficacité de la couverture par le change à terme

Simplicité de mise en œuvre, coût réduit et fixation immédiate du cours de la transaction en sont les principaux avantages mais il est impossible de bénéficier d'une éventuelle évolution favorable du cours. La position est "figée".

Un risque subsiste en cas d'opération conditionnelle (réponse à un appel d'offre international par exemple), sauf à prendre une position inverse.

On peut bénéficier du déport à l'import et du report à l'export.

Certaines banques proposent des contrats à terme particuliers :

- "terme ascenseur" : permettant de fixer un cours limite garanti et de profiter d'une évolution favorable du cours tant que celui-ci ne franchit pas une certaine borne.
- "terme flexible" : permettant d'obtenir un cours garanti pendant une période définie.

II.2. Les swaps de change et swaps de devises

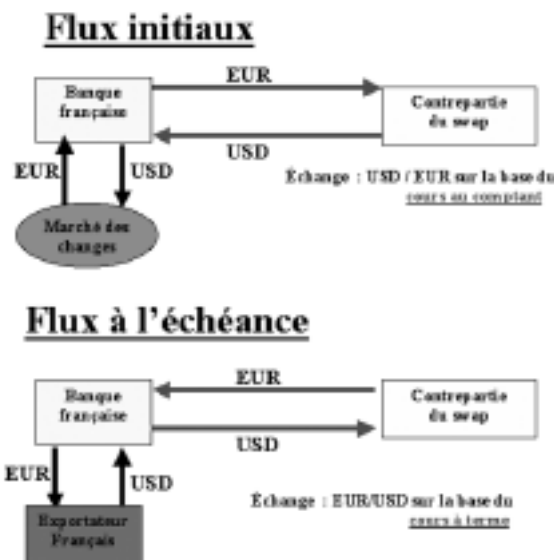
II.2.a. Définition

C'est un échange (ou "troc") de devises. On distingue le "swap de change" et le "swap de devises" :

- Swap de change (ou swap cambiste) : c'est une double opération de change dont l'une est faite au comptant et l'autre à terme. Ainsi on aura achat (ou vente) au comptant contre une vente (ou achat) à terme de la devise.
- Swap de devises : l'échange des capitaux et des intérêts se fait sur la base du cours au comptant.

II.2.b. Comparaison des deux swaps :

- Différence de maturité : court terme, pour le swap de change, et moyen ou long terme, pour le swap de devises.
- Impact des flux financiers : dans le swap de change le différentiel d'intérêts est capitalisé pour constituer le cours à terme. Dans le swap de devises les intérêts sont échangés périodiquement de façon séparée.

II.2.c. Schéma d'un swap de change**Schéma d'un swap de change**

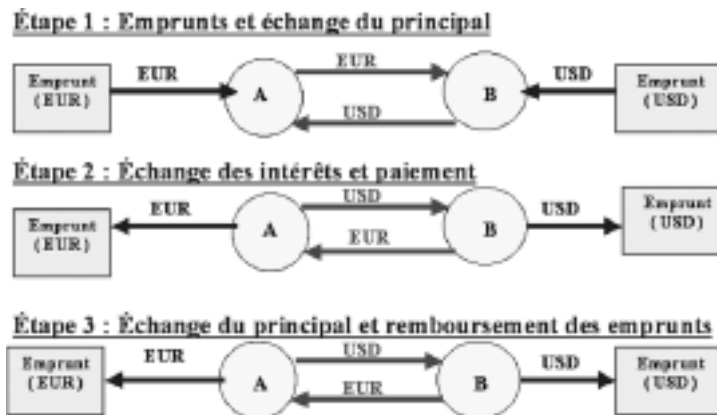
Exemple : dans le schéma ci-dessus on reprend l'exemple de l'opération traitée précédemment entre l'exportateur français et sa banque dans le cadre de la couverture à terme, mais on se place cette fois ci du point de vue de la banque qui est en position de devoir vendre du dollar à terme.

Analyse : plutôt que d'emprunter des dollars pour les échanger au comptant contre des euros puis de prêter les euros sur le marché national, la banque peut convenir avec une autre banque d'un swap au terme duquel elle échangera, sur la base d'un cours au comptant, les dollars contre des euros pour récupérer à terme des euros contre des dollars sur la base du cours à terme. Ainsi seul le différentiel d'intérêt (déport ou report) est à régler entre les deux banques, c'est ce qui représente la valeur du swap.

II.2.d. Schéma d'un swap de devises

Exemple : deux entreprises A et B (par exemple deux sociétés d'un groupe international) sont implantées respectivement en France et aux USA. Elles ont toutes deux besoin d'emprunter un même montant dans la devise qui n'est pas celle du pays

dans lequel elles sont installées.



Analyse : au terme d'un accord de swap, il est convenu que chacune empruntera sur son marché pour ensuite s'échanger les capitaux correspondants sur la base du cours au comptant convenu au départ.

On aura donc un échange initial EUR/USD. Puis, les intérêts seront ensuite échangés également sur la base du même cours. Enfin, à l'échéance les capitaux seront échangés pour permettre le remboursement des emprunts initiaux. Les deux sociétés sont ainsi protégées de tout risque de change mais elles peuvent aussi optimiser l'accès aux ressources locales aux meilleures conditions.

II.2.e. Efficacité de la couverture par les swaps

Ils permettent une protection à coût réduit contre le risque de change, si l'opération est adossée. En outre, les swaps de devises permettent une protection à long terme du risque de change lié à une opération d'investissement à l'étranger...

Mais les swaps permettent aussi :

- de financer des filiales à l'étranger à moindre coût,
- d'optimiser la gestion des flux financiers entre filiales en centralisant la gestion de trésorerie,
- d'émettre sur le marché euro-obligataire aux meilleures conditions.

Les limites essentielles sont :

- Le risque de contrepartie et/ou les garanties parfois exigées.
- Le caractère "figé" de la protection.

II.3. L'option de change

II.3.a. Définition

Une option change confère à celui qui l'achète (en payant une prime) le droit d'acheter

(*call*) ou de vendre (*put*), une devise déterminée à un prix convenu dès le départ (prix d'exercice) pour une échéance déterminée.

II.3.b. Fonctionnement

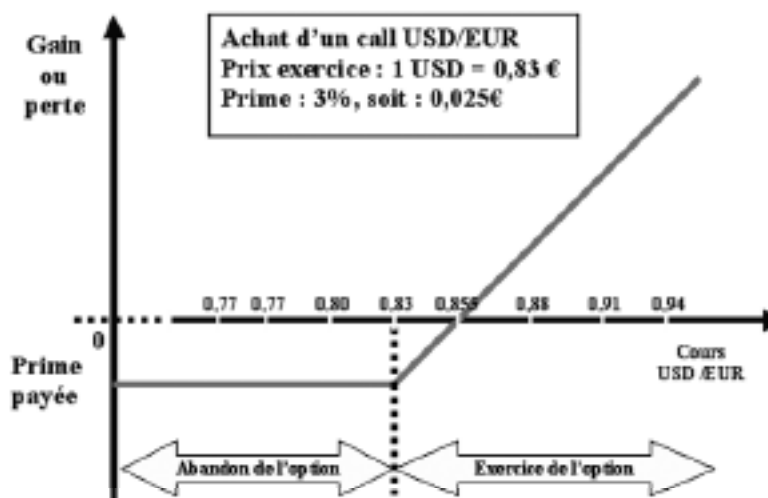
L'acheteur de l'option n'exercera son droit que si l'évolution du cours lui est favorable. Dans le cas contraire, il abandonnera l'option et achètera ou vendra la devise concernée au prix du marché profitant ainsi de l'évolution favorable du cours. Son risque de perte est donc limitée au montant de la prime payée. Par ailleurs les options étant négociables, il est toujours possible de la revendre avant terme en bénéficiant ainsi de l'évolution favorable du prix de l'option.

Le vendeur d'option, quant à lui, perçoit la prime, mais s'engage à vendre (vendeur d'un *call*) ou à acheter (vendeur d'un *put*) la devise concernée au prix fixé.

II.3.c. Exemple de couverture d'une importation par achat d'un call

Exemple : un importateur français doit régler dans un mois ses achats en dollars. Craignant une hausse du dollar, il décide de se couvrir en achetant un « *call USD /EUR* ». Le cours « *spot* » du dollar au moment du contrat est supposé égal à $1\text{USD} = 0,83\text{€}$ (cotation à l'incertain). L'importateur décide donc de l'achat d'un *call* « à parité » (c'est-à-dire à un prix d'exercice égal au cours comptant du dollar). La prime sur le *call* est supposée égale à 3 %, soit $3\% * 0,83 = 0,025\text{€}$.

Exemple de couverture d'une importation par achat d'un call



◀ Si le cours du dollar est supérieur à 0,83 € alors l'acheteur exerce l'option. Il obtient le dollar à un prix garanti de 0,83 plus la prime payée.

◀ Si le cours du dollar est inférieur à 0,83 € alors l'acheteur abandonne l'option. Il perd la prime, mais il achète le dollar au comptant à un prix plus avantageux.

Analyse : le graphique page suivante montre que si le cours du dollar monte la valeur de l'option s'accroît puisqu'elle offre à celui qui la détient la possibilité d'acheter le dollar à un cours moindre que son cours.

- Si le cours du dollar est supérieur à 0,83 € alors l'acheteur pourra exercer l'option. Il obtiendra alors le dollar à un prix garanti de 0,83 €, plus la prime payée, soit $0,83 + 0,025 = 0,855$ € .
- Si le cours du dollar est inférieur à 0,83 € alors l'acheteur abandonnera l'option. Il perdra la prime, mais il pourra acheter le dollar au comptant à un prix plus avantageux.

II.3.d. Combinaisons d'options :

Les combinaisons d'options offrent de nombreuses possibilités, parmi lesquelles on peut citer :

- Le tunnel (ou *collar*) : 2 possibilités selon la position de l'opérateur :
 - achat d'un call et vente d'un put
 - achat d'un put et vente d'un call

On peut alors s'assurer que le prix d'achat ou de vente de la devise se situera dans une certaine fourchette, moyennant le paiement d'une prime réduite voire nulle.

- Option barrière : la barrière peut soit être au dessus ou en dessous du cours actuel de la devise et elle peut être activante ou désactivante :
 - activante (*knock-in*) : L'option peut être exercée seulement si la barrière est franchie avant l'échéance.
 - désactivante (*knock-out*) : L'option peut être exercée dès le début mais elle disparaît définitivement si la barrière est franchie.

Dans les deux cas, il s'agit que le cours touche ou franchisse la barrière n'importe quel jour avant l'échéance pour activer / désactiver l'option.

II.3.e. Efficacité de la couverture par les options de change

L'avantage principal des options de change réside dans la possibilité qu'elles offrent de profiter de l'évolution favorable des cours. La position n'est donc pas figée.

Mais la prime à payer peut s'avérer élevée surtout sur des devises de forte volatilité et pour des échéances éloignées.

De nombreuses combinaisons sont possibles pour ajuster au mieux la couverture, mais certains montages peuvent s'avérer parfois très spéculatifs.

Ce type de couverture suppose une bonne maîtrise de la technique et nécessite un suivi précis et rigoureux

Les warrants de devises, dont le marché se développe, reposent sur le même mode de fonctionnement.

CONCLUSION

Face à un environnement financier plus turbulent, les entreprises disposent à présent d'outils de protection relativement efficaces.

Mais l'efficacité des instruments de couverture et leur sophistication croissante ne doit pas faire oublier les dangers et limites de leur utilisation :

- La nécessaire maîtrise des outils et le contrôle : Ceci fait que les entreprises exportatrices de taille modeste sont généralement moins bien armées pour faire face à ce risque et se limitent souvent à l'utilisation des techniques les plus simples : change à terme, avance en devise à l'exportation, garantie COFACE,..)
- Les conséquences macro-économiques : L'ampleur actuelle des mouvements internationaux de capitaux et les déséquilibres macro-économiques persistants au niveau mondial sont porteurs de graves déséquilibres de change à court terme mais aussi à long terme. Or la protection d'un risque devenu systémique et de long terme semble bien délicate, voire impossible, pour les entreprises quels que soient les instruments de couverture utilisés.
- La communication financière : les nouvelles normes internationales de comptabilisation des instruments financiers font apparaître un fort enjeu en terme de communication financière. En effet, les règles IFRS stipulent que tout ce qui n'est pas un change à terme ferme (achat ou vente) relève potentiellement de la catégorie des instruments spéculatifs. Une catégorie « infamante » pour un groupe industriel, mais aussi très gênante car, si un instrument spéculatif dépasse la fin de l'exercice comptable, son gain ou sa perte latente doit être comptabilisé. Ce qui introduit dans le compte de résultat une volatilité dont les entreprises préféreront sans doute se passer. Ce phénomène ne risquerait t'il pas d'influer fortement la valeur des entreprises ou de conduire certaines à abandonner certaines outils de protection ?

Vers un environnement financier plus stable ?

Force est ici de considérer que la stabilité monétaire internationale doit être considérée comme "bien public mondial" de première importance pour le développement du commerce mondial et la prospérité des entreprises.

Les évolutions actuelles du système monétaire international, les efforts de régulation des autorités supranationales, parviendront elles à créer un environnement financier plus stable pour les entreprises ? À cet égard l'internationalisation de l'euro est elle de nature à rééquilibrer le système monétaire international ? On peut sans doute l'espérer même s'il est permis d'en douter ?!

Indices boursiers, rentabilité et risque diversifiable à la B.V.C

Khalid Hammes

Professeur assistant à l'Université Mohammed V-Souissi

La gestion de portefeuille suppose le suivi de l'évolution des titres d'un portefeuille, des autres titres susceptibles d'être intégrés dans le portefeuille et du marché boursier dans son ensemble.

Chaque titre a des spécificités individuelles, des caractéristiques sectorielles et des points communs avec les titres d'un marché donné. La spécificité individuelle d'un titre peut apparaître dans l'évolution de son cours. Ses caractéristiques sectorielles peuvent être identifiées à partir de l'évolution des cours des titres appartenant au même secteur ou à partir de l'indice sectoriel.

Quel que soit le titre ou quel que soit le secteur, ils évoluent dans un marché qui peut être suivi à partir des indices boursiers calculés.

Le suivi du cours d'un titre ou d'indice de marché est une forme d'analyse de la rentabilité. Plus un titre est rentable plus il est risqué. De même plus un marché est rentable plus il est risqué. Le rendement et le risque sont inséparables.

La gestion efficace d'un portefeuille suppose, d'un côté, l'intégration de ce couple comme une composante du marché et la possibilité d'effectuer rapidement des ajustements en fonction de l'évolution du marché, d'un autre côté. Cette possibilité d'action rapide suppose l'existence d'un minimum de liquidité du marché.

La Bourse des valeurs de Casablanca (BVC) assure-t-elle cette liquidité ?

Avant d'analyser l'applicabilité de la gestion indicielle à la Bourse des valeurs de Casablanca, il s'avère nécessaire de présenter succinctement les principes de base de la gestion de portefeuille et des indices boursiers.

I . RAPPEL SUCCINCT DES PRINCIPES DE BASE DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE ET DES INDICES BOURSIERS

Si le couple rentabilité-risque est à la base de toute stratégie de gestion de portefeuille, la diversification, au sens de Markowitz¹, en est la règle que tout investisseur doit respecter pour détenir un portefeuille efficient.

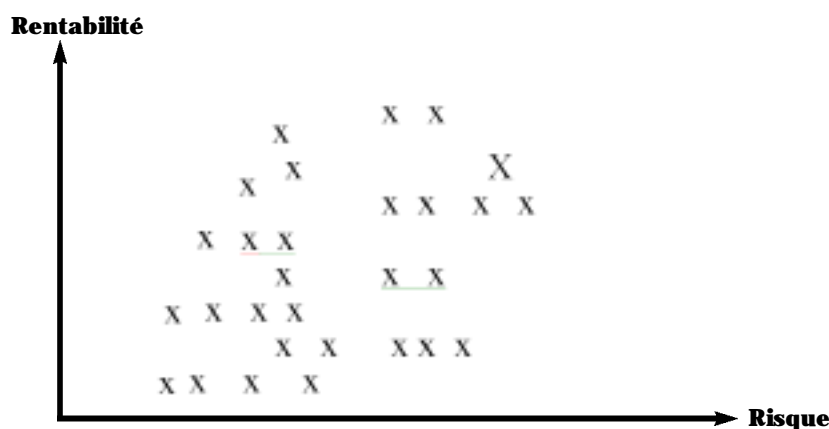
I.1. La rentabilité et le risque

La rentabilité d'un actif financier correspond au revenu qu'il rapporte ainsi qu'à la plus ou moins value éventuelle qu'il dégage.

Lorsque ce placement dure plusieurs période, sa rentabilité n'est autre que la moyenne des rentabilités enregistrées durant les différentes périodes ; alors que son risque n'est autre que la variance ou l'écart type de ces rentabilités.

Si un placement peut prendre différentes valeurs, les variations de ces valeurs (*return*) peuvent être soit supérieures soit inférieures à leur moyenne. Plus la dispersion à cette moyenne est grande, plus le placement est risqué et inversement.

A partir de ces deux caractéristiques (rentabilité et risque) il est possible de présenter un titre dans l'espace rendement risque par un point. Avec plusieurs titres il est possible d'avoir un nuage de points.

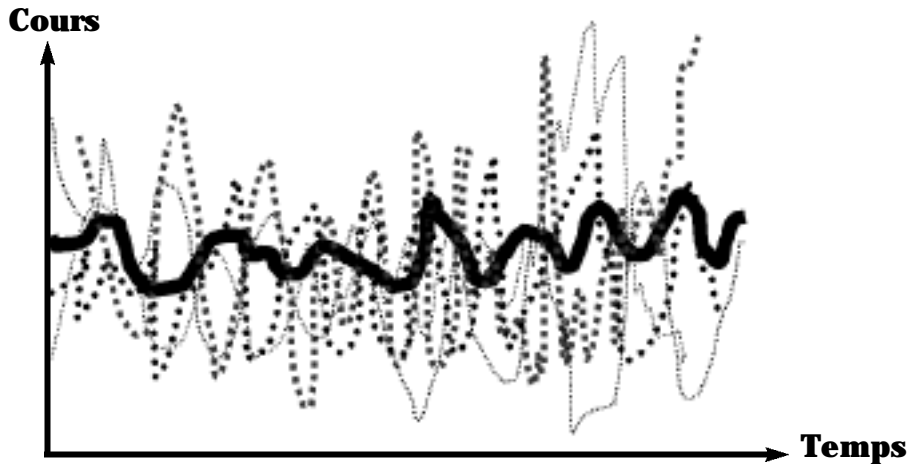


Le nuage de point présenté permet de repérer à un niveau de risque donné le titre le plus rentable et à un niveau de rentabilité donnée le titre le moins risqué (points en gras). Un choix efficient correspond à la sélection d'un titre qui à un niveau de risque donné maximise la rentabilité ou à un niveau donné de rentabilité minimise le risque. Les titres efficientes constituent la frontière d'efficience au sens de Markowitz. Cette efficience est améliorée lorsqu'on présente dans l'espace risque rendement des portefeuilles diversifiés.

⁽¹⁾ **Markowitz H.M.** *Portfolio Selection*, The Journal Of Finance, March 1952, pp. 77-91.

I.2. La diversification

L'adage dit "qu'il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier". Les cours des titres peuvent évoluer différemment (cas des courbes en traits discontinus du graphe suivant) ; mais s'ils constituent un portefeuille et appartiennent à des secteurs différents, ils contribuent à la réduction du risque du portefeuille (cas de la courbe en traits continu et gras du graphe suivant).



Le risque d'un titre ou d'un portefeuille peut être décomposé en risque spécifique et risque systématique².

Le risque spécifique est lié au titre : résultat financier, chiffre d'affaires, part de marché, changement de direction, nature de l'activité, ...

Le risque systématique est lié au marché : le cours d'un titre peut être influencé par l'évolution de ce marché (exemple : tendance haussière à partir de 1996 et chute des cours à partir de 1999 à la BVC).

Plus un portefeuille est diversifié plus l'influence du risque spécifique baisse alors que le risque de marché persiste du fait que le portefeuille est constitué des titres d'un même marché.

Les travaux empiriques³ corroborent l'intérêt de la diversification dans des marchés développés et émergents.

Qu'en est-il de la Bourse des valeurs de Casablanca ?

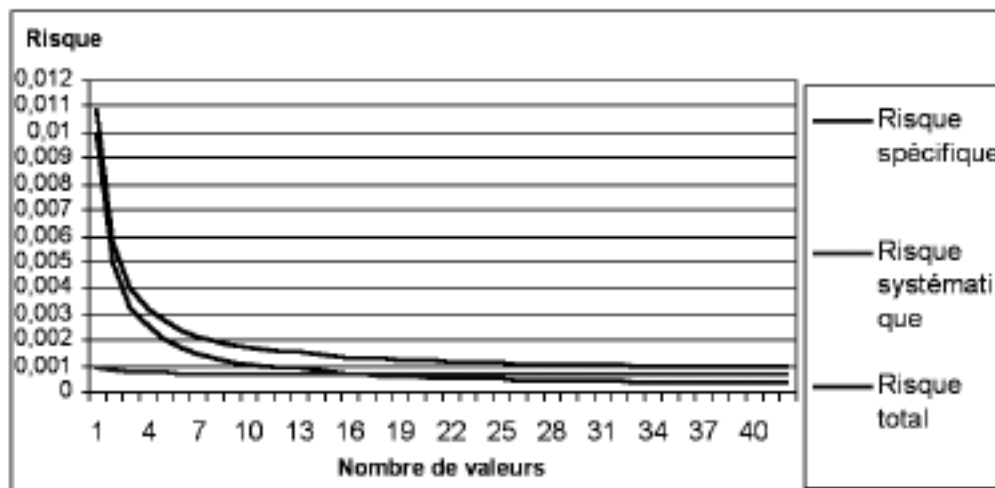
A partir d'un échantillon de 42 portefeuilles, dont la taille augmente au hasard de 1 à 42 titres, il a été possible de tester l'impact de la diversification sur le risque des portefeuilles à la BVC entre 1992 et 1998.

La courbe ci-après trace l'évolution du risque (moyenne des 42 portefeuilles) en fonction de la taille du portefeuille à la BVC.

(2) **Sharpe W.F.** *Risk Market Sensitivity and Diversification*, Financial Analysts Journal, January-February 1972, pp. 74-79.

(3) **Jacquillat B. & Solnik B.** *Marché financier : gestion de portefeuille et des risques* Dunod, 2ème édition, 1996, Paris.

Influence de la diversification sur le risque des portefeuilles à la BVC



Source : KH. Hammes⁴

Le graphique ci-dessus montre que le risque systématique reste quelle que soit la taille du portefeuille. Ce risque n'est autre que la variance de l'indice boursier.

I.3. Les indices boursiers à la BVC

I.3.a. Indice boursier

Un indice boursier est généralement un indicateur de performance ou de rentabilité boursière. Il est une moyenne des cours d'un échantillon représentatif de valeurs du marché boursier. Il est une mesure synthétique des cours d'un échantillon de valeurs mobilières. Cette mesure peut être différente d'un indice à un autre. Pour un même marché, il est possible d'avoir plusieurs indices calculés différemment. Cette différence peut être liée à plusieurs paramètres dont notamment la nature de la moyenne calculée (arithmétique ou géométrique), la taille de l'échantillon, la nature de l'échantillon, la méthode de pondération (par la capitalisation boursière totale ou le flottant) ou l'objectif du calcul de l'indice.

Dans un marché donné on peut trouver un indice général ou un indice sectoriel, un indice large ou un indice à échantillon limité, un indice de performance ou un indice de rentabilité, un indice équi-pondéré ou un indice à pondération différenciée, un indice calculé par la société gestionnaire du marché ou un indice calculé par des institutions financières, etc.

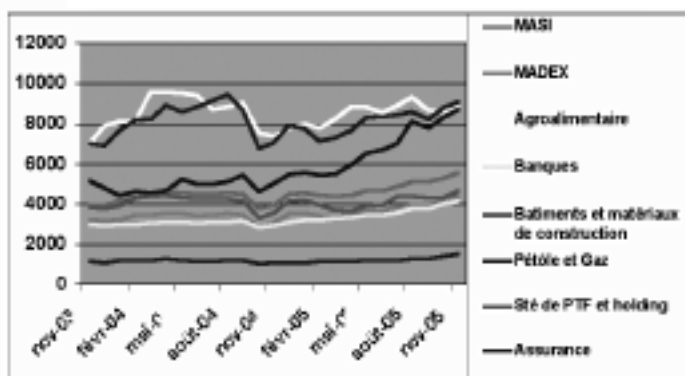
(4) **HAMMES Kh.** *L'applicabilité du modèle de marché à la Bourse de Casablanca* Thèse de doctorat, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales de Rabat-Agdal, Juin 2001.

I.3. b. les indices boursiers et Bourse des valeurs de Casablanca

Jusqu'à la fin de l'année 2001, la performance de Bourse des valeurs de Casablanca était mesurée par trois indices : IGB, CFG25, USI10. A partir de décembre 2001, une batterie d'indices a été lancée par la société gestionnaire pour suivre la performance et la rentabilité du marché (MASI, MADEX, MASI RB, MASI RN, MADEX RN, MADEX RN)⁵ et la performance des secteurs cotés à la bourse.

Le graphe ci-après trace l'évolution de quelques indices calculés par la Bourse des Valeurs de Casablanca de novembre 2003 à novembre 2005.

Évolution de quelques indices de la BVC

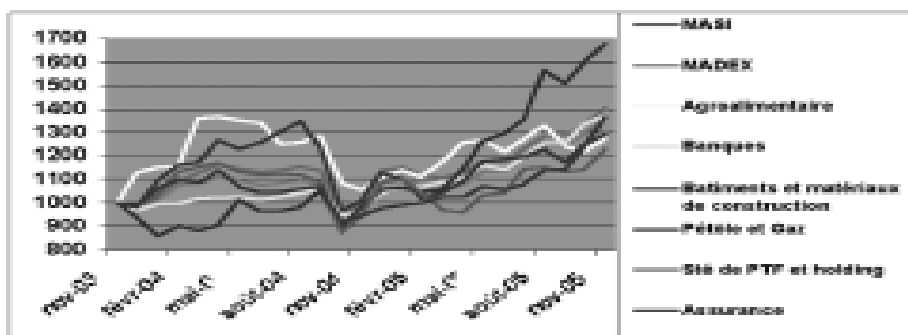


Source : BVC

Même si les différents indices ont la même tendance, ils n'ont pas la même dynamique. Cette différence est liée à la nature de chaque indice.

Afin de mieux suivre ces différents indices, il est possible de prendre par exemple la valeur de 1000 en novembre 2003 comme point de base et tracer ces indices en les ramenant à cette référence.

Évolution de quelques indices de la BVC (base 1000 novembre 2003)



Source : BVC

(5) www.casablanca-bourse.com

Le graphe ci-avant montre qu'au cours de deux ans, le secteur pétrole était le plus rentable alors que celui des sociétés de portefeuilles et holding a été le moins rentable. En contrepartie le premier secteur a été plus risqué que le deuxième.

Par ailleurs, en plus de mesurer de la performance ou la rentabilité du marché, un indice boursier peut être utilisé comme une référence permettant de relativiser les performances affichées par un gérant de fonds.

En effet, un portefeuille qui affiche une rentabilité supérieure à celle du marché ne peut être considéré comme efficient que si son niveau de risque est le même que celui du marché. Dans cette situation on peut dire que le gestionnaire du portefeuille en question a pu "battre" le marché.

Mais ce gestionnaire peut-il battre le marché d'une manière continue ?

La réponse à cette question soulève celle de l'efficience du marché. En prenant en considération la non-efficience du marché, l'intérêt de la diversification, l'importance des coûts de transaction et le faible niveau de liquidité du marché boursier marocain, il est possible d'envisager une gestion indicielle.

II. APPLICABILITÉ DE LA GESTION INDICIELLE À LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA

II.1. La gestion indicielle

Le principe de base de la gestion indicielle⁶ est de choisir un indice comme référence (*benchmark*). La gestion indicielle permet d'avoir des portefeuilles diversifiés, relativement stables, ayant un taux de rotation assez faible, ce qui limite les coûts de transaction. L'élément clé de la gestion indicielle est le choix de l'indice. Ce choix dépend en général de la stratégie de gestion adoptée par le gestionnaire. Cette gestion peut être passive, comme elle peut être active.

La gestion indicielle passive suppose une duplication de l'indice de référence. Cette duplication peut être pure, synthétique ou statistique. La performance recherchée est celle de l'indice de référence. Elle peut être atteinte en ajustant d'une manière continue le portefeuille en fonction du changement de la pondération de l'indice de référence. Or, comme au niveau d'un marché boursier donné la composition et la pondération d'un indice de référence ne changent que peu fréquemment, les problèmes de liquidité et des coûts de transaction sont évités.

La gestion indicielle active ou "tiltée" a pour objectif de "battre" l'indice de référence sans exposer le portefeuille à un risque de marché supérieur à celui de l'indice. C'est à dire créer un écart de performance.

Cet écart peut être créé en partant d'un portefeuille identique à l'indice de référence tout en sur-pondérant ou en sous-pondérant les titres constituant le portefeuille en recourant à un suivi individuel des titres.

(6) **Amenc N. & Le Sourd V.** *Gestion quantitative des portefeuilles d'actions* Economica, Paris, 1998.

Comme à la Bourse des valeurs de Casablanca plusieurs indices sont calculés, peut-on appliquer la gestion indicielle active ?

II.2. La BVC, la liquidité et la gestion indicielle

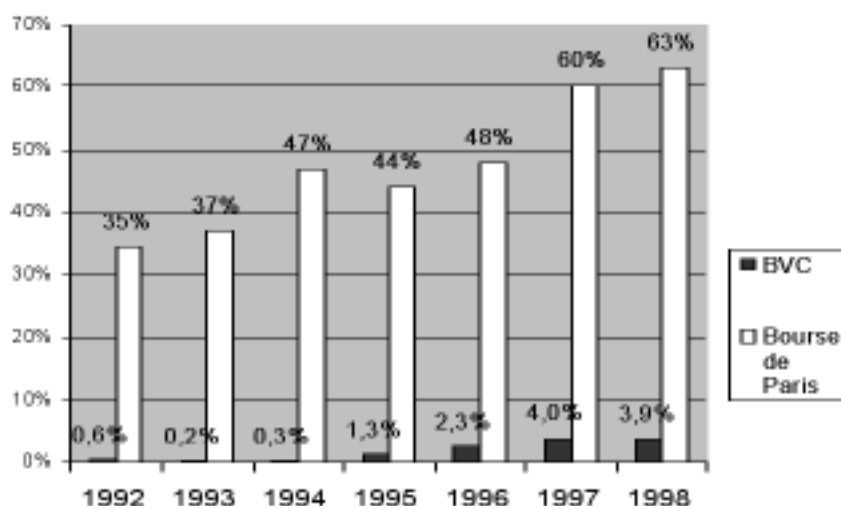
Le fait de publier plusieurs indices boursiers permet aux investisseurs d'avoir plus d'informations sur l'évolution du marché dans son ensemble, des secteurs cotés et des titres les plus liquides.

Mais si la liquidité du marché est toujours très faible, ces indices reflètent-ils vraiment la dynamique du marché ?

À travers les indicateurs taux de rotation des titres et du nombre de séances de bourse où le titre a coté, il est possible d'approcher la liquidité du marché.

Évolution du taux de rotation des titres à la BVC et à la Bourse de Paris

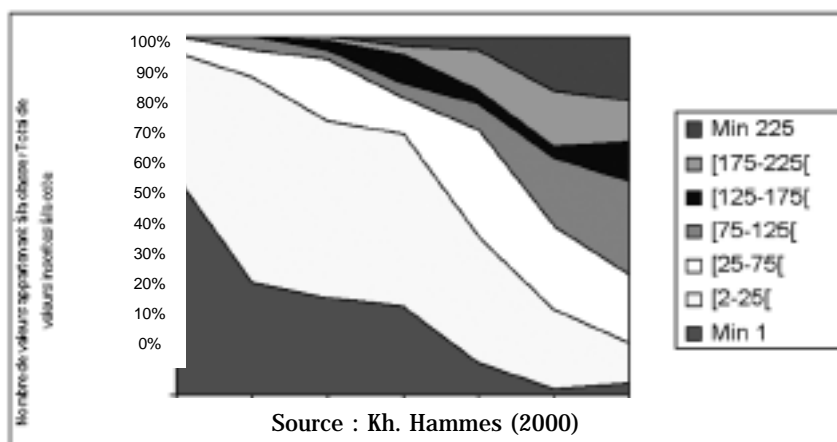
Taux de rotation



Source : M.N. El Kasmi (2000)⁷

⁽⁷⁾ **El Kasmi M.N.** *La capitalisation boursière flottante d'actions : une condition objective de liquidité du marché central de la B.V.C. (1993-1998)* Thèse de doctorat, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales de Rabat-Agdal, 2000.

Évolution de la liquidité des titres mesurée par le nombre de séances de bourse où le titre a côté



Les graphes ci-avant montrent qu'il est difficile de considérer que la bourse des valeurs de Casablanca comme un marché liquide.

Ce problème de liquidité peut ne pas apparaître en se limitant au suivi des indices boursiers. En effet, comme l'indice boursier ne mesure que l'évolution des cours des titres qui le composent et que cette mesure est calculée à partir d'une moyenne, cette dernière n'est pas une mesure de dispersion ni de liquidité. Il peut y avoir des hausses assez importantes qui s'annulent par des chutes aussi importantes.

Par ailleurs, si la majorité des titres évoluent dans le même sens, l'indice peut suivre cette tendance. Mais si cette évolution est liée à un volume de transaction très faible (quantité de titres échangés très faible) comme l'enregistre souvent la BVC, il serait difficile de réaliser des ajustements de portefeuille.

Concrètement si, dans le cadre d'une gestion indicielle active ou passive de portefeuille, l'investisseur doit acheter ou vendre une grande quantité de titre à un moment donné et que le marché ne le permet pas (absence de l'offre ou absence de la demande) ou le permet mais à un cours loin du dernier retenu pour effectuer les calculs, il risque de subir une perte liée au faible niveau de liquidité du titre en particulier et du marché en général. Ce qui limite les possibilités de réaliser au moins la performance de l'indice.

Dans un marché faiblement liquide, il est difficile de se baser sur un indice pour effectuer des ajustements du portefeuille car, par nature, un indice boursier ne mesure que la moyenne des cours des titres et non pas la liquidité des titres.

Ainsi on est passé d'une étape où la BVC calculait un seul indice à une autre où plusieurs indices sont calculés.

Ces indices peuvent donner plus d'informations mais celles-ci doivent être analysées avec prudence du fait que la liquidité du marché ne s'est pas améliorée. Or c'est cette liquidité qui permet de suivre la dynamique du marché et d'effectuer des arbitrages.

Afin de minimiser le risque, de contourner l'illiquidité du marché, de diversifier d'une manière assez efficiente un portefeuille, il est possible de développer des fonds indiciels et des produits dérivés sur indices (contrats à terme et/ou options).

CONCLUSION

La diversification permet de réduire le risque. Mais plus la taille du portefeuille augmente, plus sa gestion demande des coûts et risque d'être pénalisée par un marché faiblement liquide.

Le problème de la liquidité peut être contourné par une gestion indicielle. Or cette dernière exige à son tour un minimum de liquidité.

Pour pouvoir juger une gestion de portefeuille on a besoin d'un indice pour mesurer la performance relative du portefeuille.

Mais, la réalité de la BVC pose plutôt un problème structurel de liquidité de marché que de choix de l'indice de référence. Ce problème de liquidité peut être contourné par le développement des fonds indiciels et d'un marché des produits dérivé. Ces fonds et ces produits peuvent-ils constituer un effet de levier permettant la dynamisation du marché boursier marocain ?

... La place de Casablanca est-elle prête à les intégrer ?

SOMMAIRE

Programme	5
Liste des intervenants	7
Allocutions d'ouverture	9
- <i>Discours d'ouverture des Journées de l'Économie-Gestion</i> Bachir Salhi (Directeur de l'ENSET de Mohammedia)	
- <i>Discours inaugural des Journées de l'Économie-Gestion</i> Pierre Appriou (conseiller de coopération adjoint du SCAC de Rabat)	
- <i>Discours de présentation du colloque Marché des capitaux et financement d'entreprise</i> Jean-Claude Billiet (Inspecteur Général de l'EN)	
- <i>Discours d'ouverture des travaux du colloque Marché des capitaux et financement d'entreprise</i> Lahcen Oulhaj (Doyen de la faculté de droit de Rabat Agdal)	
Le comportement des entreprises cotée	19
- <i>La communication financière en question</i> Jean-Jacques Benaïem (professeur agrégé d'économie et gestion)	
- <i>Le rachat d'actions : régulation des cours ou manipulation ?</i> Youssef Benkirane (président de l'APSB, directeur général de BMCE Capital Bourse)	
Marché financier et intermédiation bancaire	31
- <i>L'évolution du statut et des stratégies des principales bourses mondiales</i> Jean-François Lemette (professeur de l'université Paris Sud XI)	
- <i>Marché monétaire et financement d'entreprise</i> Mohamed Aboutahir (chef du département économie-gestion de l'ENSET de Mohammedia)	
Régulation et marchés financiers	55
- <i>L'impact des IFRS sur l'analyse et l'interprétation des documents financiers</i> Michel Darbelet (maître de conférences de l'université Paris Sud XI)	
- <i>Mécanismes de sécurisation du marché boursier de Casablanca</i> Mouad Tanouti (responsable du service Bourse au sein du CDVM)	
- <i>L'intermédiation boursière au Maroc : état des lieux et perspectives</i> Hicham Cherradi (responsable des sociétés de bourse au sein du CDVM).	
Risque et marché financiers	93
- <i>La gestion du risque de change</i> Jean-Marc Buysschaert (professeur agrégé d'économie et gestion)	
- <i>Indices boursiers, rentabilité et risque diversifiable</i> Khalid Hammes (enseignant chercheur, vice-doyen de l'université Mohammed V de Rabat Souissi)	

Remerciements :

Bachir Salhi et Omar Bouattane,
directeur et directeur-adjoint de l'ENSET de Mohammedia

Michèle Cambra,
attachée de coopération au SCAC de l'Ambassade de France au Maroc

Jean-Claude Billiet,
Inspecteur Général de l'Éducation Nationale

Sabine Sépari,
maître de conférence de l'université Paris Sud XI

Centre Monnaie-Finance-Banque, notamment Mohamed Raja Amrani
université Mohamed V de Rabat-Agdal

Mohamed Aboutahir,
chef du département économie-gestion de l'ENSET de Mohammedia

Pierre Célier
Professeur à l'ENSET de Mohammedia

**Le contenu des communications reproduites dans ces Actes
n'engage que la responsabilité de leurs auteurs respectifs.**

Tous droits de reproduction et de diffusion réservés © 2006



ENSET de Mohammedia
les 05 et 06 décembre 2005

