

893

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM),
nouveaux enjeux et nouveaux risques autour de la gestion
de la trésorerie des entreprises

Mai 2005

Par :

Papa Amadou DIOP

Docteur d'Etat en Sciences de Gestion

Résumé :

L'avènement d'un contexte institutionnel nouveau, en particulier la BRVM, opérationnelle depuis le premier trimestre de l'année 1998, a suscité beaucoup d'espoirs quant aux perspectives de modernisation, de transparence, de sécurisation et d'expansion offertes à nos entreprises. La BRVM a pour objectif d'attirer l'épargne domestique et les capitaux étrangers pour financer les projets porteurs de croissance et de développement économiques. Cette institution financière spécialisée vient combler un vide sur le marché des capitaux de l'espace de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA). Cette initiative constitue une étape importante dans la complexification progressive de nos économies avec tout ce que cela devrait entraîner comme bouleversements dans nos comportements d'acteurs économiques. Outre sa principale mission de renforcement de l'intégration des économies des Etats membres de l'UEMOA et d'accompagnement de la politique économique libérale amorcée dans la zone, la BRVM devrait permettre :

1. le relèvement du taux d'épargne, grâce à la diversification des produits financiers ;
2. le renforcement de la structure financière des entreprises qui pourront mobiliser des capitaux à long terme ;
3. La réduction des coûts d'intermédiation financière par la mise en relation des offres et demandes de capitaux.

La BRVM fait partie des institutions qui ont pour objectifs de soutenir l'activité économique et de stimuler et orienter la production industrielle plus particulièrement. Les titres financiers qui revêtissent aujourd'hui plusieurs formes sur le marché financier vont entraîner de nouveaux enjeux et de nouveaux risques en matière de gestion des entreprises et plus particulièrement leur gestion financière.

SOMMAIRE

Introduction

I – Nécessité de passer d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers

II - Le rôle des banques auprès des entreprises

III – Impact du marché financier sur la gestion de la trésorerie des entreprises

Conclusion

Bibliographie

INTRODUCTION

La trésorerie des entreprises regroupe de nos jours trois grandes familles de la gestion des ressources financières :

- 1- la gestion des flux de trésorerie ;
- 2- la gestion de l'endettement net ;
- 3- La gestion des risques financiers (risques de taux d'intérêt, de change, de liquidité et de crédit).

Le domaine de la trésorerie englobe un ensemble de décisions et d'opérations que les entreprises arrêtent dans une perspective d'ajustement à court terme.

Le trésorier traite la gestion des flux monétaires intervient dans la recherche des fonds et la négociation des conditions bancaires jusqu'au traitement des opérations de marché ainsi que les risques de taux et de change.

Voilà aujourd'hui les fonctions distinctes qui sont regroupées sous la responsabilité des trésoriers des entreprises. Il est vrai que les décisions d'investissement et de financement à terme engagent durablement l'avenir et se prêtent à un effort de préparation rationnel et volontariste. Cependant, la gestion de la trésorerie qui présente plutôt un caractère adaptatif et réactif n'implique ni passivité ni improvisation de la part des responsables de la trésorerie. L'état de la trésorerie de l'entreprise est le plus souvent le signe révélateur de sa santé financière. La décision de dépôt de bilan d'une entreprise est ainsi rendue obligatoire par la loi dès lors que celle-ci n'est plus capable de faire face à ses obligations financières à très court terme. Afin d'éviter de telles difficultés, la gestion de trésorerie regroupe l'ensemble des décisions, règles et procédures qui permettent d'assurer, au moindre coût, le maintien de l'équilibre financier instantané de l'entreprise. La gestion de trésorerie étant une composante principale de la gestion financière, de sa qualité dépend la possibilité pour l'entreprise de faire aboutir ses options stratégiques sur le plan industriel et sur le plan commercial et d'atteindre ainsi ses objectifs globaux.

La gestion de la trésorerie doit aujourd'hui intégrer la gestion dynamique des risques à côté de la gestion des flux monétaires. Cette dimension récente de la fonction de trésorerie implique une évolution de son champ d'activité et des rapports qu'elle entretient avec les différents acteurs internes ou externes à l'entreprise. Le marché financier a introduit de nouvelles possibilités de placement et de financement permettant d'améliorer l'équilibre financier à court terme. Les évolutions rapides qui rythment le quotidien des marchés financiers ont augmenté l'enjeu financier de la gestion de la trésorerie des entreprises. L'on

pourrait citer à titre d'exemple d'évolution rapide la grande volatilité des taux d'intérêt et des parités monétaires. Le gain résultant d'une gestion optimale de la trésorerie contribue à la bonne performance d'ensemble de l'entreprise. Il est reconnu aujourd'hui que le principe de base de la gestion de trésorerie est appelé règle de trésorerie zéro. L'objectif étant de réduire les frais financiers ou d'accroître les produits financiers selon la situation de financement (besoin ou excédent). Pour atteindre l'objectif de trésorerie zéro, des décisions dites d'équilibrage de la trésorerie, sont ainsi prises chaque jour par le trésorier. Faire ses choix en matière de financement ou de placement constitue les tâches à accomplir par le trésorier lui permettant d'éviter le surcoût dû au sous-équilibre : situation de solde nettement débiteur. Le surcoût correspond à la différence entre le taux du découvert et le taux d'un crédit mobilisable.

$$\text{- Coût de sous- mobilisation} = \frac{\text{Nd} \times (\text{Td} - \text{Tf}) + \text{CPFD}}{360}$$

- Avec Nd : Nombre débiteur de la période ;
- Td : Taux du découvert bancaire en % (annuel)
- Tf : Taux du financement en % (annuel)
- CPFD : Commission de Plus Fort Découvert
- Sur-équilibre : Situation de solde nettement créditeur, ce surcoût correspond soit à un coût de surmobilisation d'un crédit, soit à un coût d'opportunité d'un sous- placement.

$$\text{- Coût de surmobilisation} = \frac{\text{Nc} \times \text{Tp}}{360}$$

Avec NC = Nombre créditeur de la période ;

Tp = Taux de placement ou taux d'emprunt en % (annuel)

La recherche de cet équilibrage implique des actions à mener telles que l'aiguillage des opérations par banque (répartition des flux bancaires) et les virements de compte- à compte entre banques (virements de trésorerie).

La gestion des comptes bancaires est l'une des fonctions de la gestion de la trésorerie. D'autres fonctions comme la gestion des risques financiers (risques de taux d'intérêt et de change) entraînent la mise en place de stratégies de couverture pour faire face à ces risques financiers. Les entreprises de l'espace UEMOA sont particulièrement exposées aux fluctuations de taux d'intérêt, de devises, du cours des matières premières.

Ces fluctuations sont devenues si importantes que les entreprises ont découvert de nouveaux risques qui doivent être gérés, faute de quoi leur survie peut être mise en cause. A mesure que ces risques se sont développés et que les acteurs économiques ont pris conscience de leurs effets négatifs, des instruments de couvertures sont apparus, permettant de les réduire fortement ou totalement. Le plus souvent ces instruments ont été développés sur les marchés financiers. Les entreprises sont donc confrontées à quatre grands types de risques de nature financière. D'abord le risque de marché, il se définit comme l'exposition de l'entreprise à une évolution défavorable des taux ou des prix. Il concerne les taux d'intérêts, les taux de change, les cours de matières premières ou des actions :

- le risque de marché est présent à différents niveaux une position (un endettement, la perception dans le futur d'un flux de devises...) une activité (achats facturés dans une devise autre que celle de facturation des ventes...) un portefeuille de titres de placement ou de participations) ;
- le risque de liquidité, il se définit comme l'impossibilité à un moment donné de faire face à des échéances pour plusieurs raisons.
- le risque de contrepartie ou de crédit. C'est le risque de perte sur une créance ou plus généralement celui d'un tiers qui ne paie pas sa dette à temps.

Le risque politique. Il résulte des événements des décisions et des actions d'ordre politique ou administratif, national ou international pouvant entraîner des pertes pour l'entreprise importatrice, exportatrice, travaillant en investissant à l'étranger. L'espace UEMOA n'échappe pas à ces évolutions et les entreprises, les banques surtout, devront intégrer dans leurs stratégies de développement les principes de gestion des risques financiers qui sont évoqués dans le troisième point de ce document.

Mais auparavant, nous ferons ressortir dans un premier point la nécessité de passer d'une économie d'endettement à celle de marchés financiers.

Dans un deuxième, nous évoquerons le rôle que devront jouer les banques auprès des entreprises afin de faciliter ce passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers.

Tout agent économique rationnel a pour objectif financier de maximiser son utilité, c'est-à-dire sa satisfaction immédiate ou potentielle. Ainsi, son comportement est mû par une exigence de rentabilité. L'acquisition d'un titre financier (action ou obligation) est un acte intéressé qui s'analyse comme la renonciation à une satisfaction immédiate au profit d'une satisfaction ultérieure que l'on espère supérieure. C'est cela la notion d'exigence de

rentabilité. Si un flux de 1100 est promis dans un an en contrepartie d'une renonciation à un consommation immédiate de 1000, la rentabilité sur la période considérée est de 10 %.

Ne pas rémunérer cette renonciation revient à privilégier la consommation immédiate et à réduire l'investissement et, de là, à annuler tout progrès.

Sans l'existence de marchés financiers, le risque de se trouver en situation de sous-optimalité est élevé aussi bien par les individus que pour les entreprises. Le marché financier permet de placer ou de lever des fonds, d'allouer les ressources vers les investissements les plus productifs et donc de contribuer à la croissance et à la richesse d'un pays ou d'une région.

Le marché financier est un marché de capitaux de longue durée qui représente l'ensemble des offres et des demandes de capitaux. Son rôle consiste à confronter les investisseurs (en quête d'emploi durable de leurs capitaux) et les utilisateurs qui leur offrent la possibilité de placements de longue durée, notamment en valeurs mobilières ou titres financiers, (actions et obligations principalement). Sur le marché financier, s'échangent les titres financiers qui sont à la fois des titres de propriété (actions) et des titres de créances (obligations). Ce marché aussi, des problèmes de fluctuation des cours des titres financiers et d'évaluation. Les demandeurs de capitaux de longue durée sur le marché financier, sont principalement :

- les entreprises privées pour réaliser leurs investissements et leur développement en général, notamment par l'émission d'actions et d'obligations ;
- les établissements financiers spécialisés dans l'action de prêts à long terme ;
- l'Etat pour financer ses dépenses exceptionnelles de construction, d'équipements économiques, de travaux publics, et éventuellement assurer la couverture des déficits du budget ordinaire ;
- les collectivités publiques ou les établissements publics ou semi-publics (villes, régions, départements, ports autonomes...) et les entreprises dépendant directement ou indirectement de l'Etat, pour financer leurs investissements si leurs ressources propres ne le leur permettent pas.

Les détenteurs de capitaux en quête de placement ne seraient en général pas en mesure, s'ils étaient isolés, de trouver eux-mêmes une bonne utilisation de leur épargne.

D'autre part, les demandeurs de capitaux n'ont pas eux-mêmes l'organisation technique que réclame la collecte des fonds dont ils ont besoin. Il s'avère nécessaire à cet effet de recourir à l'assistance d'intermédiaires et de techniciens du marché financier qui sont notamment :

La situation est radicalement différente pour celui qui se livre à l'intermédiation. il a au passif de son bilan des ressources : les fonds collectés (quelle que soit leur forme : dépôts, obligations, les capitaux propres servant d'ultime garantie à ces créances...) et dispose à l'actif d'emplois (quelle que soit leur forme : dépôts, prêts...).

Ses ressources lui coûtent un taux d'intérêt et ses emplois rapportent un taux de rentabilité ; ces taux apparaissent tous deux dans son compte de résultat en charges et en produits respectivement.

Sa rémunération est donc la différence, la marge entre les deux taux.

Son bilan et son compte de résultat font écran entre les agents à excédents de financement et ceux qui ont des besoins de financement.

Aujourd'hui, les économies de marchés financiers sont caractérisées par la désintermédiation, ce qui se traduit par une part importante :

- des financements obtenus par les entreprises directement sur les marchés de capitaux à long moyen et court termes ;
- des placements réalisés directement par les entreprises ou les particuliers sur les marchés financiers.

I - NECESSITE DE PASSER D'UNE ECONOMIE D'ENDETTEMENT A UNE ECONOMIE DE MARCHES FINANCIERS.

Dans une économie d'endettement (le cas de nos pays), le marché financier est peu développé et, par conséquent, une faible part des besoins des agents économiques déficitaires (par exemple les entreprises ou l'Etat) est financé par émission de titres financiers. Une économie d'endettement est une économie dans laquelle prédomine le financement par crédit bancaire. Les entreprises sont donc fortement endettées auprès des banques qui se refinancent auprès de la BCEAO.

Les banques étant étroitement liées à la BCEAO, celle-ci aura la tendance d'agir sur le niveau d'endettement et donc le niveau d'activité de l'économie. Les taux d'intérêt sur le marché ne reflètent alors pas l'équilibre de l'offre et de la demande de crédits mais un niveau souhaité pour des raisons de politique économique par les Pouvoirs publics. Nos économies présentent les caractéristiques d'une économie d'endettement vu la part du crédit bancaire dans l'endettement des entreprises alors que les obligations n'en représentent qu'une portion très réduite. L'épargne des ménages est placée à court terme auprès des établissements financiers mais l'essentiel reste à être mobilisé.

Une économie d'endettement n'est supportable que dans un contexte inflationniste qui permet aux entreprises nécessairement fortement endettées de ne payer que des taux d'intérêt réels (après prise en compte de l'inflation) nuls ou négatifs et de rembourser leurs créances en monnaie dévalorisée.

L'inflation atténue le risque considérable pris par les entreprises qui n'ont d'autres ressources de financement que l'endettement. seule l'inflation permet de prendre ce risque, et par là même, elle incite l'industriel à agir ainsi. Economie d'endettement et inflation sont donc nécessairement liées, mais le système est pervers car les taux d'intérêts réels servis aux investisseurs sont nuls ou négatifs. Il y a donc spoliation de l'épargne, tout particulièrement de l'épargne à revenu fixe.

Dans ces conditions, le niveau d'épargne est souvent faible, celle qui se constitue se dirige, non vers le financement des entreprises, mais s'investit « dans la pierre » (achats de logements, de terrains...) censée apporter une protection contre l'inflation.

Faute d'offre suffisante, les marchés financiers restent embryonnaires.

Dès lors, les entreprises ne peuvent se financer que par endettement auprès du système bancaire qui se refinance lui-même auprès de la BCEAO, procédé qui entretient l'inflation nécessaire à la pérennité d'une économie d'endettement.

Le risque du prêteur est bien sûr celui que l'entreprise ne dégager pas suffisamment de flux pour pouvoir payer les intérêts dus et assurer le remboursement du capital. Mais tant que les flux sont normalement versés, et même si la situation de l'emprunteur est par ailleurs précaire, l'intermédiaire n'aura pas à passer de provision.

C'est ainsi que dans une économie sans marché secondaire (lieu où se négocie les valeurs mobilières déjà émises), le risque financier de l'investisseur porte sur les flux et la liquidité du titre qu'il détient.

Dans une économie de marchés financiers, l'essentiel des besoins de financement est couvert par l'émission de titres financiers par les entreprises (actions, obligations, billets de trésorerie...) souscrits par les investisseurs. Une économie de marchés financiers est caractérisée par l'appel direct à l'épargne publique. A l'inverse, une part importante des placements des agents excédentaires se fait directement sur les marchés financiers par souscriptions ou achats d'actions, d'obligations, de billets de trésorerie, de certificats de dépôts, d'actions de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), de parts de fonds commun de placement (FCP).

L'intermédiation cède le pas à l'intermédiaire, les établissements financiers faisant évoluer leur rôle vers le déplacement de titres émis par les entreprises auprès des investisseurs.

Ainsi, l'essor des billets de trésorerie a conduit les banques à généraliser les clauses d'indexation sur les taux du marché monétaire pour les crédits à court terme. La même évolution s'est faite pour les crédits à moyen et long termes. Par ailleurs, du côté des ressources, les intermédiaires financiers ont enregistré une décroissance de la part des liquidités traditionnelles à taux réglementés (livret d'épargne par exemple) et ont dû augmenter celles des ressources à taux de marché (certificats de dépôt...) naturellement plus coûteuses.

Dans une économie de marchés financiers, le risque est totalement différent de celui d'une économie d'endettement : il porte moins sur la perception des flux que sur la valeur du titre. La logique de l'investisseur financier est d'avoir une double rémunération : la rémunération du temps et celle du risque d'autre part, l'investisseur est libre d'acheter ou non un titre financier, libre de le conserver ou de le vendre grâce au marché secondaire.

II - LE ROLE DES BANQUES AUPRES DES ENTREPRISES

Au Sénégal, l'assainissement du secteur bancaire au sortir de la crise de 1989, a permis une hausse de l'activité bancaire, ainsi qu'un climat de concurrence avec la présence de douze banques primaires sous le contrôle de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). Le rapport 2001 de la Commission Bancaire de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) révèle l'existence de créances brutes en souffrance de l'ordre de 135,5 milliards de FCFA.

Des travaux qui ont été menés par l'Association des Professionnels des Banques et Etablissements Financiers (APBEF), révèlent également qu'au 31 décembre 2002, une proportion de 56,9 % des crédits compromis datent de plus de 5 ans et 38,9 % de plus de 10 ans.

Malgré la reprise constatée depuis 1994, des difficultés persistent dans ce secteur, difficultés liées au recouvrement des créances, à la réglementation prudentielle, à l'environnement économique...

Le taux de bancarisation est de 6 % seulement au Sénégal et le taux d'épargne ne dépasse pas 13% de notre PIB.

Sans doute, cette situation serait la conséquence de la faible évolution de notre système financier qui présente toujours les caractéristiques d'une économie d'endettement.

Le rôle premier d'intermédiation des banques reste assuré par celles que l'on nomme les banques primaires ou commerciales ; elles servent d'intermédiaires entre les agents à excédent de financement dont elles collectent les ressources et les agents à besoin de financement à qui elles prêtent ces ressources.

Les banques prêtent ainsi des fonds, « sur leur bilan », aux agents en général, et aux entreprises en particulier. Elles assument les risques liées à ces prêts et doivent par conséquent, avoir une surface financière suffisante pour faire face à ces risques.

Un portefeuille important de prêts permettra également de réduire le risque en se fondant sur la loi des grands nombres : toutes les entreprises ne peuvent pas faire défaut en même temps. La banque commerciale est une activité extrêmement concurrentielle, où les marges après prise en compte du coût du risque sont peu élevées. En effet, le prêt bancaire est un produit standardisé qui permet ainsi aux entreprises de faire jouer aisément la concurrence.

Certains services annexes ont été développés par les banques commerciales pour compléter leur offre aux entreprises et renforcer leur valeur ajoutée (la gestion de la trésorerie des entreprises est un exemple de cette diversification de l'offre bancaire).

Cependant, la mise en place d'un marché financier mieux structuré et plus évolué exige que les banques développent des services pour aider les entreprises à accéder directement aux marchés. Ce sont généralement des activités d'investissement bancaire menées par ce que l'on nomme les banques d'affaires. au Sénégal, la distinction banque commerciale et banque d'affaires n'est pas effective. Les banques sont à la fois des banques de dépôts, d'affaires et de crédit à moyen et long termes.

Ces banques devront ainsi accompagner les entreprises dans leur recherche de financement de marché en développant les services suivants :

- Accès au marché des actions : la banque assiste l'entreprise pour son introduction en bourse, puis dans les opérations d'augmentation de capital qui suivent : elle contribue à préparer et réaliser ces opérations. Elle peut également conseiller l'entreprise dans l'émission de produits qui deviendront à terme des actions (bons de souscription d'actions, obligations convertibles).
- Accès au marché obligataire : de même la banque pourra assister les moyennes et grandes entreprises à lever de la dette directement auprès d'investisseurs grâce à l'émission d'obligations.
- Conseil en fusions et acquisitions : ce service offert n'est pas directement lié au financement d'entreprises ni aux marchés financiers.

Certaines banques utilisent la connaissance des marchés financiers qu'elles ont développée pour proposer à leur clientèle (particuliers, entreprises ou institutionnels) des produits de placement constitués de portefeuilles de titres cotés ou non (SICAV, FCP). Cette activité est souvent appelée gestion d'actifs.

Ces différents métiers bancaires coexistent aujourd'hui au sein de grands conglomérats financier américains, européens ou asiatiques, ce qui n'est pas sans générer des conflits d'intérêts potentiels, la situation de créancier n'étant pas neutre pour conseiller une entreprise. Ces métiers nouveaux signifieront pour nos banques le recrutement de nouvelles compétences en personnel, la formation continue des personnels existants, le redéploiement dans de nouvelles activités par rapport au marché financier...

III - IMPACT DU MARCHE FINANCIER SUR LA GESTION DE LA TRESORERIE DES ENTREPRISES

3.1.- Les placements sur le marché

Aujourd'hui, les marchés offrent une palette très importante d'instruments de placement : les titres de créances négociables, les valeurs mobilières comme les obligations et les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières), des actifs synthétiques.

Les actifs synthétiques sont obtenus par la combinaison d'un actif physique (obligation par exemple) et d'une position sur un contrat financier.

3.1.1 Les titres de créances négociables

La création des titres de créances négociables (TCN) a permis au trésorier de disposer de nombreux outils de placement aux conditions du marché monétaire. Ces outils peuvent être échangés sur le marché secondaire. Les bons du Trésor qui ont des échéances standardisées bénéficient d'un marché tout à fait liquide.

- ***Les bons du Trésor négociables (BTN) : BTF et BTAN***

Le Trésor émet des bons du Trésor à taux fixe (BTF) et des bons du Trésor à intérêt annuel normalisé (BTAN).

Les BTF sont des titres standardisés : de durée de vie initiale 13,26 ou 52 semaines dans la pratique, aux intérêts précomptés calculés sur la base d'une année de 360 jours de montant nominal (...)

Les émissions sont mises en œuvre par la Banque Centrale selon la technique d'adjudication « à la hollandaise » (une technique d'appel d'offres pour laquelle les ordres sont transmis à la Banque Centrale sous pli cacheté par les établissements financiers pour le compte des investisseurs. Les ordres sont servis aux prix offerts par les adjudicataires, en

servant d'abord les offres dont les prix sont les plus élevés jusqu'à concurrence du montant souhaité par le Trésor. A l'issue du dépouillement, la Banque centrale fait connaître le prix moyen pondéré des demandes services).

Il est rare que les entreprises se positionnent sur le marché primaire qui est un marché de gros montants. L'avantage des BTN réside dans l'extrême liquidité de leur marché secondaire. Le Trésor désigne des établissements financiers plus particulièrement chargés d'animer le marché secondaire : les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT). Ceux-ci s'engagent à proposer des prix à l'achat et à la vente pour un certain nombre de valeurs (BTF, BTAN), (OAT) obligations assimilables du Trésor.

Les avantages de la liquidité et de la signature de l'Etat ont pour contrepartie des taux de rendement des BTN inférieurs à ceux des autres TCN ;

Le trésorier devra être vigilant sur deux points techniques :

- les taux des rendements des BTF et des BTAN ne sont pas directement comparables puisque les BTF sont calculés sur une base annuelle de 360 jours et les BTAN sur une base de 365 ;
- Si la date de paiement du coupon ou de remboursement est un jour non ouvrable (samedi, dimanche ou jour férié), le montant ne sera crédité en valeur que le prochain jour ouvrable. Cette perte diminuera le taux du rendement actuariel du titre, cela d'autant plus que sa maturité est courte.

La cotation des BTAN sur le marché secondaire s'effectue à la fois en prix et en rendement actuariel, et celles des BTF s'exprime en taux de rendement in fine sur une base annuelle de 360 jours.

Exemple : Calcul d'un BTF sur le marché secondaire :

Un trésorier achète un BTF échéance 06/04 le 18 février, au taux de rendement in fine de 3,22%. Le prix à payer sera égal à :

$$P = \frac{1.000.000}{(1 + 0,0322)^{48/360}} = 995.725,2$$

Le taux de rendement effectif (base 365 jours) permet de comparer ce placement à d'autres investissements :

$$3,22 \times \frac{365}{360} = 3,26 \%$$

- *Les billets de trésorerie*

Le Billet de Trésorerie (BT) est à la fois un instrument de financement et de placement. Les échéances offertes sont généralement comprises entre 1 mois et 3 mois.

Le marché primaire des BT est très actif et s'effectue par l'intermédiaire des banques ou plus rarement par les emprunteurs eux-mêmes. Par contre, le marché secondaire n'est pas très liquide car les investisseurs (surtout des établissements de crédit et des OPCVM) conservent les BT en portefeuille jusqu'à leur échéance.

Les taux d'intérêt des BT sont proches des taux du marché monétaire, augmentés d'une marge correspondant à la qualité de la signature de l'émetteur. Aussi, le trésorier devra avoir sa propre appréciation de la qualité de l'émetteur, la notation, lorsqu'elle existe.

Les prix des BT se calculent de la même manière que ceux des BTF ;

Il existe aussi un marché international des BT.

- *Les certificats de dépôts*

Les Certificats de Dépôts (CD) peuvent être émis par l'ensemble des établissements de crédit, résidents et non résidents, les institutions et les sociétés financières pour une durée minimale d'un jour et maximale d'un an. Ils sont très proches des billets de trésorerie (montant minimal unitaire, durée, taux fixes ou variables proches des taux du marché monétaire...).

Les CD ont un encours très important et bénéficient d'un marché secondaire relativement liquide. La rémunération offerte par les CD est légèrement inférieure et proche des taux du marché monétaire.

3.2 Les valeurs mobilières

Parmi toutes les valeurs mobilières, le trésorier s'intéressera plus particulièrement aux obligations et aux OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) qui sont des outils adaptés à ses placements. Ainsi, en cas de trésorerie excédentaire durable, le trésorier pourra acheter des obligations qui constituent un bon support de placement à moyen et long terme. Les OPCVM conviennent plutôt au trésorier qui souhaite se décharger de la gestion de son portefeuille ou d'une partie de celle-ci. Il peut choisir parmi différentes catégories de SICAV (société d'investissement à capital variable) ou de FCP (fonds commun de placement) investis en obligations ou en actifs monétaires...

3..2.1. Les OPCVM

Les OPCVM ont connu un développement sans précédent dans les économies de marchés financiers. Les OPCVM offrent un service clé en main aux investisseurs : des compétences, une diversification des actifs, des économies d'échelle, le contrôle de la COB (Commission des Opérations de Bourse).

On distingue deux cadres juridiques pour les OPCVM :

- les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) : ce sont des sociétés anonymes, bénéficiant de la personnalité morale, dont le capital varie au gré des achats et des ventes de parts sociales par les investisseurs, et qui sont généralement dirigées par un conseil d'administration ;
- les fonds communs de placement (FCP) : ce sont des copropriétés de valeurs mobilières, sans personnalité morale, dont le régime est celui d'une indivision avec des parts nominatives.

Fiscalement, les OPCVM sont complètement transparentes : ils ne sont soumis ni à l'impôt sur le revenu, ni à l'impôt sur les plus-values. L'imposition est transférée aux porteurs de parts ainsi que les avantages fiscaux attachés aux titres composant le portefeuille de l'OPCVM (crédits d'impôt).

Selon le principe de la séparation des pouvoirs, les OPCVM ne sont pas gérés directement par l'établissement financier promoteur, mais par une autre entité juridique, une société de gestion. La fonction de dépositaire doit être confiée à une troisième entité juridique.

La gestion des OPCVM est soumise à tout un ensemble de règles prudentielles :

- des règles de diversification dans la composition du portefeuille ;
- des règles de division des risques pour la détention d'actifs d'un même émetteur...

C'est le CREPMF qui autorise la création des OPCVM, qui assure leur contrôle et éventuellement qui retire l'agrément aux sociétés de gestion...

La valorisation des OPCVM s'effectue à partir des valeurs de marché des actifs composant le portefeuille par le nombre de parts. Les valeurs liquidatives de SICAV sont calculées chaque jour et publiées dans la presse, tandis que celles des FCP sont calculées toutes les quinze jours (ou plus fréquemment si le montant du portefeuille dépasse certains seuils).

Le choix d'une SICAV par le trésorier devra par ailleurs obéir à quelques règles de bon sens :

- le risque d'une SICAV peut-être mesuré par sa sensibilité aux variations de taux ;
- le rendement sur longue période donne une appréciation plus juste de la performance d'une SICAV (on peut calculer un coefficient de régularité de l'évolution de la valeur liquidative) ;
- si le trésorier investit dans une SICAV, il faut comparer ce placement avec un placement direct sur les marchés (en bons du Trésor ou en TCN), en effet, les SICAV ont des frais de structure qui peuvent grever la performance ;
- si le trésorier a les compétences financières nécessaires, dispose de structures administratives suffisantes et a des flux excédentaires importants, il peut éviter d'utiliser des SICAV ;
- si le trésorier a des flux excédentaires suffisants (entreprise moyenne par exemple) pour intervenir sur les marchés, s'il ne dispose pas d'une structure administrative adaptée ou de personnel, ou s'il souhaite bénéficier des avantages fiscaux liés à la détention des SICAV, il lui est conseillé de recourir aux SICAV.

3.2.2. Les actifs synthétiques

Les actifs synthétiques, qui sont construits à partir d'un actif « physique » (obligation, titre monétaire...) et d'une position sur un contrat financier, ne sont pas des instruments de placement aux sens strict. Ils peuvent permettre de garantir des conditions de placement à des flux actuels ou futurs, ou de gérer un portefeuille de valeurs mobilières ou d'actifs monétaires.

▪ *Le réméré et la pension livrée*

Les opérations de réméré et de pension livrée sont des opérations d'échange temporaire de titres contre espèces. Elles diffèrent par leur base juridique.

La vente à réméré est une vente ferme de titres assortie d'une faculté de rachat. Le vendeur de réméré emprunte des liquidités et l'acheteur de réméré place ses fonds, en échange de titres. Le rachat par le vendeur est facultatif juridiquement, bien que l'usage soit le rachat systématique. Cet aspect a posé problème dans le passé et a conduit la Banque de France à développer la pension livrée dans les années 1990.

La pension livrée permet au trésorier de se refinancer ponctuellement (c'est la mise en pension) ou de placer des liquidités (c'est la prise en pension). Elle consiste en un échange simultané de titres et de liquidités, avec un transfert de propriété des titres à celui qui prend en pension, et qui les conserve en cas de défaillance de sa contrepartie. La sécurité est d'ailleurs

renforcée par un mécanisme de remise d'un complément de titres en cas de baisse de valeur de ses titres.

De façon simplifiée, une entreprise qui intervient sur les marchés est soumise à trois types de risques : risques de taux d'intérêt, risques sur actions et risques de change.

3.3. La gestion du risque de taux

« Le risque de taux d'intérêt est le risque que fait courir à tout porteur d'une dette ou d'une créance, présente, future ou conditionnelle, à taux fixe ou à taux variable, l'évolution ultérieure des taux (J.P. JOABARD, P. NAVATTE et P. RAIMBOMG, Finance, Dalloz, 1994, p. 350).

L'analyse du risque de taux pour l'entreprise peut s'effectuer pratiquement en distinguant trois stades croissants :

- un risque de résultat explicite, qui affecte le compte de résultat, et mesure l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur les flux financiers à taux variables et révisables, présents et futurs ; le trésorier craint une hausse des charges financières nettes (charges financières – produits financiers). L'approche est comptable et à court terme (inférieure à 2 ans). Pour calculer cet impact, le trésorier doit choisir, en fonction de ses anticipations sur les taux, le niveau de cristallisation du taux des emplois et des ressources sur la période de 2 ans ;
- un risque de résultat implicite, qui prend en compte les pertes potentielles (ou d'opportunité) des actifs à taux fixes dans le bilan lors des variations de taux ;
- un risque de bilan (ou risque de capital), qui évalue le risque de taux au niveau de l'ensemble du bilan et du hors-bilan ; il s'agit d'identifier tous les éléments d'actif et de passif aux variations de taux, puis de mesurer le risque d'évaluation de ceux-ci jusqu'à leur échéance finale ;

Ces niveaux d'analyse, bien que différents dans l'esprit, sont complémentaires.

Le premier stade se limite à gérer le prochain résultat comptable de l'entreprise, le second intègre un jugement en quelque sorte de la politique de l'entreprise en matière de taux court (choix entre taux fixe et taux variable) qui influe directement sur sa compétitivité ; enfin le troisième stade, sur un horizon à long terme, mesure la valeur financière de patrimoine net de créances et de dettes de l'entreprise, sensibles aux taux d'intérêt.

Le tableau ci-dessous montre les situations simples d'exposition au risque de taux d'intérêt des entreprises. Les déterminants utilisés sont : créance ou dette, élément présent ou élément futur, taux fixe ou taux variable.

| | | | Hausse des taux | Baisse des taux |
|---------------------------------|-------------------|---------------|--|---|
| A C T I F S | Créance existante | Taux fixe | Risque de dépréciation des actifs détenus par l'entreprise | |
| | | Taux variable | | Manque à gagner sur les produits financiers |
| | Créance future | | | |
| P A S S I F S | Dette existante | Taux fixe | | Coût d'opportunité sur les charges financières (mais appréciation de la valeur de marché) |
| | | Taux variable | Augmentation des charges financières | |
| | Dette future | | | Augmentation des charges financières |

- Les cases vides correspondent à des cas où l'entreprise n'est pas soumise au risque de taux.
- Les emprunts à taux fixe et les placements à taux variable sont soumis au risque de baisse des taux en raison d'un manque à gagner. Les emprunts à taux variable et les placements à taux fixe sont soumis au risque de hausse de taux, à cause d'une augmentation des frais financiers dans le premier cas et d'un manque à gagner dans le second cas.

Ce tableau permet de déterminer la position de taux qui mesure l'exposition de l'entreprise au risque de taux. La position de taux regroupe tous les engagements et les avoirs de l'entreprise, actuels, futurs ou conditionnels, à taux fixe et à taux variable.

Pour calculer la position de taux, le trésorier doit construire un échéancier des impasses, c'est à dire que, pour chaque échéance, il procède à l'adossement ou à l'immunisation des emprunts et des prêts, des avoirs et des engagements. La technique l'adossement fait correspondre les maturités et celle de l'immunisation fait correspondre les durations. La technique de l'adossement est généralement utilisée car plus simple et immédiate dans la pratique.

Les différentes échéances doivent être choisies suffisamment rapprochées pour fournir une bonne information, mais pas trop nombreuse pour fournir une bonne information, mais pas trop nombreuse pour ne pas rendre illisible l'échéancier. Le trésorier peut prévoir par exemple les échéances suivantes : 0-1 mois, 1-3 mois, 6 mois-1an, 1-2 ans, 5-10 ans, + 10 ans.

Lorsque les éléments de l'actif sont supérieurs aux composants du passif d'une même échéance, l'impasse est dite positive, et négative dans le cas contraire.

Les opérations exposées au risque de baisse des taux sont affectées, par convention, d'un signe négatif, tandis que les opérations exposées au risque de hausse des taux sont affectées d'un signe positif.

Les impasses pondérées sont calculées en pondérant les opérations par leur durée (ou par leur duration) : un coefficient de $\frac{1}{2}$ pour 6 mois, un coefficient de 1 pour 1 an...

Les impasses actualisées, à différents taux anticipés par le trésorier, font apparaître des pertes ou des gains potentiels en cas de variation de taux.

Le calcul d'un échéancier des impasses et la gestion d'une position de taux constituent des éléments d'appréciation pour le choix entre les principaux instruments de couverture du risque de taux.

Le calcul d'un échéancier des impasses et la gestion d'une position de taux constituent des éléments d'appréciation pour le choix entre les principaux instruments de couverture du risque de taux.

3.4 - Les principaux instruments de couverture du risque de taux

Avant l'utilisation des produits dérivés, le trésorier ne disposait que de moyens relativement rigides pour se protéger contre les variations de taux d'intérêt et dont l'efficacité dépendait en grande partie du choix initial. Les instruments de gestion du risque de taux issus des marchés dérivés sont désormais disponibles aux entreprises de taille moyenne. Ils peuvent se classer en quatre grandes catégories : les FRA/ terme contre terme, les swaps de taux, les contrats à terme de taux et les actifs optionnels.

Un produit dérivé est un instrument financier construit à partir d'un sous-jacent, généralement un produit financier simple qui bénéficie d'un marché au comptant. Un produit dérivé n'est pas spéculatif, c'est l'utilisation que l'on en fait qui peut l'être. Le trésorier devra veiller à ce que les caractéristiques des produits dérivés soient adéquates à celles de l'actif à couvrir.

Les transactions sur les produits dérivés s'effectuent soit sur des marchés de gré à gré, directement entre deux contreparties, soit sur des marchés organisés qui bénéficient davantage de sécurité. Les marchés à terme organisés ont été créés pour remédier aux problèmes du marché de gré à gré, notamment les risques de signature et les risques d'illiquidité ; ils reposent sur trois principes :

- la standardisation des contrats ;
- l'existence d'un organisme de compensation et de règles de fonctionnement qui assure une quasi disparition du risque de contrepartie ;
- la possibilité de dénouer les positions avant l'échéance du contrat.

Les opérations effectuées sur les marchés dérivés comportent des risques que le trésorier doit évaluer :

- un risque d'identification : le trésorier doit parfaitement identifier son risque, c'est-à-dire d'abord, déterminer le taux de référence ayant la meilleure corrélation avec l'actif à couvrir, puis choisir les caractéristiques de la couverture comme le montant à couvrir (couverture totale ou partielle) et la durée. Il faut décider s'il faille mettre en œuvre une macro-couverture (couverture totale ou partielle) et la durée. Il faut décider s'il faille mettre en œuvre une macro- couverture (par grande masse) ou une micro- couverture (élément par élément) ;
- un risque de conjoncture : le trésorier doit évaluer le risque que la réalité soit contraire à la situation qu'il a anticipée ;
- un risque de contrepartie : il s'agit de la défaillance de la contrepartie de l'entreprise (sur les marchés de gré à gré) ;
- un risque de liquidité : il correspond aux risques d'erreurs, d'incompétence, de malversation dans le traitement des opérations. La sophistication des instruments financiers (négociation, comptabilisation, suivi, aspects juridiques...) suppose une technicité du personnel et un contrôle des procédures.

3.4.1. Le terme contre terme et le FRA

Le terme contre terme ou forward-forward fixe aujourd'hui les conditions de taux et de volume d'un financement ou d'un placement futur. Ainsi, le trésorier s'assure à la fois de la réalisation et de la couverture de son opération.

Acheter un terme contre terme correspond à mettre en place un emprunt différé, tandis que vendre un terme contre terme revient à effectuer un placement différé.

Une opération de terme contre terme compte deux phases : la période d'attente et la période d'engagement (c'est-à-dire d'emprunt ou de prêt).

Exemple : détermination d'un terme contre terme :

Une entreprise doit emprunter 1.000.000 dans 2 mois pour une période de 3 mois. Le trésorier craint une hausse des taux à court terme et préfère bloquer son taux dès maintenant en négociant un terme contre terme avec son banquier.

A cette date, les conditions sur le marché monétaire sont les suivantes :

3,30 % - 3,38 % pour les 2 mois ;

3,55 % - 3,58 % pour le 5-6 mois.

Dans les fourchettes proposées par les intermédiaires financiers, on emprunte ou on place au-taux le plus défavorable.

Quel est le taux minimum garanti que le banquier peut proposer au trésorier ?

Le principe est le suivant : la banque emprunte pendant 5 mois un certain montant qu'elle place pendant 2 mois de manière à disposer d'exactly 1.000.000 dans 2 mois pour honorer son contrat avec l'entreprise.

Quel montant X faut-il prêter pendant 2 mois à 3,30% pour obtenir 1.000.000 dans 2 mois ?

$$1.000.000 = X (1 + 0,033)^{60/360} \Rightarrow X = 994.603,38$$

Quel montant Y la banque devra-t-elle rembourser dans 5 mois si elle emprunte X à 3,58% ?

$$Y = 994.603,38 (1 + 0,0358)^{150/360} = 1.009.287,5$$

A quel taux faut-il prêter 1.000.000 pendant 3 mois pour obtenir Y à l'échéance ?

$$1.000.000 \times (T) \times 90/360 = 9.287,5 \Rightarrow T = 3,71\%$$

Le taux minimum garanti par le banquier est donc de 3,71 % auquel celui-ci ajoutera sa marge. Le FRA (Forward Rate Agreement) est proche du terme contre terme, mais dissocie la garantie de taux de l'emprunt ou du placement de la mise en place de l'opération. A l'échéance du contrat, au lieu de mettre en place l'emprunt ou le déplacement, il y a simplement paiement de la différence entre le taux garanti et le taux de référence (prévu dans le contrat) constaté sur le marché. Le taux de référence est un taux du marché monétaire.

Dans le cas d'un emprunt, si le taux du marché est supérieur au taux garanti, la banque paie le différentiel à l'entreprise, dans le cas contraire, c'est l'entreprise qui règle le différentiel. Pour l'entreprise, il n'y a ni gain, ni perte par rapport au taux garanti. Elle a bloqué son taux. La convention est de calculer le différentiel en montant précompté, actualisé à l'échéance du contrat de FRA, au taux du marché.

On remarque que l'entreprise a de moins bonnes conditions dans les deux cas.

Le principe est que B emprunte à taux fixe à 3,35% et A emprunte à taux variable à Euribor + 0,80 %, puis que B et A établissent un contrat de swap où B prête le taux fixe à A.

Conditions du contrat de swap : taux fixe : 3,95% et taux variable Euribor + 0,40 %

Aux dates prévues par le contrat :

A verse à B le taux fixe négocié 3,95%

A reçoit de B le taux variable négocié Euribor + 0,40%

| Sur une période annuelle | Banque B | Entreprise A |
|--------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Versement (-) | - (Euribor + 0,40%) - 3,35% | - 3,95% - (Euribor + 0,80%) |
| Encaissement (+) | 3,55% | + (Euribor + 40%) |
| Solde | (Euribor - 0,20) | -4,35% |

Finalement, B gagne 0,20% sur ses conditions d'emprunt et A gagne 0,15% ; on retrouve le différentiel de 0,35% mis en évidence dans le tableau des conditions d'accès du marché.

3.4.2. Les contrats à terme

Un contrat à terme est un engagement de livrer, ou de prendre livraison, à une échéance donnée et à un prix convenu d'avance, un produit déterminé.

Pour les Bourses de commerce, ce produit est une marchandise ou une matière première. Pour les instruments financiers, il peut s'agir d'obligations, de bons de Trésor. Les contrats de taux reposent généralement sur un emprunt d'Etat fictif ou sur un bon du Trésor à caractéristiques permanentes.

Pour se couvrir, l'entreprise prend une position à terme de sens contraire à sa position sur le comptant :

- si l'opérateur craint une baisse des taux, il achète des contrats ;
- si l'opérateur craint une hausse des taux, il vend des contrats.

Le gain réalisé sur le marché à terme doit compenser la perte sur le marché au comptant et vice – versa.

▪ *Les actifs conditionnels*

La technique des options connaît un succès considérable et est employée dans la composition de nombreux actifs. Le principe en est simple : moyennant le paiement d'une prime, l'acheteur d'options d'achat (de vente) a le droit, et non l'obligation, d'acheter (de vendre) une quantité donnée d'une marchandise déterminée (le sous-jacent), à un prix fixé (le prix d'exercice) et à une échéance prévue. Rappelons quelques termes techniques utilisés :

- le prix d'exercice est le cours auquel s'effectue la transaction en cas d'exercice de l'option ;
- la date d'échéance est la date à laquelle le contrat d'option prend fin ;
- la prime est le prix de l'option, versé par l'acheteur au vendeur lors de la signature du contrat ;
- il existe deux types d'option :
 - l'option de type américain : exerçable à tout moment,
 - l'option de type européen : exerçable seulement à l'échéance ;
- une option est dite :
 - dans la monnaie, quand le cours du sous-jacent est supérieur au prix d'exercice (call) ou inférieur au prix d'exercice (put).
 - hors monnaie, quand le cours du sous-jacent est égal au prix d'exercice ;
 - à la monnaie, quand le cours du sous-jacent est égal au prix d'exercices ;
- L'actif sous-jacent est l'actif livré à l'acquéreur de l'option en cas d'exercice.

L'intérêt des actifs dérivés de l'option, comme le cap, le floor ou le collar, est leur souplesse en termes de montant, de durée et surtout ils permettent de bénéficier d'une évolution favorable des taux, contrairement au swap de taux ou au terme contre terme.

Parmi les actifs optionnels, on distingue principalement les options de taux d'intérêt et les instruments qui ne portent que sur le différentiel de taux et l'écart de charges d'intérêt, comme les caps ou les floors.

– *Les options*

L'achat d'une option de taux d'intérêt permet à une entreprise de s'assurer pendant une période de temps, soit du coût maximal d'une ressource future, soit de la rémunération minimale d'un dépôt futur.

Les actifs supports des contrats d'options ne sont évidemment pas des taux d'intérêt directement, mais des actifs dépendant des taux d'intérêts, comme un emprunt ou un placement futur, des obligations ou des contrats à terme de taux.

Il existe deux types de marchés d'options :

- les options cotées sur un marché organisé : leur support est un contrat à terme, elles sont de type américain et bénéficient d'un marché secondaire ;
- les options de gré à gré (ou options OTC (Over The Counter)), de type européen et n'ont pas de marché secondaire. Il existe :

les options sur cash : leur support est une obligation physique (gestion sur OAT...),

les options de type bancaire : elles garantissent le taux d'un prêt ou d'un emprunt futur, opération future pouvant être prévue (options directes) ou non (options sur différence de taux) dans le contrat d'options.

Le taux de référence est librement choisi par les contreparties, leur durée est également comprise entre 1 et 6 mois. La prime, exprimée en % annuel, s'applique au montant au protata temporis de la durée de l'emprunt.

Exemple 1 : Option de type bancaire

Un trésorier devra emprunter 10.000.000 pour 6 mois dans 7 mois. Il craint une hausse des taux mais ne souhaite pas figer son taux. Il peut acheter à sa banque une option de vente de taux d'intérêt à 6 mois, le prix d'exercice 3,50%, référence Euribor ; d'échéance dans 7 mois, moyennant une prime de 0,30%.

Cette option assure au trésorier l'obtention d'un prêt à l'échéance.

La prime est : $10.000.000 \times 0,30\% \times 6/12 = 15.000$

A l'échéance, si le taux de référence est supérieur à 3,50%, le trésorier exerce son option et bénéficie d'un prêt à 3,50%, le trésorier abandonne son option et emprunte au taux du marché.

- Les caps et les floors

Le cap est utilisé par les entreprises qui disposent de ressources à taux variables ou qui se financent par des tirages à court terme renouvelés, et qui veulent se protéger pendant un certain temps contre une hausse des taux, tout en conservant la possibilité de profiter d'une baisse éventuelle. La garantie de taux est obtenue par des règlements éventuels calculés sur un différentiel de taux.

Le mécanisme est symétrique pour le floor.

L'achat d'un cap permet de se garantir un taux d'intérêt maximal ou profond, pour un montant déterminé, pendant une durée fixée dans le contrat.

L'acheteur de cap acquiert donc le droit d'encaisser le différentiel d'intérêt entre le taux garanti et le taux de référence pendant la période fixée.

L'achat d'un floor permet de se garantir un taux d'intérêt minimal ou plancher, pour un montant déterminé, pendant une durée fixée dans le contrat. De la même manière, l'acheteur de floor acquiert le droit d'encaisser le différentiel d'intérêt entre le taux garanti et le taux de référence, pendant la période fixée.

- Les collars

L'achat d'un collar est la combinaison de l'achat d'un cap et de la vente d'un floor, à des prix d'exercice différents. L'achat de collar correspond aux mêmes besoins que l'achat de cap, mais avec le paiement d'une prime moins élevée moyennant l'abandon du bénéfice d'une baisse des taux en deçà du taux plancher.

CONCLUSION

Dans le cadre l'UEMOA, à l'initiative de la BCEAO, les Pouvoirs publics des pays membres se sont engagés dans un effort de modernisation remarquable des activités financières. La naissance la BVRM et le démarrage de ses activités constituent une étape importante des transformations économiques qui ont cours dans la sous - région.

Il s'agira de renforcer le rôle des marchés financiers dans nos économies.

Sont apparus sur nos places financières des produits de plus en plus nombreux et de plus en plus sophistiqués (de la famille des actions, des obligations ou titres de créances négociables).

Cependant, les champs de développement demeurent encore considérables. L'objectif essentiel demeure l'accroissement de la collecte des ressources financières et de la liquidité du marché sous-régional. Pour cela, des actions devront être menées concernant l'offre et la demande de titres financiers, l'amélioration de la qualité des intermédiaires financiers et une profonde mobilisation des acteurs tels que les ménages ou les entreprises en faveur des marchés financiers.

La formation aux techniques et technologies en cours sur les marchés financiers devra être renforcée au niveau des écoles et universités, des banques et de l'Etat.

Les marchés financiers émergents tels que celui de la sous - région ouest- africaine, présentent un fort potentiel de croissance, en établissant des alliances adéquates. Nous pouvons citer les secteurs de la sous-traitance, de l'agro-industrie (élevage, pêche, agriculture) comme étant des secteurs qui pourront se moderniser grâce aux opportunités de financement offertes par le marché financier.

Il apparaît aujourd'hui que seule la synergie industrielle est fondamentalement créatrice de valeur. Les marchés financiers ne se développeront qu'en se fondant d'abord sur la synergie industrielle et commerciale avant la synergie financière, cette dernière ayant pour objet la répartition des richesses économiques créées par l'industrie et le commerce.

La crise boursière qui a secoué l'Asie en 1997 est là pour nous le rappeler.

Il faut le rappeler, le système financier a pour vocation de mettre en relation des demandeurs et les pourvoyeurs de fonds :

- soit au travers d'intermédiaires : on parle alors d'intermédiation financière et de finance indirecte ;
- soit directement sur les marchés financiers : on parle alors de finance directe et les intermédiaires jouent alors le simple rôle de courtier.

Mais aussi, un système financier facilite les transactions :

- de mise en commun des fonds pour entreprendre des projets de grande taille ;
- de subdivision du capital des entreprises permettant aux investisseurs de diversifier leurs investissements.

Le système financier permet également de répartir dans les temps, l'espace ou les secteurs les ressources disponibles. Il fournit des outils de gestion des risques, une information à bas coût sur les prix, ce qui permet la prise de décisions décentralisées et il atténue les conflits entre les parties à un contrat.

L'essor des marchés financiers participe à la globalisation et à l'internationalisation des économies.

Nos banques devront s'adapter à ce nouveau système en développant, au-delà de leur rôle de prêteur, des services de conseil facilitant l'accès direct des entreprises aux marchés financiers (marchés actions ou obligataires).

En plus des grandes entreprises, les petites ou moyennes entreprises à fort potentiel, avec des conditions d'accès peu contraignantes, pourront s'introduire en bourse en créant un nouveau compartiment.

Les marchés financiers, d'un point de vue conceptuel, fonctionnent sur la base d'axiomes d'efficience qui rencontrent un point contesté quant à la rationalité des individus. Ceci ouvre des champs d'étude que la finance comportementale tentera d'analyser et d'expliquer. La théorie de l'agence et celle d'un signal donnent quelques éléments pertinents pour expliquer certains comportements des acteurs des marchés financiers.

La dynamique et la rapidité des évolutions dans le domaine comportemental des agents économiques font entrevoir les étapes à franchir pour les marchés émergents.

Les expériences accumulées de par le monde devraient aider les marchés financiers émergents à atteindre rapidement des niveaux de développement élevés, pour une plus grande utilité collective.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- AFTALION F., PONCET P., PORTRAIT R., *Théorie moderne du portefeuille*, PUF (Que sais-je ?), 1998.
- ALBOUY M., DUMONTIER P., *La politique des dividendes des entreprises*, PUF, 1992.
- ARTUS P., LUBOCHINSKY C., *Théorie financière des taux d'intérêt et gestion du risque de taux*, PUF, 1990.
- BANCEL F., *La gouvernance des entreprises*, Economica, 1997.
- BARNHILL Th, MAXWELL W., SHENKMAN M., *High yields bonds : market structure, valuation and portfolio strategics*, Mc Graw Hill, 1999.
- BATSCH L., *Finance et stratégie*, Economica, 1999.
- BELLALAH M., SIMON Y., *Options, contrats à terme et gestion des risques*, Economica, 2000.
- BELLIER DELIENNE A., KHATH S., *Gestion de trésorerie*, Economica, 2000.
- BERNSTEIN P., *Des idées capitales*, PUF, 1995.
- BESSINE O., MEUNIER J., *Conception du gouvernement d'entreprise : une lecture épistémologique en finance d'entreprise*, Recherches du CREFIB, Economica, 2001.
- BISSIERE C., *La structure par terme des taux d'intérêt*, PUF, 1997.
- CABY J., HIRIGOYEN G., *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, 2^{ème} édition, 2001.
- CHARREAUX G., *Le gouvernement des entreprises : corporate governance – théories et faits*, Economica, 1997.
- CHOINEL A., ROUGER G., *Le marché financier, structure et acteurs*, 5^{ème} édition, La Revue Banque éditeur, 1993.
- CHOLLET P., *Les bons de souscription*, Economica, 1998.
- CLARK E., MAROIS D., *Le management des risques internationaux*, Economica, 2001.
- COBBAUT R., *Théorie financière*, 4^{ème} édition, Economica, 1997.
- COLLECTIF, *L'Emergence des marchés obligataires*, Economica, 1999.

- ions,
- erme
- jes 8
- erme
- jes 8
- ises
- Droit
- pean
- shing
- itical
- 1617,
- urnal
- al of
- orate
- al of
- nque
- s et
- DELEND A J. – F., *Les fonctions du directeur financier*, 1^{ère} édition, Paris, Delmet, 1996.
- DESBARRIERES N., *La bourse et ses back-offices*, 3^{ème} édition, Economica, 2002.
- DUBOIS P – E., HELAINE Ph, WEYLAND-DUFRESNE A. S., *Les billets de trésorerie*, Economica, 1998.
- DUBREUILLE S., *Liquidité et formation des prix sur le MATIF*, Economica, 2000.
- DUMAS B., ALLAZ B., *Les titres financiers*, PUF, 1995.
- FERRANDIER R., KOEN V., *Marchés de capitaux et techniques financières*, Economica, 4^{ème} éditions, 1999.
- GIBSON R., *L'évaluation des options : analyse et évaluation des contrats d'option*, PUF, 1993.
- GILLET P., *L'efficience des marchés financiers*, Economica, 1999.
- GIRAUD P. – N., *Le commerce des promesses, Petit Traité sur la finance moderne*, Seuil, 2001.
- GOURLAOUEN J. –P., de SEVERAC B., *Structure par terme des taux d'intérêt, les nouvelles théories*, Encyclopédie des marchés financiers, Economica, 1999.
- GURLEY J., SHAW E., *Money in a theory of finance*, The Brookings Institution, 1960.
- HICKS J.-R., *Valeur et capital*, Dunod, 1962.
- JACQUILLAT B., SOLNIK B., *Les marchés financiers*, Dunod, 4^{ème} édition, 2002.
- JAFFRE Ph., MAUDUIT L., *Les stocks-options*, Grasset- les Echos, 2002.
- KEISER A.M., *Gestion financière*, Editions ESKA 6^{ème} édition, 2002.
- LEHMANN P.-J., *La Bourse de Paris, Les mécanismes boursiers*, Dunod, 1991.
- MATHIS J., *Marchés internationaux des capitaux*, Economica, 3^{ème} édition, 2000.
- MERTON C. et BODIEZ ; *La Finance sans frontière*, Economica, 1998.
- MIGNON V., ABRAHAM- FROIS G., *Marchés financiers et modélisation des rentabilités boursières*, Economica, 1998.
- ORLEAN A., *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacobs, 1999.
- PICHET E., *Guide pratique des options et du MONEP*, Sefi, 5^{ème} édition, 2001.
- SAINT-ETIENNE Ch, *Macrofinance et marchés financiers*, Economica, 1998.
- SANE O.B., *Systèmes financiers : Produits et marchés financiers*, Nianthio Productions Edition, 1^{ère} édition, 2001.

- SAUVAGE G., *Les marchés financiers, entre hasard et raison : le facteur humain*, Seuil, 1999.
- SILLIERO A., *Ingénierie juridique et financière, Lexique de corporate finance*, ESKA Editions, 2001.
- SIMON Y., *Les marchés dérivés : origine et développement*, Economica, 1997.
- TOURNIER J-C. et J-B., *L'évaluation d'entreprise. Que vaut une entreprise ?* 3^{ème} édition, Editions d'Organisation, 2002.
- VAN LOYE G., *Finance et théorie des organisations*, Economica, 1998.
- VERMIMMEN P., *Finance d'entreprise*, 5^{ème} édition, par QUIRY P. et LE FUR Y., Dalloz, 2002.
- VILLENEUVE J.-F. de, *Le dictionnaire technique de la bourse et des marchés financiers*, Soficom, 2001.

ARTICLES PUBLIES :

- ABET T., DEREPPER S., *Augmentation de capital : le rôle de la banque, une étude empirique sur la marché français*, Travaux de recherche, ESA, Lille, avril 1999.
- ALBOUY M., *Le point sur le coût du capital*, Banques et Marchés, n° 39, pages 56 à 62, mars - avril 1999.
- ALCHIAM A., DEMSETZ H., *Production, Information costs and economic organization*, American Economic Review, pages 777 à 795, 1972.
- ANG J., COLE R., WUHKIN J., *Agency costs and ownership structure*, Journal of pages 64 à 75, juin 1999.
- BARCLAY M., SMITH C., *The capital structure puzzle : another look at the evidence*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, n°1, pages 8 à 20, printemps 1999.
- BATES G., *Comprehensive stock value tables*, Harvard Business Review, pages 53 à 67, février 1962.
- BHATTACHARYA U., DAOUK H., *The world price of insider trading*, Journal of Finance, Vol 57, n°1, pages 75 à 108, février 2002.
- BLACK F, SCHOLES M, *Te pricing of options and corporate liabilities*, Journal of Political Economy, Vol. 81, pages 637 à 654, mai- juin 1973.
- BLACK F., SCHOLES M., *The valuation of option contracts*.

- HIRSHLEIFER D., *Investor Psychology and asset pricing, journal of Finance*, Vol. 56 pages 1533 à 1957, août 2001.
- HOLT C., *The influence of growth duration on share prices, journal of finance*, vol. 27, pages 465 à 475, sept. 1962
- HUSSON B., *Quelle méthodologie d'évaluation mettre en oeuvre dans les fairness opinion ? analyse Financière*, n°118, pages 62 à 66, mars 1999.
- JENSEN M., MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol.3, pages 305 à 360, octobre 1976.
- JENSEN M., *The agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, American Economic Review, vol. 75, n°1, pages 1 à 33, févr. 2001.
- LA PORTA R., LOPEZ-de-SILAMES F., SHLEIFER A., *Agency problems and dividend policies around the world, journal of finance*, vol. 55, n°1, pages 1 à 33, février 2001
- LEASE R., JOHN K., KALAY A., LOEWENSTEIN U., SARIG O., *Dividend policy*, Havard Business Scholl Press, 2000.
- LEVASSEUR M., QUINTARD A., *La capacité d'endettement, Banques et Marchés*, page 5 à 20, mars – avril 2000.
- LINTNER J., *The valuation of risk assets and the selection of investments in stock portfolios and capital budgets*, Review of Economics and Statistics, vol. 47 pages 13 à 37, février 1965.
- MARKOWITZ H., *Portofolio selection, journal of Finance*, vol.7, pages 77 – 91, mars 1952.
- MARTEAU D., *Les dérivés de crédit, Banques et Marchés*, n° 54, pages 57 à 63, Septembre-octobre 2001.
- MILLER M., *Debt and taxes, journal of Finance*, vol. 32, pages 261 à 276, mai 1977.
- MILLER M., *The M et M proposition 40 years later, European Financial Management*, vol.4, n°2, pages 113 à 120, juillet 1998.
- MODIGLIANI F., MILLER M., *Corporates income taxes and the cost of capital a : correction, American Economic Review*, vol 53, pages 433 à 443, juin 1963.
- MODIGLIANI F., MILLER M., *The cost capital, Corporation Finance d the theory of investmnet*, The American Economics Review, volume 47 (3), pages 261 à 297, juin 1958