



CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN  
GESTION

-----  
MASTER EN BANQUE ET FINANCE



Master en Banque et Finance  
Master in Banking and Finance  
CESAG

Année Académique : 2009 - 2010

Option : Gestion Bancaire et Maîtrise des Risques

MEMOIRE DE FIN DE FORMATION

THEME :

**QUELLE DEMARCHE LES SGI DE LA ZONE UEMOA DOIVENT-ELLES  
ADOPTES POUR L'ANALYSE DES TITRES COTES ET POUR LA  
GESTION DE PORTEFEUILLE :  
CAS D'ACTIBOURSE ?**

Bibliothèque du CESAG



110345

Présenté par :

**AGBA Ess Michel**

9<sup>ème</sup> Promotion MBF

Sous la supervision de :

**M OUATTARA Aboudou**

Enseignant en Finance de Marché  
au CESAG

Cotonou, Janvier 2011

**M0278MBF12**

## DEDICACES

---

Nous souhaitons dédier tout particulièrement, ce travail :

- A Dieu Tout Puissant sans qui rien ne pourrait s'accomplir sur cette terre
- A mon Père et ma Mère pour leurs bénédictions et leurs soutiens sans failles.

Nous voulons aussi rendre hommage, à travers ce mémoire, aux différents intervenants du Programme Master en Banque et Finance (MBF), pour leur savoir-faire et le bagage intellectuel qu'ils nous ont ainsi transmis.

Et pour finir, nous souhaitons dédier ce travail à toute la promotion 9 du MBF qui a été pour nous, au cours de cette année, une seconde famille.

## REMERCIEMENTS

---

Nous ne saurions commencer ce mémoire sans adresser nos remerciements les plus sincères, à toutes les personnes qui d'une manière ou d'une autre nous ont apporté aides et soutiens à l'élaboration de ce travail.

Ces remerciements vont à l'endroit de :

- Monsieur OUATTARA Aboudou, Enseignant en Finance de Marché, pour sa disponibilité et la grande générosité dont il fait preuve au quotidien ;
- Monsieur Omo Délé EGUE, Directeur Général Adjoint d'ACTIBOURSE ;
- Monsieur Martial KAKANOU, Responsable Clientèle ACTIBOURSE ;
- Mademoiselle Victorine AGBOZO, Responsable Informatique ACTIBOURSE ;
- Tout le personnel ACTIBOURSE ;

Ainsi qu'au Programme du Master en Banque et Finance (MBF) et à ses partenaires pour les efforts consacrés à un enseignement de qualité, contribuant de ce fait à la formation de hauts cadres compétents.

## SOMMAIRE

DEDICACES.....	i
REMERCIEMENTS.....	ii
SOMMAIRE .....	iii
LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS .....	iv
LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES.....	v
INTRODUCTION.....	6
I <sup>ère</sup> PARTIE : PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE.....	8
Chapitre 1. PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS.....	9
1.1. PRINCIPES ET DEMARCHE D'ANALYSE D'UN TITRE FINANCIER .....	9
1.2. ANALYSE D'UNE ACTION.....	11
1.3. ANALYSE D'UN TITRE DE DETTE : OBLIGATION.....	19
Chapitre 2. PRINCIPE DE GESTION DE PORTEFEUILLE .....	27
2.1. DEMARCHE ET STRATEGIES GENERALES DE GESTION DE PORTEFEUILLE .....	27
2.2. GESTION DE PORTEFEUILLE ACTION.....	38
2.3. GESTION DE PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE.....	43
II <sup>ème</sup> PARTIE : PROCEDE D'ANALYSE des titres ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE .....	50
Chapitre 3. OFFRE DE SERVICE DE CONSEIL EN INVESTISSEMENT PAR ACTIBOURSE .....	51
3.1. ACTIBOURSE, MISSION ET ORGANISATION .....	51
3.2. L'ANALYSE DES TITRES ET LA GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE.....	53
3.3. DESCRIPTION DU MARCHE FINANCIER REGIONAL .....	54
Chapitre 4. DEMARCHE D'ANALYSE ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE DES TITRES COTES SUR LE MARCHE.....	59
4.1. ANALYSE FINANCIERE DES TITRES SUR LE MARCHE FINANCIER REGIONAL.....	59
4.2. GESTION DE PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIERES DE L'UEMOA.....	71
CONCLUSION .....	79
BIBLIOGRAPHIE .....	81
ANNEXES.....	82
Annexe 1 : Situation Financière BOA Bénin 2006-2009 .....	83
Annexe 2 : Situations Financières Prévisionnelles BOA Bénin 2010-2014 .....	84
Annexe 3 : Synthèse de l'auteur situation financière secteur finance BRVM .....	85
Annexe 4 : Détermination du rendement exigé de BOAB.....	87
TABLES DES MATIERES.....	89

## LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS

---

### LISTE DES SIGLES

**DDM** : Dividend Discount Model

**MEDAF** : Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers

**CAPM**: Capital Asset Pricing Model

**PER**: Price Earning Ratio

**MBR**: Market to Book Ratio

**OBSA**: Obligation avec Bon de Souscription d'Action

**OCA** : Obligation Convertible en Action

**ORA** : Obligation Remboursable en Action

**TRI** : Taux de Rentabilité Interne

**BRVM** : Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

**CREPMF** : Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers

**BOAB**: Bank Of Africa Benin

**BNPA**: Benefice Net Par Action

**ROE**: Return On Equity

**TPCI**: Trésor Public de Côte d'Ivoire

**PIB** : Produit Intérieur Brut

### LISTE DES ABRÉVIATIONS

**k**: Taux d'Actualisation

**g** : Taux de Croissance

**r** : Taux de Rendement Actuariel

**C<sub>n</sub>** : Cash Flow de l'année n

**YTM<sub>i</sub>**: Rendement attendu de la détention d'une obligation i

**C<sub>i</sub>** : Convexité d'une obligation i

**S<sub>i</sub>** : Sensibilité d'une obligation i

**D<sub>i</sub>**: Duration d'une obligation i

## LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

### LISTE DES GRAPHIQUES

Figure 1 : Structure de taux d'intérêt .....	22
Figure 2 : Processus de gestion de portefeuille.....	33
Figure 3 : Schématisation du processus d'analyse fondamentale.....	42

### LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Cotation des risques de crédit .....	23
Tableau 2 : Liste des obligations disponibles à la BRVM (A suivre).....	55
Tableau 3 : Liste des obligations disponibles à la BRVM (Suite et fin) .....	56
Tableau 4 : Liste des actions disponibles à la BRVM (A suivre) .....	57
Tableau 5 : Liste des actions disponibles à la BRVM (Suite et fin).....	58
Tableau 6 : Marge Opérationnelle de la BOAB (En Millions F CFA).....	61
Tableau 7 : Indicateurs de Performance de la BOAB.....	61
Tableau 8 : Croissance du RE par rapport aux Pertes/ Créances.....	62
Tableau 9 : Taux de Distribution du dividende de BOAB.....	63
Tableau 10 : Comptes de résultats prévisionnels de 2010 à 2014 (en millions de FCFA) .....	65
Tableau 11 : Valeur intrinsèque du titre BOAB.....	67
Tableau 12 : Flux de trésorerie de l'emprunt TPCI.....	68
Tableau 13 : Calcul de la sensibilité de l'obligation TPCI.....	70
Tableau 14 : Récapitulatif des valeurs de l'indice BRVM Composite .....	75
Tableau 15 : Structure d'un portefeuille indiciel.....	76
Tableau 16 : Structure d'un portefeuille indiciel, stratifié.....	77
Tableau 17 : Rentabilité du marché et de la BOAB.....	87
Tableau 18 : Calcul du Beta de l'action.....	88

## INTRODUCTION

---

Le système financier d'une manière générale a pour objectif principal de permettre aux agents économiques dont les besoins de financement sont supérieurs aux entrées de ressources, d'obtenir des fonds provenant d'autres agents disposant eux, d'un excédent de ressources qu'ils souhaitent placer. Ce système joue ainsi le rôle d'interface entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Il était par le passé essentiellement constitué par la finance indirecte, caractérisée par la fonction d'intermédiation que joue les banques, en recueillant les dépôts des épargnants qui sont alloués par la suite sous forme de prêts aux agents à besoin de financement. Cette intermédiation bancaire générant un coût assez élevé du fait des risques supportés par ces établissements, le système financier s'est vu progressivement adjoindre, un autre compartiment appelé finance directe, le marché des capitaux. Celui-ci permettant la confrontation directe entre les agents ayant des besoins de financement et ceux désirant effectuer des placements, pour une réduction importante des coûts et une amélioration de la rentabilité de leurs placements.

Aussi pour ces investisseurs, au regard de l'importance grandissante prise par la sphère financière et de la diversité des titres en circulation, le souci d'effectuer des placements sûrs offrant une meilleure rentabilité à émergé. Ainsi, la question de l'optimisation de la rentabilité des placements est sans cesse développée.

Comment parvenir à l'optimisation de ses investissements à partir des informations dont les autorités de marché font obligations aux participants de publier ? Dans la zone UEMOA, ce sont les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) qui détiennent le monopole de toutes les négociations sur le marché, pour le compte de tiers. Ceux-ci sont appelés, de par cette position, à répondre à cette préoccupation en conseillant plus efficacement leur clientèle.

Cependant, la problématique réside dans le fait que le travail de ces SGI semble ne se limiter, pour la plupart, qu'à leur rôle d'intermédiaire. Ce rôle étant généralement réduit à l'exécution des ordres transmis par leurs clients, sans pour autant effectuer des analyses poussées et scientifiques des valeurs cotées, permettant d'orienter ces derniers dans leurs prises de décisions.

Ceux-ci devrait de ce fait, contribuer à accompagner plus efficacement les investisseurs dans toutes leurs opérations, afin que ces derniers puissent mieux tirer profit des possibilités du marché.

Quels sont donc les outils principaux d'analyse et de gestion de portefeuilles des titres financiers, applicables au contexte particulier de notre Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), sur lesquels un analyste financier peut s'appuyer afin de pouvoir conseiller efficacement sa clientèle sur l'opportunité du choix d'un investissement dans une valeur au lieu d'une autre ?

La réponse à cette question constitue l'objectif principal de ce mémoire. Elle permettrait aux SGI de la sous région, en particulier à ACTIBOURSE d'aider sa clientèle à optimiser sa rentabilité en fonction de son profil de risque.

De plus, cette étude permettra sur le plan individuel d'améliorer nos connaissances sur le fonctionnement et les spécificités de l'environnement financier régional de l'UEMOA. Elle pourra ainsi contribuer à apporter à la communauté scientifique, particulièrement aux étudiants du CESAG une modeste participation aux nombreuses études déjà menées dans ce domaine.

Nous nous appuierons pour ce faire, sur une démarche méthodologique en trois étapes. Celle-ci débutera tout d'abord par l'établissement de notre modèle d'analyse, à travers une revue de la littérature sur les outils et la démarche d'analyse financière et de gestion de portefeuille des valeurs mobilières. Ensuite nous effectuerons une présentation de la situation d'ACTIBOURSE sur ce domaine.

Nous terminerons par une proposition pratique, intégrant les spécificités du marché sous régional, d'une démarche adéquate d'analyse des titres et de gestion de portefeuille et par une analyse critique de l'ensemble du travail.

I<sup>ÈRE</sup> PARTIE :  
PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS ET DE GESTION DE  
PORTEFEUILLE

---

L'analyse des titres financiers afin de sélectionner ceux qui conviennent le mieux à un objectif de placement précis et aux contraintes associées, s'effectue selon une approche qui a fait l'objet de plusieurs travaux, aussi bien par les théoriciens (universitaires) que les praticiens. La sélection des titres à intégrer dans un portefeuille a aussi bénéficié de ces développements.

De ce fait, l'objectif de cette partie sera de présenter la démarche et les outils de base de l'analyse des titres financiers et de gestion de portefeuille, résultant de ces travaux. Les deux chapitres de cette partie s'articuleront ainsi autour de chacun de ces points.

## Chapitre 1. PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS

L'analyse d'un titre financier, consiste à évaluer le potentiel de gain que l'investisseur pourrait tirer de sa détention et le risque qui y est associé. Elle s'appuie sur des principes mettant en exergue un certains nombres d'outils et une démarche spécifique.

Nous commencerons tout d'abord par présenter les principes de base de cette analyse. Ensuite, nous évoquerons les outils spécifiques qui servent à l'analyse des titres de capital (les actions). Enfin, nous terminerons ce chapitre par la présentation des outils spécifiques servant à l'analyse d'un titre de dette.

### 1.1. PRINCIPES ET DEMARCHE D'ANALYSE D'UN TITRE FINANCIER

Les principes de l'analyse financière d'un titre, peuvent varier selon l'objectif recherché par l'analyste.

#### 1.1.1. Principes généraux de l'analyse financière d'un titre

L'analyse financière peut être définie comme une démarche qui s'appuie sur l'exploitation et l'examen critique de l'information comptable, financière et économique fournie par une entreprise et son secteur d'activité, dont l'objectif principal est d'apprécier le plus objectivement possible les performances actuelles et futures de cette dernière (J. Pierre Lahille, 2007, P.2). Cette analyse se base sur différents outils, selon que celle-ci s'effectue dans le cadre d'un objectif final d'acquisition ou de contrôle d'une entreprise, ou plutôt dans celui de la détention d'un portefeuille financier.

En effet, dans le cas d'un objectif d'acquisition ou de contrôle d'une entreprise (en l'occurrence non cotée), l'approche privilégié est celle de la détermination de la valeur "comptable" « qui est la valorisation de la structure sur la base de son actif net comptable : actif total minoré de l'actif fictif, des dettes et des provisions pour risques et charges » (J. Morvan, 2009, P.87). Cette approche est donc principalement fondée sur le patrimoine de l'entreprise, enregistré dans le bilan.

Cependant, cette valeur comptable ne reflétant que l'activité et la situation présente de l'entreprise, elle se caractérise finalement comme une donnée relativement statique ne permettant pas d'envisager le futur de la société.

Le futur, constitue un aspect indispensable dans la détermination de la valeur d'un actif financier, car il est généralement admis qu'un « un actif ne vaut que par ce qu'il rapporte ».

De ce fait, l'outil principal dans ce cadre de détention d'un portefeuille de titres est celui de « l'analyse fondamentale », qui n'est rien d'autre que la somme actualisée des flux futurs au taux du marché ; ce qui revient préalablement à effectuer une estimation de la capacité de l'entreprise à dégager des flux positifs compte tenu de son contexte économique et de ses perspectives de développement.

Ainsi, l'analyse financière au sens de cette analyse fondamentale, ne se limite pas à un simple examen plus ou moins approfondi et critique des comptes. Elle suppose aussi dans certains cas, des comparaisons (dans le temps et par rapport au secteur d'activité), et surtout une étude des perspectives financières en fonction des caractéristiques de l'entreprise et de son environnement économique.

### **1.1.2. Démarche de l'analyse d'un titre financier**

« Quand on parle de titres en bourse, l'analyse fondamentale est la méthode qui se pose pour but de déterminer la valeur d'un titre financier en se focalisant sur les facteurs sous-jacents qui influencent l'activité présente et future de l'entreprise<sup>1</sup> ».

Elle repose donc sur l'étude des comptes de l'entreprise, de ses capacités techniques et commerciales, de sa gestion et de son environnement économique mais surtout sur leur capacité à générer des revenus dans le futur. Elle comporte ainsi, deux principaux volets qui se complètent à savoir: un volet statique et un volet dynamique.

#### **1.1.2.1. Le volet statique<sup>1</sup>**

Le volet statique (ou patrimoniale) consiste à partir d'une analyse comptable des états financiers, à détecter ses performances financières et en dégager les points forts, les points faibles et les points douteux à éclaircir afin de se forger une opinion sur la bonne santé financière de la structure (phase essentielle à l'analyse de la qualité de signature d'une entreprise émettrice d'obligations).

---

<sup>1</sup> Cafedelabourse/lexiquedebourse/analysefondamentale.html page consulté le 10.12.2010

### **1.1.2.2. Le volet dynamique<sup>1</sup>**

Le volet dynamique, consiste à effectuer une analyse comparative permettant essentiellement de tirer des ratios (de solvabilité, de rentabilité etc.) entre diverses séries de postes comptables et à comparer leur évolution dans le temps par rapport à ceux d'autres entreprises ayant une activité similaire.

Elle consiste de plus, en une analyse extra comptable dite aussi analyse économique qui, quant à elle, vise à déterminer les perspectives d'évolution de l'entreprise et leur incidence sur ses comptes prévisionnels pour attester de la pertinence d'un placement (phase essentielle à l'analyse des titres de capital). Ce volet dynamique au travers de ces deux types d'analyse (analyse comparative et extra comptable) est donc l'intersection d'une analyse de facteurs quantitatifs c'est-à-dire capable d'être mesurés et chiffrés et de facteurs qualitatifs (portant sur le fonctionnement de l'entreprise, son mode de gestion, etc.) permettant de se faire une opinion sur la pertinence d'un investissement.

De tout ceci, l'on peut faire ressortir qu'une analyse fondamentale, exige une connaissance de l'environnement économique général, du secteur d'activité considéré, du fonctionnement et du positionnement de l'entreprise dans le secteur, de ses projets, et naturellement des concurrents.

## **1.2. ANALYSE D'UNE ACTION**

L'analyse financière, qui doit porter sur un titre de capital, nécessite au préalable une bonne connaissance des particularités de cet instrument financier.

### **1.2.1. Définition d'une action**

« Une action est un titre de propriété d'une fraction du capital d'une société » (Leguideboursier.com/Analyse financière/les produits financiers). L'émission d'actions a pour effet de répartir le capital social de la société entre une série de propriétaires (l'actionnaire étant propriétaire de la société au prorata du nombre d'actions qu'il possède).

Un investissement en actions doit être considéré en principe comme un placement à long terme, car résultant d'une mise à disposition permanente de fonds. Cependant, il peut aussi être intégré dans des placements à court terme dans une optique spéculative. A cet effet,

le dividende éventuel et la fluctuation du cours (plus-value) constituent alors les deux principales sources de revenus (appelés communément «return») dont un investisseur peut bénéficier.

De plus, les actions n'ont pas de valeur fixe, car cette valeur est fonction de beaucoup d'éléments, notamment des actifs nets dont dispose l'entreprise, des bénéfices escomptés, du niveau des taux d'intérêt, de l'évolution du cours de change, de la croissance économique et du climat sur les marchés boursiers<sup>2</sup>. Celle-ci fluctue constamment en fonction des perspectives de la société et de la tendance générale des marchés, qui évalue en permanence les risques de chaque action.

Le cours d'une action constitue ainsi, un compromis entre les revenus de cette action (dividendes et plus-values) et ses risques. Ces derniers résultant de nombreux facteurs, aussi bien intrinsèques de la société (comme sa situation financière, technique et commerciale, sa politique d'investissement, ses perspectives etc.) qu'extérieurs à celle-ci, puisque le marché boursier est influencé par les événements politiques, la situation économique et monétaire, tant internationale que nationale, et des éléments émotionnels et irrationnels.

Tous ces facteurs complexes influencent le cours de l'action en accentuant (à la hausse comme à la baisse) leurs fluctuations.

Aussi, pour une entreprise tous ces titres qu'ils soient dématérialisés ou non peuvent être négociés sur un marché et pour se faire font l'objet d'une évaluation permanente à partir de la confrontation entre leur offre et leur demande.

Cependant cette valeur de marché reflète-t-elle la valeur réelle du titre étudié ? C'est donc à partir de cette question que résulte le concept de valeur intrinsèque d'une action et qu'ont été mis en place les outils d'analyse financière, participant à sa détermination.

### **1.2.2. Outils d'analyse d'une action**

L'analyse d'une action, nécessite un certain nombre d'outils permettant d'obtenir sur celle-ci, les informations les plus proches possibles de la réalité afin d'en estimer sa valeur réelle dénommée valeur intrinsèque.

---

<sup>2</sup> [Leguideboursier.com/Analyse financière/les produits financiers](http://Leguideboursier.com/Analyse_financiere/les_produits_financiers), consulté le 15/11/2010

### 1.2.2.1. Concept de la valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque d'une action, aussi appelé valeur fondamentale, est un concept d'évaluation du prix d'un actif qui tient sa source de la théorie de l'efficience du marché<sup>3</sup>.

Il s'agit de l'évaluation d'un titre, fondée sur ses caractéristiques intrinsèques et celle de son environnement. Elle est déterminée par les analystes sur la base des fondamentaux qui peuvent être définis comme l'ensemble des éléments matériels (patrimoine physique de l'entreprise) et immatériels (qualité du management, qualité du processus productif, etc.) démontrant la capacité de l'émetteur à générer des revenus. Ainsi, en se concentrant sur des entreprises en particulier, l'analyste permet d'estimer la valeur intrinsèque des actions et, ensuite chercher les bonnes affaires sur le marché à savoir des écarts significatifs entre cette valeur et le cours boursier de ces actions. Tout ceci en se basant sur le principe simple que le marché reflétera sur le moyen ou le long terme cette valeur intrinsèque, qui peut être considérée comme étant la sanction des performances de nature économique du titre étudié. C'est donc cette valeur intrinsèque qui est la plus souvent recherchée par les analystes, à travers différents procédés dont la principale est l'analyse fondamentale, afin de guider leur décision d'achat ou de vente d'un titre de capital.

Au regard de ce qui a été décrit précédemment, l'on peut dire que l'analyse d'un titre de capital consiste plus généralement à déterminer la valeur intrinsèque de celui-ci et cela à partir de l'analyse fondamentale.

Cette analyse pouvant s'effectuer de façon descendante (Approche Top Down<sup>4</sup>) c'est à dire en commençant tout d'abord par analyse macroéconomique, pour ensuite examiner le secteur industrielle en particulier et enfin procéder à une analyse de l'entreprise laquelle doit déboucher au final par l'estimation de ses revenus futurs ; ou à l'inverse de façon ascendante (Approche Bottom Up<sup>5</sup>) en se focalisant en priorité sur l'estimation des revenus pour ensuite évaluer l'entreprise dans son contexte sectoriel et macroéconomique.

---

<sup>3</sup> La recherche académique selon la théorie de l'efficience du marché soutient que lorsqu'un marché est efficient « celui-ci intègre, totalement et instantanément dans le cours boursier, l'ensemble des informations pertinentes à la détermination du prix d'un actif » (J. Morvan, 2009, *Marchés et Instruments Financiers*, P.87); En d'autres termes lorsque le marché est efficient le cours d'une action traduit la valeur réelle de cette action.

<sup>4</sup> Cleary & Jones *Investments Analysis and Management*, 2000

### 1.2.2.2. Détermination de la valeur fondamentale d'un titre de capital

La valeur fondamentale d'une action peut être évaluée principalement à partir de deux méthodes (Cleary & Jones Investments Analysis and Management) que sont :

- la méthode d'évaluation par les revenus actualisés (Dividend Discount Model)
- et la méthode des valeurs comparables

Ces deux approches complémentaires permettent une plus juste évaluation de la valeur fondamentale d'une action.

#### 1.2.2.2.1. Evaluation par les revenus actualisés

Le modèle d'évaluation généralement utilisé est le Dividend Discount Model (DDM), mis en œuvre à partir des travaux de certains auteurs tels: Irving Fischer (1930), J.B. Williams (1938) ou encore N. Molodovsky (1965). Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque de l'action à partir des revenus que l'entreprise est susceptible de générer dans le futurs. Ces revenus étant essentiellement constitués de dividendes mais aussi éventuellement d'une plus value, il convient de faire correspondre ces flux à une valeur actuelle, ce qui nécessite l'estimation de deux principales variables que sont:

- les dividendes futurs par action (D) générés par l'entreprise
- le taux d'actualisation (k) qui sera le taux de rentabilité espéré de l'action

L'on pourrait ainsi, à partir de ces estimations, formaliser la détermination de la valeur de l'action à travers le Dividend Discount Model (DDM) qui donnerait la formule suivante :

$$\text{Valeur de l'action} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i} = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_{n-1}}{(1+k)^{n-1}} + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots$$

En pratique, il est nécessaire de formuler des hypothèses sur l'évolution des dividendes. Entre autres hypothèses, l'on peut postuler que les dividendes seront en hausse régulière selon un taux de croissance (g). Sous cette hypothèse, l'action peut être évaluée selon la formule dite de Gordon-Shapiro :

$$\text{Valeur de l'action} = \frac{D_1}{k - g}$$

Toutefois, il est toujours possible d'établir d'autres types de formulations, pour la valorisation d'une action, sur la base d'autres hypothèses.

➤ **Estimation des dividendes futurs**

L'estimation des dividendes futurs par action exige la prise en compte d'un grand nombre de paramètres lié, au contexte économique, à l'évolution du domaine d'activité, à la position concurrentielle etc. En général, c'est à partir des résultats antérieurs et des estimations prévisionnelles émanant de la société elle-même, que sont évalués : le taux de croissance (g) et les futurs dividendes distribués.

➤ **Le Taux d'actualisation**

Le taux d'actualisation est le taux de rentabilité espéré ou exigé par les investisseurs (le marché) pour détenir l'action objet de l'analyse. Il est déterminé à partir de la relation fondamentale du Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) ou Capital Asset Pricing Model (CAPM) qui résulte des travaux de William Sharpe desquels l'on peut déduire la formule suivante :

$$\text{Taux de Rentabilité } R_i = \text{Taux d'actif sans Risque} + \text{Prime de Risque de l'action}$$
$$R_f + \beta_i (R_{mt} - R_f)$$

Source : B. Jacquillat et B. Solnik, *Marchés Financiers Gestion de Portefeuille et des Risques*, 2002

Avec :

$R_f$  le taux d'actif sans risque car si la rentabilité du marché se trouve être nulle l'on devrait percevoir au minimum l'équivalent de la rémunération d'un actif sans risque ;

$\beta_i$  qui est un coefficient définissant la sensibilité de l'action par rapport aux fluctuations de l'indice et qui est déterminé à partir de la covariance des taux de rentabilité de l'action  $i$  avec ceux de l'indice du marché rapporté à la variance des taux de rentabilité de l'indice du marché.

$R_{mt} - R_f$  définissant la prime de risque qui est la différence de rentabilité anticipé entre un actif risqué et un actif sans risque.

La prime de risque qui est exigée comme supplément de rémunération d'un investissement boursier par rapport à celle d'un actif sans risque (emprunt d'Etat) peut se justifier, par le fait que la rentabilité boursière doit intégrer en principe « le caractère plus risqué de cet investissement en termes de volatilité des dividendes (par rapport aux coupons)

et en termes de rang de séniorité de remboursement en cas de défaillance (les actionnaires étant les derniers sur la liste)»<sup>5</sup>.

Il s'agit donc de l'écart de rendement attendu entre celle du marché dans sa totalité et celle de l'actif sans risque auquel le coefficient Bêta est associé afin de prendre en compte la sensibilité de l'action par rapport au mouvement du marché ; en effet certains facteurs de risque peuvent affecter toutes les entreprises à la fois, alors que certains autres n'influenceront qu'une entreprise particulière. Cette association permettra ainsi de déterminer une prime de risque intrinsèque reflétant uniquement le risque de l'entreprise étudiée.

#### 1.2.2.2. la méthode des comparables

Cette méthode consiste à évaluer une action, en comparant le prix du marché d'autres actions similaires relativement à certaines variables courantes de cette action tels que le bénéfice ou la valeur comptable. Dans la pratique, elle est beaucoup plus privilégiée pour le fait qu'elle ne nécessite pas beaucoup d'estimations à effectuer.

Elle s'appuie principalement sur deux approches que sont :

- l'approche par le Price Earning Ratio (PER) ou PE Ratio<sup>6</sup>
- et l'approche par le Market to Book Ratio ou MB Ratio<sup>6</sup>
- 

#### ➤ L'approche par le Price Earning Ratio (PER)

Le Price Earning Ratio traduit en nombre de fois de bénéfice que génère une action, pour un investisseur, le prix que le marché est prêt à payer pour bénéficier d'une unité de bénéfice de l'entreprise émettrice. L'approche d'évaluation selon le PE Ratio consiste tout simplement à effectuer une estimation du bénéfice prévu pour l'année suivante que l'on multiplie par la suite avec le Price Earning Ratio d'une entreprise similaire (c'est-à-dire évoluant dans le même secteur d'activité et ayant des caractéristiques proches). On aura donc la formule suivante :

$$\text{Valeur de l'action} = \text{Bénéfice Estimé} \times \text{PE Ratio}_{\text{entreprises similaires}}$$

<sup>5</sup> Cours Prime de Risque International and Financial Relation Jean KERTUDO CONSULTANT INTERNATIONAL

<sup>6</sup> Cleary & Jones, 2000, Investments Analysis and Management, P29

➤ **L'approche par le Market to Book Ratio ou MB Ratio**

Le Market to Book Ratio est un ratio qui met en rapport la valeur de marché de l'entreprise (cour boursier) et sa valeur comptable. Ce ratio permet ainsi de constater si l'entreprise a créé de la valeur ou en a plutôt détruit. L'approche d'évaluation selon le MB Ratio consiste donc à procéder à la détermination de la valeur comptable d'une action de l'entreprise que l'on multipliera par le Market to Book Ratio d'une entreprise similaire (même secteur d'activité, caractéristiques identiques).

$$\text{Valeur de l'action} = \text{Valeur comptable} \times \text{MB Ratio}_{\text{entreprises similaires}}$$

Entre outre, il est important de noter que l'estimation de la valeur intrinsèque d'une action à travers l'analyse fondamentale, qu'elle soit effectuée par la méthode d'actualisation des revenus ou par la méthode des valeurs comparables, revêt une part d'incertitude importante du fait de toutes les estimations qui sont effectuées et qui peuvent s'éloigner considérablement de la réalité. A cet effet, les analystes dans la pratique, ont très souvent recours à la combinaison de ces deux méthodes afin d'obtenir des résultats beaucoup plus proche de cette valeur intrinsèque.

Cependant, dans le cadre d'une analyse boursière, l'analyse fondamentale côtoie le plus souvent une autre méthode qu'est l'analyse technique, lesquels constituent ensemble les deux principales techniques traditionnelles de l'analyse d'une action.

### 1.2.2.3. Principe de l'analyse technique

Selon Yves SIMON dans l'ouvrage «Encyclopédie des Marchés Financiers», l'analyse technique peut être définie comme «l'étude de l'évolution d'un marché, principalement sur la base de graphiques dans le but de prévoir ses futures tendances».

Elle permet donc, à travers une méthodologie bien précise et sur la base des informations que lui procure ce marché, d'effectuer des prévisions quant aux fluctuations futures des prix d'une action.

En effet, cette analyse se base sur le concept selon lequel les prix évolueraient selon des tendances liées à la loi de l'offre et de la demande, qui elles-mêmes seraient fonction de l'influence de différents facteurs économiques, monétaires, politiques ou mêmes psychologiques (Cleary & Jones, 2000, P48).

L'analyse technique consiste donc à identifier ces tendances le plus souvent à travers des graphiques ou des indicateurs techniques et ainsi, selon le modèle approprié, à opérer les choix d'investissement adéquats jusqu'à l'observation d'indicateurs traduisant un revirement de ces tendances.

Aussi, ce mode de gestion, en adaptant les données exploitées à des modèles bien précis, permet d'éviter de prendre des décisions sur des critères non justifiés.

En somme, l'on peut noter que ces deux méthodes d'analyse d'actions sont complémentaires. En général, l'analyse fondamentale est utilisée pour identifier les actions à fort potentiel de croissance et l'analyse technique permet de déterminer le bon timing pour entrer sur le marché.

### 1.3. ANALYSE D'UN TITRE DE DETTE : OBLIGATION

A l'instar de l'analyse d'une action, l'analyse d'une obligation requiert aussi au préalable une bonne connaissance de cet instrument, qui passe par la maîtrise de l'ensemble de ces particularités.

#### 1.3.1. Définition d'une obligation

Une obligation est une valeur mobilière représentative d'un titre de créance portant sur un emprunt qui peut être émis par un Etat, une collectivité, une institution financière ou une entreprise. Sa détention donne droit à des revenus, constitués essentiellement d'intérêts versés à chaque échéance, appelés « coupons » et éventuellement d'une plus-value qui peut être réalisée lors de sa cession. Elle est caractérisée par un certain nombre d'éléments (J. Morvan, 2009, P 51) que sont :

- Le Nominal : qui matérialise la valeur facial de l'obligation et qui est le montant sur lequel seront calculés les coupons qui seront versés par la société.
- Le taux d'intérêt : il s'agit de la rémunération de l'emprunt qui, appliqué à la valeur nominale, permet d'obtenir le coupon ; il peut être fixe, variable ou nul.
- Le Prix d'émission : C'est le prix auquel s'achètent les obligations à l'émission ; il peut être égal, inférieur à la valeur nominale pour attirer les investisseurs ou supérieur à celle-ci afin de limiter la souscription à des investisseurs plus avertis. On parle alors respectivement, d'émission égale, en dessous ou au dessus du pair.
- Le prix et la prime de remboursement : A l'échéance de l'obligation, le nominal de cette dernière est totalement remboursé. La différence entre ce prix de remboursement et la valeur nominale est appelée Prime de remboursement. Lorsque la prime de remboursement est positive, on parle alors de remboursement au dessus du pair.
- Le mode de remboursement : qui peut être effectué en seule fois (in fine en anglais "Bullet bonds") ou par tranche on dit alors qu'elles sont amorties (généralement par tirage au sort).
- La date d'échéance : aussi appelé maturité, elle matérialise la date à laquelle l'emprunt doit être définitivement remboursé.

De plus, celle-ci peut avant son échéance, être négociée sur un marché où la confrontation entre l'offre et la demande contribue à en évaluer sa valeur. Cette valeur étant sur la plupart des places boursières, conventionnellement exprimée en pourcentage de la valeur nominale.

L'obligation est aussi, toujours cotées au pied du coupon (Clean Price<sup>7</sup>) ce qui signifie que sa cotation est effectuée séparément de l'évaluation du coupon couru afin que celle-ci reflète réellement les conditions de marché permettant ainsi la comparaison entre des obligations d'échéances différentes.

### 1.3.2. Outils d'analyse d'une obligation

Tout comme le titre de capital, l'outil principal de l'analyse d'une obligation est l'analyse fondamentale ; et comme cela à été expliqué précédemment, les revenus susceptibles d'être dégagés par un actif financier sont indispensables dans la mise en place de cette analyse car celle-ci n'a pour autre objectif que la valorisation de cet actif à partir de ces flux. L'obligation ne peut donc déroger à cette règle ; toutefois dans le cadre de l'analyse de cet instrument, la détermination de son niveau de risque est tout aussi importante que sa valorisation.

En outre, dans cette démarche d'analyse demeure toujours un élément essentiel à évaluer qu'est : le taux d'actualisation; Ce taux étant d'une façon générale dénommé : taux de rendement actuariel.

#### 1.3.2.1. Le taux de rendement actuariel

Le rendement attendu de la détention d'une obligation, aussi appelé taux de rendement actuariel, est le taux de rentabilité interne (TRI) de cette obligation ; c'est le taux qui permet d'égaliser la valeur actuelle des flux futurs et la valeur payée par l'investisseur pour l'acquérir sur le marché de l'obligation.

Le taux de rendement actuariel  $r$  est le taux qui est tel que :

$$\text{Prix de l'obligation} = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C^n}{(1+r)^n}$$

On rappelle que le prix d'une obligation (dirty price) est égale à son cours coté pied du coupon (clean price) auquel s'ajoute le coupon couru. Celle-ci permet à un investisseur d'évaluer le taux de placement de son investissement c'est-à-dire ce que lui rapporte réellement son investissement ; en raison de la fréquence de paiement des coupons, des

<sup>7</sup> Opposé du Dirty Price lequel traduit l'évaluation d'une obligation en incluant le coupon couru (généralement celles à taux variables)

décotes à l'émission ou à l'achat, des options ou des éventuels primes de remboursement. Ce taux est différent du taux facial de l'obligation.

### 1.3.2.2. Valorisation d'une obligation

Contrairement à l'action, la détermination de la valeur d'une obligation est beaucoup plus certaine et précise car étant un produit de taux, les revenus qu'elle apportera à son détenteur sont connus d'avance. De ce fait, nul besoin d'effectuer une quelconque estimation sur ces revenus, à l'instar de celle effectuée sur les dividendes dans l'évaluation d'une action, car la rémunération d'une obligation est constituée du versement d'un coupon (calculé à partir d'un taux d'intérêt nominal que l'on applique à la valeur nominale ou valeur faciale de l'obligation) et éventuellement du versement d'une prime de remboursement.

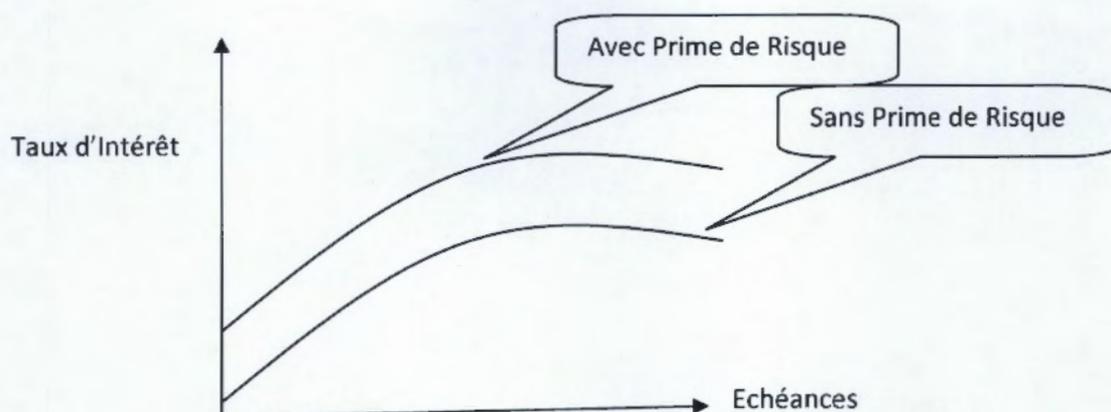
Ces différents flux générés par l'obligation sont, en principe, actualisés à partir du taux de rémunération exigé par le marché, conformément à des placements identiques sur des durées correspondants aux différentes échéances de l'obligation. De ce fait, pour une obligation à  $n$  années avec des cash flows  $C_1, C_2, \dots, C_n$ , où le dernier cash flow en date  $n$  inclus le dernier coupon et le remboursement du capital (100%) on a :

$$\text{Prix de l'obligation} = \frac{C_1}{(1+r_1)} + \frac{C_2}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r_n)^n}$$

Avec  $r_1, r_2, \dots, r_n$  étant les taux d'intérêt que le marché exige pour un investissement dans des valeurs semblables sur les différentes maturités allant d'un an à  $n$  années.

L'ensemble de ces taux d'intérêts, matérialisé sur un graphique, forme généralement une courbe appelé courbe des taux (yield curve). La courbe des taux réalisée pour les emprunts d'Etat (supposé sans risque) sert de référence à celle d'autres types de valeurs pour lesquels une prime est ajoutée en fonction du degré plus ou moins élevé du risque de celles-ci.

**Figure 1 : Structure de taux d'intérêt**



Source : Synthèse de l'Auteur

Cependant, le taux de rendement actuariel d'une obligation peut aussi être utilisé, dans le cadre de la valorisation de cette dernière, comme taux d'actualisation. Il s'agira pour ce faire, d'effectuer une moyenne des taux de rendements actuariels des obligations similaires (même signature, même échéance etc.) déjà émises sur le marché.

Cette méthode qui est beaucoup moins précise que la première, peut néanmoins s'avérer très utile dans le cas où l'on observe la non présence des émetteurs de référence sur certaines échéances de la courbe des taux, rendant parfois impossible la valorisation de ces titres.

Toutefois, il faut aussi noter que pour une obligation, la valorisation n'est pas le seul élément à prendre en compte; l'analyse du niveau de risque que court son détenteur pouvant être tout aussi importante.

### **1.3.2.3. Mesure et analyse du risque d'une obligation**

Les risques liés à un placement obligataire relèvent de deux principales catégories que sont : le risque spécifique au titre obligataire sélectionné qui est le risque de signature (ou de crédit) et le risque systématique qui lui, est relatif à l'ensemble du marché obligataire à savoir le risque de taux d'intérêt.

#### **1.3.2.3.1. Risque de signature**

Le risque de signature porte sur la capacité de la structure émettrice du titre à honorer ses engagements contractuels à savoir verser les intérêts aux dates contractuels et procéder au remboursement de la dette à l'échéance.

Ce risque est en principe très faible pour les émissions ayant la garantie de l'Etat, par contre pour les obligations émises par des structures privées, il est beaucoup plus élevé. A cet effet, le marché requiert pour ces derniers, un taux de rendement plus élevé que celui des obligations d'Etat ; la majoration (spread) étant destinée à rémunérer le risque supplémentaire pris en investissant dans un emprunt privé.

Cette majoration aussi appelée prime de risque peut être estimée soit par une analyse interne de l'investisseur à la structure de gestion de fonds, soit en se référant aux notations (ratings) délivrées par des agences de notation (Moody's, Standard & Poors etc.). Ces notations permettent de catégoriser les différentes émissions, sur la base de certaines notations (AAA, BB-, etc.) en fonction de l'appréciation du risque de crédit (Tableau 1).

**Tableau 1 : Cotation des risques de crédit**

AGENCES	TRES GRANDE QUALITE DE CREDIT	GRANDE QUALITE DE CREDIT	OBLIGATIONS SPECULATIVE	TRES FAIBLE QUALITE DE CREDIT
MOODY'S	Aaa à Aa	A à Baa	Ba à B	Caa à C
S & P	AAA à AA	A à BBB	BB à B	CCC à D

SOURCE : Kodjovi ASSOE Notes Pédagogiques cours HEC

Cette notation, qui résulte d'une analyse de certains critères tels que : les ratios de levier financier, de liquidité, de couvertures d'intérêts, de flux monétaires, de rentabilité, ... permet ainsi de déterminer le spread qui devrait être affecté aux différents émetteurs. Le risque de l'obligation portant sur la capacité de son émetteur à faire face à ses obligations est donc compensé par le taux de rendement exigé.

#### 1.3.2.3.2. Les risques de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt ou risque de marché des placements obligataires est soit : le risque de variation du prix d'une obligation à la suite d'une variation des taux d'intérêt sur le marché, ou celui du réinvestissement des coupons à des taux défavorables. En effet, les mécanismes du marché assurent que, lors d'une hausse des taux, la valeur d'une ancienne obligation baisse afin que le coupon servi (qui lui reste fixe en valeur absolue) fournisse à l'investisseur un rendement comparable à celui des obligations nouvellement émises aux taux du marché ; les fluctuations de ce taux du marché peuvent donc faire varier à la hausse ou à la baisse la valeur d'une obligation.

De même, la variation des taux d'intérêt engendre un risque de réinvestissement des coupons à des taux défavorables, pouvant générer un rendement effectif du placement différent du rendement planifié à l'acquisition des titres.

L'ampleur de la variation du prix d'une obligation à la suite de celle des taux du marché ou le niveau de la perte constatée du fait d'un réinvestissement des coupons à des taux moins élevés, sont fortement dépendants des caractéristiques propres à cette obligation. Aussi, afin de pouvoir mieux cerner ce risque de taux, trois outils ont alors été mis en place : la sensibilité, la duration et le concept de Convexité.

La sensibilité et la duration comme mesures du risque de taux, permettent de rendre compte des variations du prix d'une obligation suite à de faibles variations des taux de rendements à l'échéance ; cette variation de prix étant sensiblement la même, que ce taux varie à la hausse ou à la baisse.

#### ❖ La Sensibilité

La sensibilité mesure la variation du cours d'une obligation pour une variation d'un point du taux d'intérêt. Pour une obligation donnée, elle est calculée par l'expression suivante :

$$\text{Sensibilité} = \frac{1}{P} \sum_{t=1}^n t \frac{FM_t}{(1+y)^{t+1}}$$

Cet indicateur mesure le niveau de risque associé à une obligation, de mieux en apprécier les caractéristiques et permet dans le même temps, d'être mieux outillé dans le choix de l'obligation dans laquelle l'on désire investir en fonction de son niveau d'aversion pour le risque.

#### ❖ La Duration

La duration se décrit comme la durée de vie moyenne d'une émission obligataire. Cette moyenne est pondérée par les flux monétaires (coupons ou valeurs de remboursement) versés aux dates d'échéance et actualisés au taux du marché ou taux actuariel. Elle donne ainsi la durée de détention de l'obligation nécessaire pour s'immuniser contre le risque de taux.

$$\text{Duration} = \frac{1}{P} \sum_{t=1}^n t \frac{FM_t}{(1+y)^t}$$

Il existe cependant une relation permettant d'obtenir l'évaluation de la duration d'une obligation à partir de sa sensibilité.

On a ainsi :

$$\text{Duration} = - \text{sensibilité} (1 + \text{Taux Actuariel})$$

Cet indicateur est analysé en termes de risque car une duration très élevée est perçue comme une maturité plus longue de l'obligation qui traduit ainsi un risque de variation de taux plus élevé. Aussi, dans un premier temps lorsque pour le détenteur d'une obligation, la duration de l'obligation ne correspond pas à sa durée de détention, ce dernier court le risque de subir une perte résultant de la dépréciation de la valeur de cette obligation.

Cependant, il est important de noter que pour des fluctuations plus importantes de taux, la sensibilité qui est en réalité une approximation de la variation du prix de l'obligation au taux d'intérêt donne idée biaisée de la fluctuation réelle que l'on enregistrera sur le titre. Il convient alors de compléter l'analyse par un autre instrument qu'est : la convexité.

#### ❖ La Convexité

La convexité d'une obligation, qui s'exprime en nombre d'années au carré, est une mesure de la courbure de la relation entre le prix et le rendement qui est exigé d'une obligation.

$$\text{Convexité} = \frac{1}{P} \sum_{t=1}^n t(t+1) \frac{FM_t}{(1+y)^{t+2}}$$

Avec :  $P$  = Prix de l'obligation  
 $FM$  = Flux Monétaires

$y$  = Taux de rendement de l'obligation  
 $t$  = Période des flux

La convexité mesure la courbure de la fonction liant la variation du prix d'une obligation au taux d'intérêt du marché, pour des variations de grandes amplitudes des taux d'intérêts (variations non symétriques par rapport aux prix des obligations). On remarque alors, que lorsqu'une obligation A est plus convexe qu'une obligation B, une variation à la hausse (baisse) des taux entraîne une baisse (une hausse) moins importante (plus importante) du prix au niveau de l'obligation A qu'au niveau de l'obligation B.

Dans ce cas de figure l'obligation A est donc beaucoup plus intéressante à détenir que l'obligation B.

En somme l'analyse d'une obligation consiste à déterminer le rendement attendu de sa détention (le taux de rendement actuariel) et les indicateurs de risques que sont la notation (interne ou externe), la sensibilité, la duration et la convexité. Dans la second partie, nous montrerons comment ses indicateurs peuvent être utilisés pour permettre aux SGI, particulièrement à ACTIBOURSE, de proposer des conseils en investissement et analyser son portefeuille de titre pour apprécier le rendement et les risques.

Ce premier chapitre de notre présentation a porté sur l'analyse des titres, principalement l'action (titre de capital) et l'obligation (titre de dette), dans la perspective de la prise de décision raisonnée, de les inclure ou non dans son portefeuille.

Cette partie à été aussi pour nous l'occasion de présenter les caractéristiques des titres et les fondements sur lesquels se basent leur analyse mais surtout, celle de faire ressortir l'objectif principal de toute analyse qui est l'appréciation du niveau de rendement attendu et le risque encouru sur ces deux catégories de titres financiers.

L'appréciation de ces éléments, permet de guider tout investisseur dans le choix de placement en fonction de son aversion prononcée ou non du risque.

Aujourd'hui, il existe une multitude de titres financiers de caractéristiques variées sur lesquels les investisseurs peuvent placer leurs ressources pour atteindre les objectifs assignés. Cette variété de choix offre au gestionnaire et à l'analyste financier la possibilité de les combiner dans la limite de ses contraintes afin d'atteindre plus efficacement son objectif de placement. Cette combinaison, pour être efficace, doit s'appuyer sur différents principes et outils.

La gestion d'un portefeuille devient alors indispensable, dans l'optique d'une optimisation des choix effectués conformément aux objectifs visés. La présentation de ces principes et outils constitue ainsi l'objet du deuxième chapitre.

## Chapitre 2. PRINCIPE DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Un portefeuille constitue un ensemble de valeurs mobilières (actions, obligations,...) détenu par un investisseur, sa gestion consiste à en déterminer sa composition, à effectuer éventuellement des réaménagements et à procéder en permanence à son évaluation. La constitution et la gestion d'un portefeuille répond à un certain nombre d'étapes qui semblent s'imposer au gestionnaire et repose sur des philosophies qu'il est tenu de suivre. Cette gestion peut être effectuée par des investisseurs individuels (pour leur propre compte ou pour celui de particulier) ou par des investisseurs institutionnels (Organisme de Placement collectif, Banque d'investissement, assurance...) en fonction d'un certain nombre d'objectifs bien précis (Cleary & Jones, 2000, P110).

Le but de ce chapitre est donc de présenter en trois sections : les objectifs, les étapes et les outils de la gestion de portefeuille. Aussi, dans un premier temps, nous présenterons ces objectifs à travers la démarche et les stratégies générales de gestion de portefeuille. Ensuite, nous présenterons les outils et la démarche spécifique à la gestion d'un portefeuille action, puis nous terminerons par la présentation des spécificités liées à la gestion d'un portefeuille obligataire.

### 2.1. DEMARCHE ET STRATEGIES GENERALES DE GESTION DE PORTEFEUILLE

La gestion de portefeuille vise à atteindre, aux travers d'un certain nombre de stratégies, des objectifs bien précis suivant une démarche généralement admise.

#### 2.1.1. Objectifs et démarches de la gestion de portefeuille

L'objectif principalement recherché, dans le cadre de la gestion d'un portefeuille quelque soit l'investisseur, est l'optimisation du couple rentabilité - risque. En effet, la rentabilité est une fonction croissante du risque par le simple fait qu'elle traduit la rémunération de celle-ci. Ainsi chaque investisseur, ayant un rapport particulier avec le risque, définit le niveau de rentabilité correspondant à ce risque comme étant la rentabilité qu'il souhaite obtenir de son portefeuille.

La gestion de portefeuille consiste donc à rechercher pour un niveau de risque donné la rentabilité optimale que l'on peut obtenir de ce portefeuille.

En outre, il est important de savoir que cette discipline a connu un tournant décisif avec les travaux de Harry Markowitz ; il convient de citer également les travaux de SHARPE W, Lintner, Black F, ... qui ont permis de modifier la philosophie de cette discipline.

Il résulte de ces travaux, la définition d'un ensemble de décisions et d'actions que doivent adopter, dans le cadre de la gestion de leur portefeuille, tout investisseur individuel ou institutionnel. A cet effet, il existe un processus permettant à ceux-ci de respecter les différentes étapes essentielles à la constitution d'un portefeuille répondant aux attentes des investisseurs.

On distingue à cet effet cinq (5) principales étapes<sup>8</sup> que sont :

- la définition des objectifs et des contraintes de l'investisseur
- l'établissement des prévisions du marché
- la construction du portefeuille et ses éventuels ajustements
- la gestion des conditions exceptionnelles du marché et de l'investisseur
- et enfin l'évaluation des performances au regard des objectifs

Nous présenterons dans ce qui suit les objectifs de chaque étape.

#### **2.1.1.1. Objectifs et contraintes de l'investisseur**

Il s'agit pour le gestionnaire dans cette première étape, de définir l'objectif de placement de l'investisseur et d'établir les contraintes auxquelles il est assujéti dans la constitution de son portefeuille.

En effet, pour ce dernier les objectifs relatifs à la gestion de son portefeuille se traduisent en termes de rentabilité attendue et de risque acceptable. Ces deux notions étant intrinsèquement liées du fait qu'un investisseur ayant une aversion poussée pour le risque recherchera une rentabilité modeste et vice versa. Le rôle du gestionnaire sera donc d'identifier le niveau de rentabilité souhaité par son client en fonction du niveau de risque que celui-ci souhaite assumer.

Cette tâche est particulièrement délicate pour les investisseurs particuliers, qui n'ont en général qu'une connaissance basique des produits et qui ont quelques difficultés à chiffrer le rendement attendu ou la perte supportable pour leur portefeuille.

---

<sup>8</sup> Cleary & Jones, 2000, Investments Analysis and Management, P115

Aussi, afin de fixer les objectifs et les contraintes qui vont déterminer l'allocation et la sélection des titres, il sera demandé à l'investisseur de remplir un questionnaire.

Sur la base des réponses apportées, le gestionnaire identifiera et quantifiera l'objectif de placement et se fixera les contraintes à observer. Deux paramètres sont déterminants à cette étape : la position de l'investisseur selon le cycle de vie et son statut socio professionnel.

En effet, il est communément retenu que tout individu dans sa vie active passe par quatre phases auxquelles est associée une tolérance au risque et sur lequel le gestionnaire peut s'appuyer pour définir le niveau de risque acceptable. Il s'agit de :

- la phase d'accumulation
- la phase de consolidation
- la phase dépensière
- la phase d'assistanat

Le gestionnaire pourrait ainsi conseiller le niveau de risque adéquat pour son client en fonction de l'analyse de la phase dans laquelle ce dernier se trouverait ; le niveau de risque évoluant de façon décroissante à celle du cycle.

Lorsqu'il s'agit d'un investisseur institutionnel, le niveau de risque adéquat est issu de la réglementation ; celle-ci s'appuyant le plus souvent sur le niveau des ressources propres.

De plus, toujours dans l'optique de parvenir à la définition d'une stratégie d'investissement, il serait tout aussi important de recueillir les contraintes auxquelles doivent faire face les investisseurs et qui peuvent significativement influencer la politique d'investissement à définir. Ces contraintes peuvent concerner :

- **l'horizon de placement** : qui est la période sur laquelle l'investisseur désire effectuer son placement et qui peut être fonction de plusieurs facteurs tels : la durée de vie espérée pour un investisseur individuel ou plutôt la durée d'un plan de retraite de ses jeunes salariés pour des investisseurs institutionnels;
- **le besoin de liquidité** : il s'agit ici pour l'investisseur de définir la proportion en placement facilement négociable sans perte excessive dans laquelle celui-ci désire effectuer son investissement afin de pouvoir combler à tout moment un éventuel besoin de liquidité ;

- **la prise en compte de la fiscalité** : dont il faut absolument tenir compte étant donné les différences existantes en matière de fiscalité lorsque l'on investit dans des placements à revenus fixes, des placements à revenus variables, où lorsque l'on réalise des plus-values ;

- **les exigences légales et réglementaires** : dont le gestionnaire doit aussi absolument tenir compte, même si ces exigences sont plus le fait des investisseurs institutionnels ;

- **les circonstances et besoins particuliers** : il s'agit ici de d'exigences spécifiques de la part des investisseurs comme par exemple le choix d'un actif particulier dans lequel celui-ci voudrait voir son investissement réalisé.

En définitive, cette première étape qui consiste à définir les objectifs et les contraintes de l'investisseur, devrait permettre d'établir une politique d'investissement précise sur laquelle se fonderaient les stratégies à employer afin de répondre correctement aux besoins des investisseurs. L'établissement de cette politique d'investissement constitue un véritable document opérationnel pour le gestionnaire.

#### **2.1.1.2. Etablissement des prévisions de rendement sur les marchés**

L'établissement des prévisions de rendements sur les marchés, passe tout d'abord par l'étude des facteurs influençant la formation de ces prévisions à savoir :

- les facteurs macroéconomiques qui ont un impact sur les cours des obligations, des actions, et des autres supports de placement, ...
- et les facteurs micro économiques qui concernent les prévisions des résultats des entreprises cotées, les prévisions de dividendes, ...

Et ensuite, par la détermination du taux de rentabilité espérée qui lui résulte de l'analyse des taux de rentabilité historique et des écart-types précédemment obtenus.

#### **2.1.1.3. Construction du portefeuille et ses éventuels ajustements**

Il faut noter que cette troisième étape est l'aboutissement des deux étapes précédentes. En effet, la construction du portefeuille se fait à partir des conclusions des 1<sup>ères</sup> et 2<sup>èmes</sup> étapes relatives à l'établissement de la politique d'investissement et des prévisions de rendement sur les marchés.

Cette construction implique donc, sur la base des stratégies adoptées résultantes des précédentes conclusions, la sélection des actifs sur lesquels l'on désire investir, le niveau de fonds à allouer à chaque titre sélectionné et enfin la détermination de la structure du portefeuille permettant d'optimiser les choix opérés.

Les éléments les plus importants concernant la construction du portefeuille au niveau de cette 3<sup>ème</sup> étape sont : la définition de l'allocation du portefeuille et l'optimisation de ce portefeuille

#### **2.1.1.3.1. Définition de l'allocation du portefeuille**

Cette étape consiste tout d'abord, à partir de la politique d'investissement mise en place selon les objectifs et contraintes de l'investisseur et selon les anticipations sur l'évolution du marché, à définir après une analyse minutieuse les différentes classes d'actifs éligibles à la constitution du portefeuille en question (titres monétaires, titres de créance, titre de propriété, produits dérivés etc.) ; et ensuite à décider du pourcentage de ressources à allouer à chaque catégorie d'actif constituant ce portefeuille. La proportion de ressources que le gestionnaire décide de répartir dans chaque actif est très importante car elle constitue la base de la détermination du niveau de rentabilité et donc de risque que l'on voudrait obtenir du portefeuille.

En effet, lorsque l'on constitue un portefeuille de la même classe d'actif les performances attendues seront pratiquement similaires à celles de l'actif en question peu importe la répartition des ressources (du fait de la forte corrélation existante).

Cependant, lorsque l'on constitue un portefeuille avec différentes classes d'actifs (ce qui est généralement le cas), les performances attendues sont très peu liées à celles d'un actif en particulier (faible corrélation) d'où l'importance de la répartition des ressources qui, si elle est adéquatement effectuée, permettra de maximiser la rentabilité du portefeuille par rapport à un autre portefeuille (identique mais ne bénéficiant pas de la même allocation de fonds).

#### **2.1.1.3.2. Optimisation du portefeuille**

La deuxième étape nécessaire à la construction d'un portefeuille est celle relative à l'optimisation de ce portefeuille. Ainsi, après avoir analysé et sélectionné les différentes classes d'actifs et après leur avoir alloué les ressources dans des proportions permettant d'atteindre la rentabilité souhaitée ; il devient primordial pour le gestionnaire de chercher à déterminer la structure adéquate que doit adopter son portefeuille en vue d'optimiser son couple rentabilité-risque.

En effet, pour un niveau d'espérance de rentabilité donné, il existe une infinité de portefeuilles qui promettent de rapporter au gestionnaire cette rentabilité.

Il est donc préférable pour le gestionnaire d'investir dans celui qui a la volatilité la plus faible possible et donc qui est le moins risqué. On parle alors de portefeuille efficient, dont la détermination est le plus souvent effectuée à partir de la sélection de portefeuille selon l'approche de Markowitz notamment pour le portefeuille action, et qui est relatif à l'objectif principal de la gestion de portefeuille.

Cette optimisation du portefeuille exige une démarche spécifique pour chaque classe d'actif. Nous reviendrons sur les outils et la démarche dans les deux sections suivantes.

#### **2.1.1.4. La gestion des conditions exceptionnelles du marché et des investisseurs**

Aussi, après la construction effective d'un portefeuille efficient il est important de prendre en compte les changements qui pourraient survenir dans les conditions de marché ou du mandant et d'effectuer les différents ajustements ou révisions nécessaires à la conservation des objectifs assignés.

Il s'agit ici de procéder à la prise en compte permanente, dans la politique d'investissement adoptée, des changements majeurs pouvant intervenir sur le marché ou au niveau des investisseurs.

En effet, les investissements étant réalisés sur un marché dynamique il y a tous les jours des mouvements au niveau des principales variables tels l'inflation, les taux d'intérêt etc. dont il faut tenir compte dans la gestion de son portefeuille. De plus toutes les informations concernant les résultats probables des entreprises peuvent aussi y avoir un impact, sachant l'influence de ces résultats sur les prix des titres correspondants.

Sur un autre plan, il faut procéder à une prise en compte des changements pouvant intervenir au niveau de l'investisseur en ce qui concerne les contraintes à savoir : l'horizon de placement, le besoin de liquidité etc.

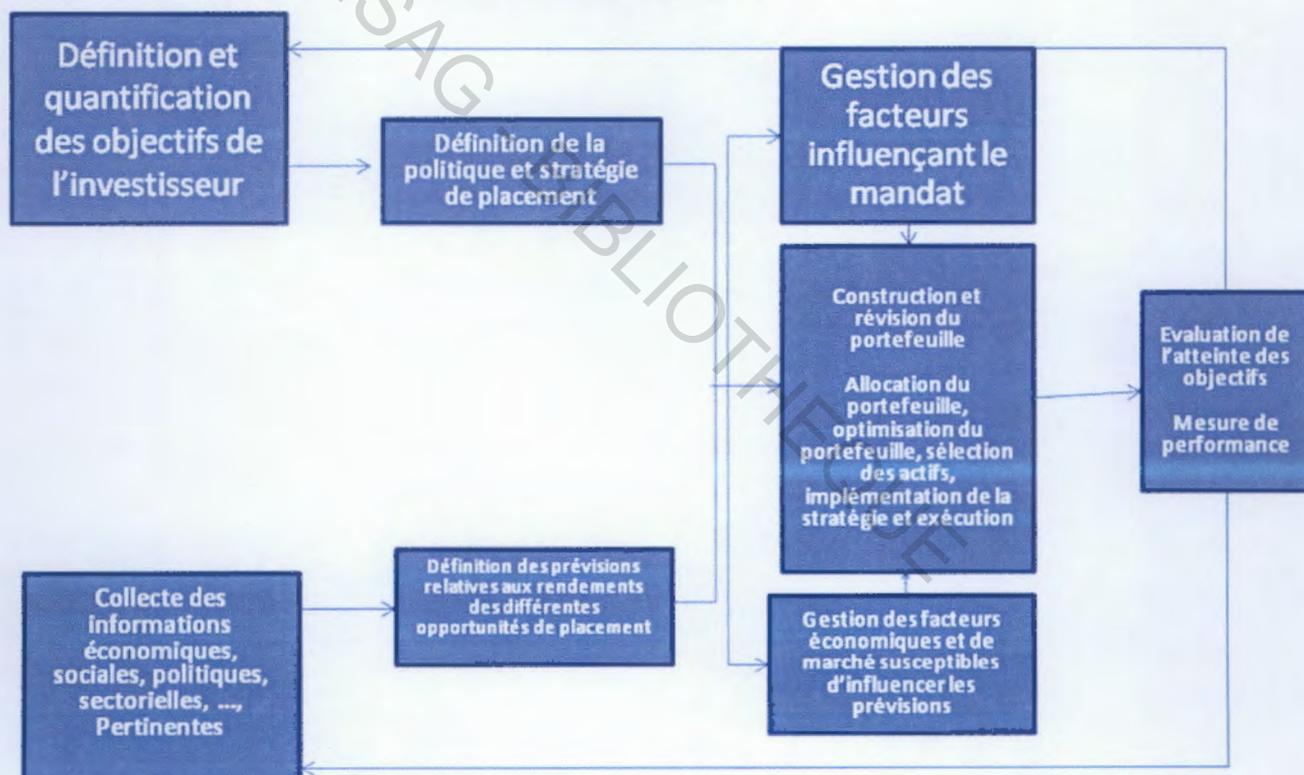
### 2.1.1.5. L'évaluation des performances par rapport aux objectifs

L'évaluation des performances réalisées par le portefeuille, construit à la suite de tous ce processus, demeure importante au regard des objectifs qui sont assignés au gestionnaire. En effet une bonne évaluation permettra de juger de la pertinence de la stratégie employée et de déterminer si le processus de gestion de portefeuille adopté à été un succès ou non.

De plus, cette évaluation permettra aussi de juger du travail des gestionnaires de fonds, de comprendre les raisons des bons comme des mauvais résultats et ainsi au final de pouvoir être efficacement orienté quant au choix d'investissement à opérer. Nous développerons les outils de mesure de performance dans une section à part entière.

Toutes ces étapes peuvent ainsi être présentées sous la forme schématique suivante :

**Figure 2 : Processus de gestion de portefeuille**



Source : Cleary & Jones, 2000, p125

L'on peut ainsi faire ressortir un point de vue globale du processus de gestion de portefeuille, permettant de formaliser d'une façon systématique et organisée les prises de décisions relatives aux investissements dans le cadre d'une gestion efficace d'un portefeuille de titres financiers. L'évaluation de la gestion de portefeuille à ACTIBOURSE se fera selon ces différentes étapes qui sont incontournables pour une gestion efficace.

## **2.1.2. Stratégies de gestion de portefeuille**

La gestion de portefeuille comme précédemment décrite nécessite, en fonction des objectifs à atteindre, l'adoption d'une stratégie adéquate dont les performances doivent être correctement évaluées à travers un certain nombre d'outils de mesures.

### **2.1.2.1. Principes des stratégies de gestion de portefeuille**

La stratégie de gestion de portefeuille dépend nécessairement des différents objectifs fixés, qui eux-mêmes sont tributaires de l'information que l'investisseur peut recevoir en provenance du marché. L'information joue un rôle primordial dans le choix d'une stratégie ou d'une autre et mérite un détour.

#### **2.1.2.1.1. L'importance de l'information**

L'information est nécessaire à la gestion de portefeuille que ce soit au niveau de l'évaluation des prévisions qu'au niveau de la détermination de la stratégie à adopter.

Dans l'optique de la détermination de la stratégie à suivre, le gestionnaire doit se référer au niveau d'efficience informationnelle du marché. Le niveau d'efficience du marché l'informe sur la vitesse avec laquelle les informations rendues publiques sont intégrées au cours des actifs et de la possibilité de pouvoir ou non tirer profit d'une information disponible ou de toute indicateur synthétique que l'on pourrait construire à partir de ces informations.

Plus encore, le niveau d'efficience lui permet d'apprécier s'il doit effectuer ou non un travail de collecte et d'analyse des informations dont ils pourraient tirer profit pour obtenir à moyen et long terme une performance meilleure comparativement à celle des autres gestionnaires.

En effet, il est important de noter que « les prix sur les marchés sont déterminés par les anticipations des investisseurs or ces anticipations sont effectuées sur la base des informations qui sont à leur disposition<sup>9</sup> ».

De plus, si toutes les informations significatives et pertinentes sont totalement disponibles et utilisées de façon rationnelle par les investisseurs, les anticipations qu'ils feront permettront d'obtenir des prix qui refléteront la valeur réelle des actifs. De ce fait, le marché sera alors considérée comme efficient car reflétant de façon instantanée, dans les cours boursiers, toutes les informations significatives disponibles sur ce marché.

---

<sup>9</sup> B. Jacquillat B. Solnik, 2002, *Marchés Financiers Gestion de Portefeuille et des Risques*, P48

Cette situation d'efficience étant défavorable à l'adoption de stratégies visant à la recherche de performances au-dessus de celles du marché.

Ainsi, de l'opinion que se fait un investisseur, de l'efficience ou non d'un marché, découlera le style adéquat de gestion de son portefeuille. On distinguera à cet effet principalement deux styles que sont : la gestion passive et la gestion active.

#### **2.1.2.1.2. Le style gestion passive**

La gestion passive est basée sur l'idée selon laquelle lorsque le marché est efficient, les stratégies de collecte et de traitement des informations de quelque nature que ce soit ne permettront pas d'obtenir des performances supérieures à celle des gestionnaires n'effectuant pas ce travail ; ou lorsqu'une performance supérieure est obtenue elle est exactement compensée par les coûts liés à la collecte et au traitement des informations. Dans ces conditions, la collecte et le traitement d'information n'est que peine perdue.

La gestion passive est un style de gestion à long terme qui vise à reproduire la performance moyenne d'un marché. Le mode principal de gestion associé à la gestion passive est la gestion indicielle qui consiste comme son nom l'indique, à reproduire la composition d'un indice qui sert de Benchmark au portefeuille.

#### **2.1.2.1.3. Le style de gestion active**

A l'inverse de la gestion passive, la gestion active ne croient pas en l'efficience des marchés dont les anomalies peuvent être exploitées pour réaliser des performances supérieures à celle qu'offre le marché en moyenne.

La différence principale entre ces deux styles de gestion réside donc dans les méthodes utilisées mais surtout dans les objectifs recherchés : la gestion active recherchant les voies et moyens pour obtenir une performance supérieure au marché ; elle s'appuiera sur une multitude d'instruments financiers servant à prendre des décisions d'investissements ou de désinvestissements, voire d'arbitrages.

Celles-ci sont fondées sur l'analyse de nombreux paramètres économiques, financiers ou techniques tels que, par exemple, la volatilité d'un marché, sa liquidité, ses tendances, l'écart relatif avec un autre paramètre de marché, la qualité de crédit des émetteurs de titres, ou la probabilité de la réalisation d'un événement. Elle s'appuiera aussi sur des outils d'analyse fondamentale et d'analyse technique des marchés.

### **2.1.3. Mesure de performance de la gestion de portefeuille**

La mesure de la performance demeure primordiale pour juger de la pertinence de la stratégie employée pour atteindre les objectifs visés. Elle doit, de ce fait, permettre de savoir si les rendements nets que rapporte le portefeuille sont suffisamment élevés pour compenser les risques pris pour les réaliser. Pour que cette évaluation puisse répondre efficacement à cette préoccupation, elle doit être effectuée au travers d'un cadre précis.

#### **2.1.3.1. Le cadre d'évaluation de la performance**

Le cadre d'évaluation permet de faire ressortir un certain nombre de facteurs dont il est indispensable de tenir compte pour une évaluation plus pertinente. Ces facteurs principaux étant le risque, l'horizon de calcul des performances et la détermination d'un benchmark.

Notons que l'horizon de calcul du rendement du portefeuille ou du fond soumis à évaluation doit nécessairement être aussi précisé pour offrir une base plus juste de comparaison parce que certaines stratégies de gestion ont besoin de temps pour arriver à maturation. De même la référence à un Benchmark (portefeuille de référence) est nécessaire car les performances en absolue véhiculent très peu d'information. Le choix de ce benchmark revêt une importance particulière car il doit refléter de façon précise les objectifs du portefeuille étudié afin de pouvoir effectivement juger des performances favorables ou défavorables de celui-ci. En outre, il existe des outils intégrant ces principaux facteurs et permettant ainsi une évaluation de la sur ou contre performance d'un portefeuille.

#### **2.1.3.2. Les outils d'évaluation de la performance**

Dans les années 1960, William Sharpe, Jack Treynor et Michael Jensen ont développé trois indicateurs permettant l'évaluation de la performance d'un portefeuille. Leur particularité se situant dans le fait qu'ils permettent d'intégrer dans l'analyse à la fois la mesure de la rentabilité et celle du risque d'où l'appellation anglophone de risk-adjusted measures of performance (Cleary & Jones, 2000, P125).

Pour évaluer la performance d'un fonds ou d'un portefeuille l'on se sert des trois indices qui portent le nom de leurs auteurs à savoir : Indice de Sharpe, Indice de Treynor et alpha de Jensen.

### 2.1.3.2.1. Le Ratio de Sharpe ( $S_P$ )

Du nom de son auteur, ce ratio permet la mesure, par unité de risque, de la moyenne de rendement du portefeuille (RP) au-dessus de celle du rendement de l'actif sans risque (Rf) et cela sur une période donnée en général un an. La mesure du risque utilisée dans ce ratio étant l'écart type des rendements du portefeuille durant l'année. On a ainsi :

$$S_P = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

Un fonds ou un portefeuille sera d'autant plus performant que ce ratio est élevé. Lorsqu'il est inférieur à 0, Le fonds objet de l'étude a réalisé une performance moyenne inférieure à l'actif sans risque. La stratégie du gestionnaire a été médiocre au regard de la performance réalisée.

La limite principale de cet indicateur, est le fait qu'il prenne en compte le risque global du portefeuille alors qu'il est de notoriété que seul le risque systématique est rémunéré et mérite d'être supporté par le gestionnaire (cf. développement ultérieur sur le MEDAF).

### 2.1.3.2.2. Le Ratio de Treynor ( $T_P$ )

Ce ratio s'inscrit dans la même logique que celle du ratio de Sharpe à la seule différence que la mesure du risque ne se limite qu'à celle du risque systématique ( $\beta_P$ ). Il est obtenu ainsi :

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

Il permet donc d'évaluer, par unité de risque systématique, la moyenne de rendement du portefeuille ( $T_P$ ) au-dessus de celle du rendement de l'actif sans risque ( $R_f$ ) et cela sur une période d'un an.

Lorsqu'un fonds est bien diversifié (risque spécifique nul). Ce ratio est égal au précédent.

L'interprétation de ce ratio est la même que celle du ratio de Sharpe.

### 2.1.3.2.3. L'Alpha de Jensen ( $\alpha_p$ )

L'alpha de Jensen ( $\alpha_p$ ) consiste à mesurer la différence existante entre ce que rapporte actuellement le portefeuille ( $R_p - R_f$ ) par rapport à ce qu'il aurait rapporté compte tenu du niveau de risque systématique existant  $\beta_p (R_m - R_f)$ .

Il est calculé comme suit :

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$$

Lorsque le ratio est égal à 0 alors le rendement obtenu par le portefeuille ou le fonds est égal à celui prévu par le MEDAF. Lorsque le ratio est positif alors le gestionnaire a obtenu un rendement supérieur au rendement prévu par le MEDAF. Il a alors surperformé le marché. A l'inverse, lorsque l'indicateur est négatif, le gestionnaire a réalisé une performance en deçà de la performance prévue par le MEDAF.

## 2.2. GESTION DE PORTEFEUILLE ACTION

La gestion d'un portefeuille d'actions, peut être effectuée selon les deux styles énoncés précédemment : la gestion passive et la gestion active.

### 2.2.1. La Gestion Passive d'un portefeuille d'action

Rappelons que dans la gestion passive d'un portefeuille action, le gestionnaire recherche une performance égale à celle d'un henchmark (indice de référence). Il cherche à faire aussi bien que ce dernier. La stratégie principalement employée, dans ce cas précis d'un portefeuille d'action, étant alors celle de la gestion indicielle.

#### 2.2.1.1. La gestion indicielle

Ce mode de gestion est associé à la gestion passive lorsque son objectif est d'obtenir une performance similaire à celle réalisée par l'indice représentatif du marché. Il consiste donc à répliquer d'une façon aussi précise que possible la composition de l'indice en question. Cette réplique peut être pure, synthétique ou approximative.

#### **2.2.1.1.1. La répliation pure**

La répliation pure consiste à composer son portefeuille d'actions avec la totalité ou au moins la majeure partie des valeurs qui composent l'indice ; ces valeurs étant pondérées la plupart du temps par leur capitalisation boursière. La performance réalisée, dépend alors beaucoup de la réduction des décalages entre les modifications de la structure de l'indice et celles du portefeuille.

Certaines fois lorsque l'indice contient un grand nombre d'action (S&P 500), une approche de répliation pure consiste à réunir dans le portefeuille les plus grosses capitalisations boursières de l'indice et de trier le reste des valeurs par secteur et niveau de risque afin de compléter le portefeuille.

#### **2.2.1.1.2. La répliation synthétique**

La répliation synthétique se base sur les produits dérivés, elle consiste en l'achat de contrats à terme sur indice permettant d'obtenir la valeur de l'indice à échéance. Cette méthode permet une réduction des frais de transaction, mais fait intervenir un risque lié à la différence entre le prix du contrat et la valeur du portefeuille au comptant. Il faut aussi noter que les contrats à terme sur indice n'existent pas pour tous les indices.

#### **2.2.1.1.3. La répliation mixte**

La répliation mixte, quant à elle, est une combinaison de titres et de produits dérivés, son intérêt étant d'atteindre un équilibre entre le niveau de risque encouru et le montant des coûts de transaction.

Il est important de noter que cette gestion indicielle, qui est plus aisée à mettre en œuvre par des investisseurs institutionnels, l'est beaucoup moins pour des investisseurs individuels du fait de la quantité de ressources nécessaire à la répliation de leur portefeuille avec celui de l'indice.

Nonobstant, ceux-ci peuvent avoir accès à ce style de gestion au travers des Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM), particulièrement les Trackers, qui grâce au regroupement de fonds effectué permettent à chaque investisseur de bénéficier des avantages de ce mode de gestion.

### 2.2.1.2. La gestion quantitative : l'approche de Markowitz

Harry Markowitz<sup>10</sup> en 1952 a développé une approche scientifique de sélection de portefeuille, en s'appuyant sur l'espérance de rendement des actions du gisement et de la matrice de variance covariance. Il a permis de mettre en lumière les gains que l'on peut avoir à construire un portefeuille en s'appuyant sur un principe de diversification, les paramètres qui influencent ce gain et a proposé une démarche opérationnelle pour constituer le portefeuille.

Cette théorie permet de quantifier les bénéfices de la diversification (avec l'étude de la corrélation entre les titres) à partir desquels est modélisé et représenté sur un graphique, l'ensemble des portefeuilles optimisés d'actifs risqués appelé « frontière efficiente ». Cette frontière représente donc les portefeuilles de titres pour lesquels avec un niveau de risque donné, l'on obtient une espérance de rendement maximale ou pour un niveau de rendement souhaité, un risque minimum. Pour construire cette frontière efficiente, il faut jouer sur les pondérations investies dans chaque titre afin d'obtenir le portefeuille optimisant le rapport rendement/risque.

En outre, cette théorie a plus tard été étendue par Williams Sharpe, Treynor et Lintner avec le Modèle d'Equilibre d'Actif sans Risque (MEDAF), pour introduire la possibilité d'intégrer un actif sans risque dans le portefeuille que l'investisseur peut soit acheter soit vendre à découvert. Le résultat de leurs travaux ont permis aux gestionnaires, pour atteindre leurs objectifs de rendement-risque, de combiner l'actif sans risque et un portefeuille de la frontière efficiente de Markowitz. Le portefeuille optimal serait ainsi un portefeuille situé sur la droite reliant les coordonnées de l'actif sans risque et tangente à la frontière efficiente à un point dénommé portefeuille de marché. En d'autres termes, le portefeuille devrait se situer sur la droite de marché (Jacquillat B. et Solnik B., 2002, P129).

En somme, la gestion passive de portefeuille peut se faire soit par réplication pure, synthétique ou mixte du Benchmark, soit par l'utilisation de la démarche de Markowitz. Ces deux approches permettent à moyen et long terme d'obtenir un rendement en moyenne égal à celui du Benchmark. La responsabilité ici du gestionnaire sera de choisir un Benchmark qui correspondra à son objectif rendement-risque et dont le suivi des modifications de la structure, en fonction des conditions de marché, permettra d'assurer le suivi de son portefeuille.

---

<sup>10</sup> Prix Nobel d'économie en 1990

## **2.2.2. La gestion active d'un portefeuille d'action**

La gestion active est basée sur les inefficiences des marchés en cherchant à profiter des anomalies pouvant en résulter. Pour permettre à son portefeuille d'avoir des performances supérieures à celles du marché, le gestionnaire s'appuie sur une approche qui consiste à acquérir les actions à fort potentiel de croissance à court ou moyen terme, à les acheter et à attendre qu'ils atteignent la valeur objectif et à les céder pour en récupérer la plus-value. Si cette stratégie est gagnante un grand nombre de fois, les plus-values enregistrées permettraient d'obtenir un supplément de performance. Deux principales techniques sont utilisées dans ce sens à savoir : le stock picking (basé sur l'analyse fondamentale) et l'analyse technique.

### **2.2.2.1. La gestion active basée sur l'analyse fondamentale : Stock picking**

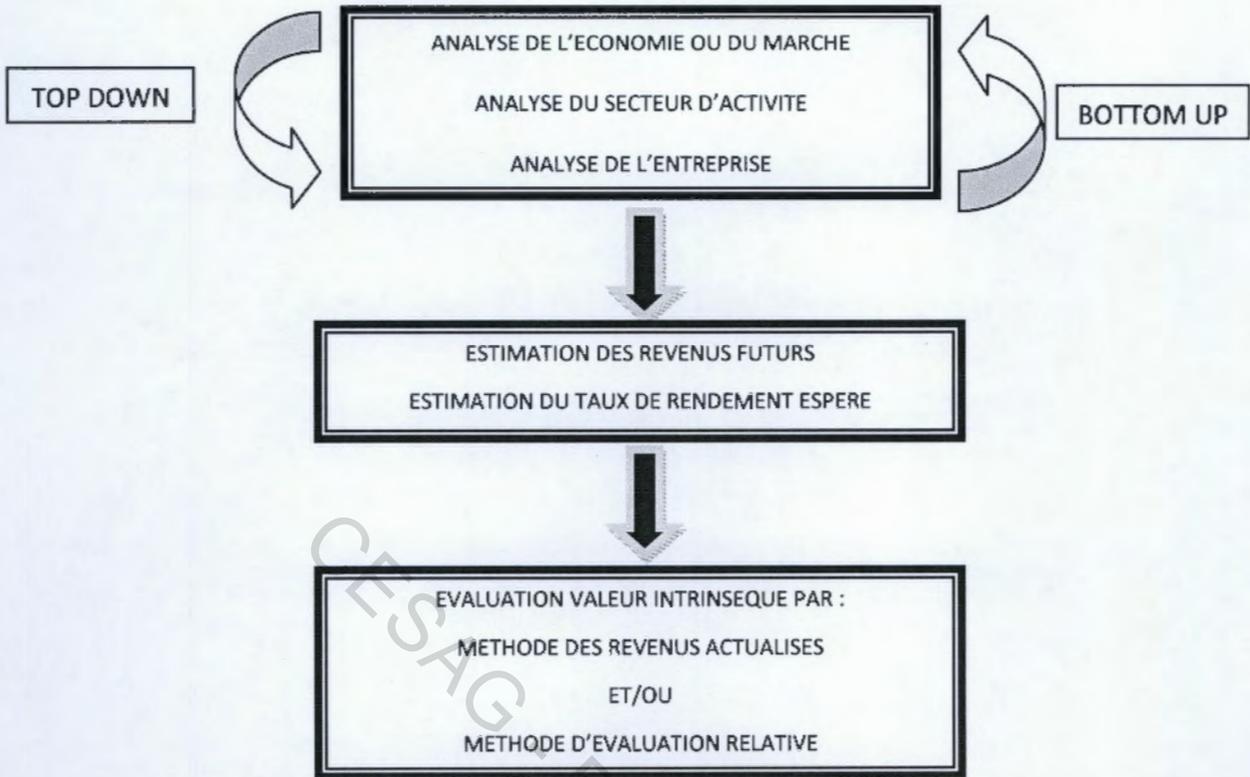
Le stock picking a pour objectif d'identifier les actions dont le cours est différent de la valeur fondamentale. Il s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle le cours d'une action ne peut durablement s'éloigner de sa valeur fondamentale. Ainsi, lorsque le cours de l'action se trouve être inférieur à valeur fondamentale, il convient d'anticiper à court ou moyen terme une croissance du cours qui ne s'arrêtera qu'une fois la valeur fondamentale atteinte. A l'opposé, lorsque le cours de l'actif se situe à une valeur supérieure à sa valeur fondamentale, le cours est appelé à baisser jusqu'à atteindre la valeur fondamentale.

Et donc, le stock-picking consiste à identifier les actions dont le cours est inférieur à leur valeur fondamentale (on dit que l'action est sous-cotée ou sous-évaluée) que l'on va acheter et garder jusqu'à ce cours rejoigne la valeur fondamentale et à vendre à découvert (lorsque c'est autorisé) les actions dont le cours est supérieur à la valeur fondamentale (on dit que l'action est surcotée ou surévaluée).

Dans cette recherche, la valeur fondamentale de l'action est déterminée selon l'approche que nous avons détaillée dans la chapitre 1.

Aussi, la sélection particulière des actions se fait selon deux approches : une dite Top-Down et une autre dite Bottom up. Les deux approches peuvent être schématisées comme suit.

Figure 3 : Schématisation du processus d'analyse fondamentale



Source : Cleary & Jones, 2000, p 135.

L'utilisation de cette approche implique de ce fait, de la part des gestionnaires, qu'ils possèdent un certain nombre d'aptitude et de connaissance en termes d'information et de techniques d'analyses économique, sectorielle et fondamentale.

#### 2.2.2.2. La gestion active basée sur l'analyse Technique :

Le gestionnaire peut recourir à l'analyse technique qui s'appuie sur les représentations graphiques (en Chandelier, en BarChart, ...) et une batterie d'indicateurs, construits sur la base des cours historiques et des volumes échangés, afin de pouvoir identifier la tendance suivie par le cours de l'action, de sa capacité à se poursuivre ou d'un éventuel coup d'arrêt.

En somme, la constitution de portefeuille action peut s'inscrire soit dans un style de gestion passive soit dans un style de gestion active. Dans la première approche, le portefeuille est la réplique en miniature (à l'échelle du portefeuille) d'un benchmark soit purement et simplement, soit de façon synthétique, soit dans une perspective mixte ou par l'usage de l'approche de Markowitz qui en s'appuyant sur les estimations de rendement attendu et de risque associé et de corrélation offre des portefeuilles diversifiés. Dans la seconde approche, le stock picking et l'analyse technique sont utilisés afin d'obtenir des suppléments de rendement.

## 2.3. GESTION DE PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

A l'instar du portefeuille action, le portefeuille obligataire peut être l'objet soit d'une gestion passive, soit d'une gestion active. Avant de présenter la philosophie et les outils utilisés dans chacune des approches, nous présenterons les outils permettant de mesurer le rendement attendu d'un portefeuille obligataire et du risque associé.

### 2.3.1. Rendement et risque d'un portefeuille obligataire

Un portefeuille obligataire est déterminé par deux caractéristiques : sa taille et sa structure. La taille est le montant (En FCFA) qui a été utilisé pour le constitué. La structure est déterminée par la part du portefeuille consacré à chaque obligation du gisement.

Dans la suite, on suppose que l'on dispose de N obligations indicés par i. Chaque obligation i est caractérisée par  $YTM_i$  : le rendement attendu de sa détention,  $S_i$  : sa sensibilité,  $D_i$  : Sa duration et  $C_i$  : sa convexité. On note aussi  $x_i$  la part du portefeuille consacré à l'obligation i.

#### 2.3.1.1. Rendement attendu d'un portefeuille obligataire

Il n'existe pas de relation explicite entre le rendement attendu d'un portefeuille et le rendement attendu des titres individuels détenus.

A défaut d'en avoir une expression explicite établissant le lien du rendement du portefeuille avec celui des titres composant le portefeuille, l'on l'approxime par l'expression suivante (Kodjovi ASSOE Cours HEC Page 18) :

$$YTM_p = \frac{\sum_{i=1}^N x_i YTM_i S_i P_i}{\sum_{i=1}^N x_i S_i P_i}$$

Avec

- $x_i$  : Part de l'obligation i dans le portefeuille
- $S_i$  : Sensibilité de l'obligation i
- $P_i$  : Valeur de l'obligation i
- $YTM_i$  : Rendement attendu de l'obligation i

### 2.3.1.2. Sensibilité, Duration et convexité d'un portefeuille obligataire

Les trois indicateurs de risque d'un portefeuille obligataire : la sensibilité, la duration et la convexité d'un portefeuille sont liés par relation linéaire à ceux des titres qui composent le portefeuille. Ainsi, la sensibilité, la Duration et la convexité d'un portefeuille obligataire est la moyenne pondérée (par les parts) des sensibilités, durations et convexités des titres qui composent le portefeuille. Nous avons les relations suivantes :

$$S_p = \sum_{i=1}^N x_i S_i \quad D_p = \sum_{i=1}^N x_i D_i \quad C_p = \sum_{i=1}^N x_i C_i$$

Avec

$x_i$  : Part de l'obligation  $i$  dans le portefeuille

$S_i$  : Sensibilité de l'obligation  $i$

$D_i$  : Duration de l'obligation  $i$

$C_i$  : Convexité de l'obligation  $i$

Ces trois relations nous permettent d'évaluer le risque du portefeuille obligataire et d'analyser ses déterminants et de prendre la décision de structurer ce portefeuille en fonction du risque que l'on est prêt à supporter.

En somme, le rendement attendu de la détention d'un portefeuille obligataire est estimé afin de se faire une idée de la plus-value promise. Les outils classiques de mesure du risque que sont la sensibilité, la duration et la convexité ; sont mis à profit pour analyser un portefeuille.

Une fois analysé les caractéristiques d'un portefeuille obligataire, on peut maintenant s'intéresser aux styles de gestion.

### 2.3.2. La Gestion Passive d'un portefeuille obligataire

La gestion passive d'un portefeuille obligataire est fondé sur l'attitude que gestionnaire veut adopter par rapport à l'évolution future des taux d'intérêt. Souhaite-t-il se garantir le taux de placement de son portefeuille et éviter par conséquent de subir ou tirer profit des évolutions des taux d'intérêt ?

Ou, à l'opposé, souhaite-t-il suivre l'évolution des taux d'intérêt, en identifier les déterminant afin d'adopter un portefeuille lui permettant de tirer profit de l'évolution future des taux d'intérêt afin d'obtenir un rendement à l'échéance supérieur au rendement à priori ?

Dans cette section, nous nous situons dans le premier cas. Le gestionnaire souhaite composer son portefeuille pour obtenir un rendement donné avec la contrainte de ne pas voir l'évolution future des taux d'intérêt influencer ce rendement.

Pour atteindre cet objectif, deux styles de gestion s'offrent à lui : la stratégie « Buy and Hold » avec immunisation et le benchmarking.

### **2.3.2.1. Le Buy and Hold avec immunisation<sup>11</sup>**

La stratégie dite de « Buy and Hold » consiste à acquérir des obligations que l'on détiendra jusqu'à leur échéance. Les obligations étant détenues jusqu'à leur échéance, le risque en capital n'est pas réalisé. Il faut accompagner la stratégie d'un mécanisme de gestion des flux de trésorerie issus du versement des coupons et du remboursement du principal des obligations au fur et à mesure de leurs échéances afin d'éviter de subir le risque de réinvestissement des coupons. L'acquisition des obligations se fait de sorte à faire coïncider les dates de versement des coupons et les engagements de sortie de flux auxquels le gestionnaire fait face et de la durée de l'obligation. La règle consiste alors à faire coïncider la durée du portefeuille avec l'horizon de placement de l'investisseur. On dit que l'on immunise le portefeuille.

La structure type du portefeuille qui convient le mieux est résolue grâce à un module d'optimisation sous contrainte contenu dans des classeurs comme Microsoft Excel®, Par exemple le module complémentaire : Solveur permet de sélectionner des portefeuilles répondant à l'objectif et aux contraintes.

### **2.3.2.2. Le Benchmarking**

La stratégie du benchmarking d'un portefeuille obligataire, consiste à former un portefeuille afin de répliquer la performance d'un indice obligataire. Le principe reste le même que celui appliqué dans le cadre de la gestion indiciaire d'un portefeuille d'actions.

Les trois principales approches pour construire le portefeuille de réplique sont l'approche de l'échantillonnage stratifié, l'approche de minimisation de la variance et l'approche de l'optimisation.

---

<sup>11</sup> Kodjovi ASSOE Notes Pédagogiques cours HEC

Dans la pratique, la plus utilisée est celle de l'échantillonnage stratifiée. Ces strates pouvant être constituées sur la base des différentes caractéristiques pertinentes par rapport à la performance de l'indice obligataire notamment, la durée, le niveau du taux de coupon, la maturité, le secteur de marché, la cote de crédit, etc.

Cependant, la gestion indiciaire d'un portefeuille obligataire est plus complexe et engendre de plus grandes erreurs de réplique du fait :

- ✚ du grand nombre d'obligations qui composent les principaux indices obligataires ;
- ✚ des multiples modifications de l'indice du fait de nouvelles émissions d'obligations, des changements de la maturité des obligations de l'indice, de la disparition des obligations qui arrivent à l'échéance (les obligations qui arrivent à échéance dans moins d'un an sont éliminées de la plupart des indices), etc.
- ✚ des problèmes de liquidité rattachés au marché secondaire des obligations, des différences entre les prix utilisés pour calculer la valeur de l'indice et les prix auxquels l'investisseur peut réellement faire des transactions sur le marché ;
- ✚ des différences entre les taux de réinvestissement des coupons utilisés dans le calcul du rendement de l'indice et ceux auxquels l'investisseur a réellement accès sur le marché.

Que ce soit par une stratégie "Buy and Hold" avec immunisation ou par Benchmarking, la gestion passive vise à offrir un rendement quasiment garanti. La stratégie active s'inscrit totalement à l'opposé de cette dernière.

### **2.3.3. La Gestion Active d'un portefeuille obligataire**

La gestion active d'un portefeuille obligataire consiste à adopter des stratégies permettant d'obtenir des performances supérieures à celles d'un indice de marché. Aussi, sachant que le rendement relatif à la détention d'un portefeuille obligataire provient de trois sources : le revenu relié aux coupons, le gain (perte) en capital et le revenu relié au réinvestissement des coupons, il convient de baser ces stratégies sur les principaux facteurs influençant ces éléments que sont :

- les changements dans les niveaux de taux d'intérêt ;
- les différences d'évaluation des prix sur les marchés.

Nous présentons les stratégies s'appuyant sur ces deux changements.

### 2.3.3.1. La stratégie basée sur l'anticipation des taux d'intérêts<sup>12</sup>

A partir de prévisions des mouvements de taux d'intérêt, le gestionnaire de portefeuille cherche à modifier la sensibilité aux variations de taux d'intérêt de son portefeuille afin de tirer profit de ses prévisions. Il va allonger (raccourcir) la durée de son portefeuille s'il prévoit une baisse (hausse) des taux d'intérêt. Pour les gestionnaires dont la performance est évaluée en fonction d'un indice obligataire, ceci implique une durée plus longue (courte) que celle de l'indice en cas d'anticipation des taux d'intérêt à la baisse (hausse).

La modification de la durée du portefeuille peut être faite en substituant des obligations contenues dans le portefeuille par d'autres, de durée plus élevée (ou plus faible), afin d'atteindre la durée cible du portefeuille. Cette opération est connue sous le nom de *swap d'anticipation de taux*. Une autre façon de modifier la durée du portefeuille est d'utiliser les contrats à terme sur taux d'intérêt.

En outre, la clé de cette stratégie se trouve dans l'habileté du gestionnaire à prédire la direction des mouvements de taux. En effet, des études ont montré que les mouvements de taux d'intérêt suivent des processus aléatoires (stochastiques), qui sont pratiquement impossibles à prédire de façons exactes (efficacité des marchés). Il est ainsi non justifié de baser une stratégie uniquement sur les anticipations des mouvements futurs des taux d'intérêt.

Toutefois, un gestionnaire ne poursuit pas une stratégie active en se basant uniquement sur les anticipations de taux d'intérêt. Il peut élaborer sa stratégie en faisant un pari sur les mouvements de taux d'intérêt dans le seul but de rattraper rapidement la performance de l'indice obligataire en fonction duquel il est évalué. Les clients (investisseurs) peuvent se prémunir contre de telles positions du gestionnaire, en posant des contraintes sur la durée du portefeuille, par rapport à celle de l'indice.

### 2.3.3.2. Les stratégies basées sur les swaps d'obligations<sup>13</sup>

Elles consistent à identifier des obligations mal évaluées, c'est-à-dire offrant un taux de rendement différent de celui d'obligations de mêmes caractéristiques (même coupon, même qualité, mêmes clauses de rachat). On distingue ainsi:

---

<sup>12</sup> Kodjovi ASSOE Notes Pédagogiques cours HEC

<sup>13</sup> Cleary & Jones, 2000, Investments Analysis and Management, P 85

- **Le swap de substitution** qui consiste pour le gestionnaire à échanger une obligation pour une autre ayant les mêmes caractéristiques mais vendues à un prix plus bas, du fait d'écarts injustifiés et d'anomalies de marché, et d'anticiper une baisse de son taux de rendement afin de réaliser une plus-value.

- **Le swap d'amélioration de rendement** qui lui, à la différence du swap de substitution n'implique pas d'anticipation, mais à simplement pour objectif l'amélioration de la rentabilité du portefeuille en vendant des obligations à taux de rendement faibles contre d'autres obligations, de caractéristiques identiques, à rendements plus élevés.

- **Le swap d'anticipation de taux** qui se base sur les anticipations de variations de taux pour effectuer des swaps sur des obligations à durée plus courte lorsque les taux sont supposés évoluer à la hausse et sur des obligations à durée plus longue lorsque les taux sont anticipés à la baisse.

- **Le swap inter-marché** : Il s'agit de l'échange d'une obligation par une autre quand un investisseur croit que l'écart de rendement, entre les deux obligations de différents segments du marché, est anormal et qu'il anticipe une correction sur la période d'investissement. Cet écart de rendement peut être mesuré en faisant la différence entre les taux de rendement des deux obligations. Il consiste donc à tirer profit des changements anticipés de ces écarts de taux pouvant se manifester entre les différents secteurs du marché des obligations.

Les différents styles de gestion de portefeuille qu'ils soient actifs ou passifs, appliqués sur des actions ou des obligations, dépendent fortement des principales caractéristiques et de la nature du marché sur lesquels ces titres évoluent. De ce fait, il est primordial d'effectuer une bonne analyse de ce marché afin d'y adopter le mode de gestion adéquat.

La première partie nous a permis de passer en revue la définition et les caractéristiques des titres financiers de base que sont les actions et les obligations. Les outils utilisés pour évaluer le rendement attendu, le risque associé, la valeur intrinsèque de chaque catégorie de titre ont été présentés. La présentation a été complétée par les principes de base, les étapes et les outils utilisés pour structurer un portefeuille de valeurs mobilières afin d'atteindre de façon efficace les objectifs de placement tout en respectant les contraintes de gestion.

Pour les actions, il s'agit de la gestion indicielle pure, synthétique ou mixte ; le stock picking, les stratégies basées sur l'analyse technique. Pour les obligations, il s'agit de la stratégie "buy and hold" avec immunisation, du benchmarking, des stratégies basées sur l'anticipation des taux d'intérêt et les swaps obligataires.

Les outils présentés dans cette partie nous serviront à faire des propositions aux autorités de ACTIBOURSE en matière d'analyse des titres financiers et de gestion de portefeuille soit pour compte propre, soit pour le compte des clients.

## II<sup>ème</sup> PARTIE : PROCEDE D'ANALYSE DES TITRES ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE

---

Dans la zone UEMOA, les sociétés de Gestion et d'intermédiation (SGI) ont le monopole de l'arrangement des opérations, de la négociation et de la conservation des titres. Elle assure les activités de négociation et d'arrangement. Parallèlement, elles gèrent des portefeuilles pour leur propre compte et pour le compte de leur client et offre des services des conseils en investissement.

Pour la conduite de cette activité, le gisement des titres éligibles à leur portefeuille est constitué des titres cotés sur le marché financier régional. Les SGI doivent analyser les titres dans l'optique d'identifier ceux qui ont un potentiel de croissance et ceux dont le cours est susceptible de baisser. L'analyse des titres financiers disponibles sur le marché financier régional et la constitution de portefeuille à partir de ces titres ne sauraient échanger aux principes de base de la finance de marché.

Aussi, l'objectif de cette partie est de proposer, à partir de l'expérience de ACTIBOURSE, une démarche d'analyse des titres et de constitution de portefeuille. Nous commencerons alors par présenter l'activité de conseil et d'investissement à ACTIBOURSE (Chapitre 3) et terminerons par la proposition d'une démarche, pour l'analyse des titres financiers et la gestion des portefeuilles propre et /ou client.

## **Chapitre 3. OFFRE DE SERVICE DE CONSEIL EN INVESTISSEMENT PAR ACTIBOURSE**

Les activités de la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) de l'UEMOA s'appuient sur un ensemble d'intermédiaires financiers dont ACTIBOURSE.

Sa mission, son organisation et ses activités sont déterminées par son statut de société d'intermédiation et de gestion d'actif. L'objectif de ce chapitre est de présenter ACTIBOURSE à travers sa mission, son organisation, ses activités afin de faire le bilan de son activité de conseil en investissement et de gestion de portefeuille. Le chapitre est organisé autour de ces trois points.

### **3.1. ACTIBOURSE, MISSION ET ORGANISATION**

Constituée en 1997, avec un capital de 350 millions de francs CFA, ACTIBOURSE est une Société de Gestion et d'Intermédiation (SGI) majoritairement détenue par le groupe BANK OF AFRICA. Elle est agréée par le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) de l'UEMOA et est établie à Cotonou (BENIN) avec une représentation à Abidjan.

#### **3.1.1. Mission de ACTIBOURSE**

La mission principale que s'est assignée cette structure, est de mettre la bourse à la portée de tout le monde, de la rendre accessible à tous. Grâce à la participation du Groupe BANK OF AFRICA dans son capital, ACTIBOURSE bénéficie du réseau d'un groupe bancaire largement implanté dans l'UEMOA, pour mener à bien cette mission.

#### **3.1.2. Organisation de ACTIBOURSE**

ACTIBOURSE s'appuie sur une organisation composée d'un front office, d'un back office, d'un service clientèle et d'une comptabilité, dont les activités prises dans leur ensemble sont contrôlées et supervisées par un service de contrôle interne, une direction de marché des capitaux et une direction générale.

### 3.1.3. Activités de ACTIBOURSE

A l'image des autres sociétés de gestion et d'intermédiation, les activités exercées par ACTIBOURSE se répartissent à travers les différents domaines ci-après :

- la négociation/compensation de valeurs mobilières cotées pour le compte de tiers ;
- la tenue et la conservation de comptes titres ;
- la gestion de comptes titres au profit de la clientèle ;
- le courtage ;
- le placement de valeurs mobilières ;
- l'introduction en bourse ;
- le conseil en ingénierie financière et en investissement.

L'ensemble des activités de ACTIBOURSE peuvent se regrouper en deux grandes catégories : les services destinés aux émetteurs et ceux visant les investisseurs.

#### 3.1.3.1. Les Services aux Emetteurs

Les services aux émetteurs regroupent l'ensemble des activités relatives à la mise en relation des émetteurs avec le marché, en vue de la mobilisation de l'épargne publique pour la satisfaction de leurs besoins de financement. Ces services sont en relation à la fois avec le marché primaire et le marché secondaire.

##### 3.1.3.1.1. Marché primaire

En relation avec le marché primaire, ACTIBOURSE se charge de :

- Accompagnement des sociétés anonymes à l'introduction en bourse
- Accompagnement lors d'émission d'emprunt obligataire.

Exemple : **BOAD** : chef de file pour le placement de plusieurs opérations d'emprunt obligataire ; **République de Côte d'Ivoire** : Co-chef de file du placement d'un emprunt obligataire de 30 milliards de FCFA en 2006

- Placement de titres auprès d'institutionnels d'entreprise et de particuliers de l'UEMOA
- 

Ces trois activités structurent l'intervention de ACTIBOURSE sur le marché.

### **3.1.3.1.2. Marché secondaire**

En relation avec le marché secondaire, ACTIBOURSE assure la gestion de liquidité pour le compte d'émetteurs, l'animation de titres cotés, les conseils aux émetteurs, le règlement des Services financiers (paiement de coupon, de dividendes etc).

Ces deux groupes d'activités constituent l'essentiel des services aux émetteurs sur le marché primaire et sur le marché secondaire.

### **3.1.3.2. Les Services aux investisseurs**

Les services aux investisseurs sont l'ensemble des services que ACTIBOURSE offre aux personnes qui souhaiteraient placer leur excédent de trésorerie ou leur épargne sur le marché financier régional. Il s'agit notamment de service de : Conseil en placement, Conservation des titres, Tenue des comptes titres, Gestion de portefeuille, Intermediation boursière, ...

La conduite de ses activités exige de ACTIBOURSE de développer des outils d'analyse afin de délivrer des conseils en investissement à ses clients.

## **3.2. L'ANALYSE DES TITRES ET LA GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE**

L'analyse des titres et la gestion de portefeuille à ACTIBOURSE n'est encore qu'à un état embryonnaire. En effet, il n'existe pas encore une procédure basée sur un ensemble de critères permettant d'une part, d'analyser efficacement les performances d'un titre et d'autres part, de constituer et de gérer de façon optimale un portefeuille de valeurs mobilières en fonction des objectifs et contraintes des investisseurs. La société focalise l'essentiel de ses activités sur les opérations basées sur des activités d'introduction en bourse, d'émission obligataire, de conseil en ingénierie financière et celles liées à la gestion des services financiers.

Le chapitre suivant, portant sur la démarche d'analyse et de gestion de portefeuille des titres financiers, a pour objectif de proposer une démarche afin de combler ce manque au sein de cette structure. Il s'agira, à travers la mise en place d'un procédé d'analyse et de gestion de portefeuille basé sur des critères permettant d'étudier efficacement les performances financières d'un titre, en relation avec les spécificités du marché financier de l'UEMOA, de faire ressortir les différents axes de gestion de portefeuille permettant de satisfaire les exigences des investisseurs en matière de rendement et de niveau de risque jugé acceptable. Cependant, avant d'y aller, nous présenterons brièvement le marché financier régional qui est le lieu d'exercice de l'activité de ACTIBOURSE.

### 3.3. DESCRIPTION DU MARCHÉ FINANCIER REGIONAL

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), créée en 1996, est un instrument de mobilisation de l'épargne en vue de permettre aux agents à besoin de financement, principalement de l'UEMOA, de se financer sur un marché organisé. Cette bourse est entièrement électronique avec un site Central, situé à Abidjan, qui assure les services de cotation, de négociation ainsi que les services de règlements. Aussi, à partir des postes de travail installés dans leurs locaux ou de ceux situés dans les Antennes Nationales de Bourse des pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), les agents des Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) peuvent saisir les ordres de bourse et les transmettre au Site Central via le réseau satellite, consulter et éditer les résultats de cotation, consulter les informations statistiques du marché et du Dépositaire Central et obtenir la diffusion des informations.

Les principes retenus pour la mise en place du marché boursier de la BRVM obéissent à la fois au souci de conformité aux standards internationaux et à celui de son adaptabilité à l'environnement socio-économique de l'UEMOA. De plus, les principales opérations réalisées sur ce marché Financier Régional s'effectuent au comptant sur les marchés primaire et secondaire et portent essentiellement sur trois catégories de titres à savoir : les actions, les obligations et les droits préférentiels de souscription. Aussi, l'égalité quant à l'accès à l'information, au traitement des investisseurs, au coût d'accès au réseau, quel que soit le lieu d'implantation de l'opérateur économique forment les points cardinaux de ce marché.

#### 3.3.1. Obligation cotées à la BRVM à fin 2010

Aujourd'hui, trente quatre (34) obligations sont échangées sur le marché financier régional représentant les titres de dettes de près d'une vingtaine d'agents économiques repartis sur l'espace des huit pays de l'UEMOA. Il s'agit de Trésor Public, d'entreprises Industrielles ou Commerciales et d'Institutions Internationales à qui la mise en place du compartiment Kolas donne le droit d'effectuer la levée de fonds sur le marché.

La capitalisation boursière de ce compartiment est de 457 Milliards au 31 décembre 2010. Il se densifie au fil des années par l'entrée de nouveaux émetteurs tels que les filiales de la Bank of Africa, Port Autonome d'Abidjan (PAA), ... et devrait à terme contribuer à l'approfondissement du marché financier régional.

Ces obligations pourraient ainsi, servir de gisement à ACTIBOURSE pour la constitution et la gestion de son portefeuille, des portefeuilles de ses clients et des portefeuilles de fonds placés sous sa gestion.

Tableau 2 : Liste des obligations disponibles à la BRVM (A suivre)

N°	SYMBOLE	Emetteur	Pays	Taux facial	Date d'émission	Date d'échéance	Périodicité du Coupon	Nominal
1	BIDC.01	BIDC	Togo	5,60%	11-août-06	11-août-13	A	10 000
2	BIDC.02	BIDC	Togo	6,75%	4-oct.-10	4-oct.-17	S	10 000
3	BOAB.02	BOA Benin	Benin	6,20%	23-juin-09	23-juin-14	A	10 000
4	BOABF.01	BOA BF	Burkina Faso	5,90%	20-déc.-06	20-déc.-11	A	10 000
5	BOABF.02	BOA BF	Burkina Faso	6,20%	23-juin-09	23-juin-14	A	10 000
6	BOAC.01	BOA CI	Côte d'Ivoire	6,20%	23-juin-09	23-juin-14	A	10 000
7	BOAD.06	BOAD	Togo	5,35%	23-juin-04	23-juin-11	A	10 000
8	BOAD.07	BOAD	Togo	5,00%	5-nov.-04	5-nov.-13	A	10 000
9	BOAD.08	BOAD	Togo	4,50%	28-déc.-05	28-déc.-11	A	10 000
10	BOAD.09	BOAD	Togo	5,00%	28-déc.-05	28-déc.-14	A	10 000
11	BOAD.010	BOAD	Togo	4,75%	7-févr.-06	7-févr.-12	A	10 000
12	BOAM.01	BOA Mali	Mali	5,75%	7-févr.-06	7-févr.-14	A	10 000
13	BOAM.02	BOA Mali	Mali	6,50%	20-déc.-06	20-déc.-14	A	10 000
14	BOAN.01	BOA Niger	Niger	6,50%	23-juin-09	23-juin-14	A	10 000
15	BOAS.01	BOA Sénégal	Sénégal	6,50%	23-juin-09	23-juin-14	A	10 000
16	CAAB.02	CAA Benin	Benin	6,00%	23-juin-07	23-juin-12	A	10 000
17	CEB.02	CEB	Benin	6,50%	16-juin-04	16-juin-11	A	3 333
18	CLTB.02	CELTEL BURKINA	Burkina Faso	6,35%	17-août-07	17-août-13	S	10 000
19	EOS.02	TRESOR DU SENEGAL	Sénégal	5,50%	18-oct.-07	18-oct.-12	A	10 000
20	EOS.03	TRESOR DU SENEGAL	Sénégal	6,75%	16-nov.-10	16-nov.-15	A	10 000
21	ONTBF.01	ONATEL Burkina Faso	Burkina Faso	6,65%	7-juin-05	7-juin-11	A	10 000
22	PAAC.01	PORT AUTONOME D'ABIDJAN	Côte d'Ivoire	6,95%	28-mai-10	28-mai-17	S	10 000

Source : Bulletin Officiel de Cotation (BOC) du 31 Décembre 2010

Tableau 3 : Liste des obligations disponibles à la BRVM (Suite et fin)

N°	SYMBOLE	Emetteur	Pays	Taux facial	Date d'émission	Date d'échéance	Périodicité du Coupon	Nominal
23	PADS.01	PORT AUTONOME DE DAKAR	Sénégal	6,50%	15-juil.-04	15-juil.-11	A	10 000
24	PADS.02	PORT AUTONOME DE DAKAR	Sénégal	7,00%	22-déc.-10	22-déc.-17	A	10 000
25	PALC.01	PALM CI	Côte d'ivoire	7,00%	28-déc.-09	28-déc.-16	S	10 000
26	SEM.01	SEMA	Mali	6,85%	24-nov.-08	24-nov.-12	S	10 000
27	SHAF.02	SHELTER Afrique		6,00%	21-nov.-08	21-nov.-14	S	10 000
28	STRAC.01	SOTRA	Côte d'ivoire	6,80%	21-nov.-07	21-nov.-12	S	10 000
29	TGTLT.01	TOGO TELECOM	Togo	6,50%	15-août-07	15-août-14	S	10 000
30	TPCI.07	TRESOR DE CÔTE D'IVOIRE	Côte d'ivoire	6,25%	15-sept.-08	15-sept.-11	S	10 000
31	TPCI.08	TRESOR DE CÔTE D'IVOIRE	Côte d'ivoire	6,95%	5-août-09	5-août-14	S	10 000
32	TPCI.09	TRESOR DE CÔTE D'IVOIRE	Côte d'ivoire	6,25%	31-mai-10	31-mai-13	S	10 000
33	TPCI.010	TRESOR DE CÔTE D'IVOIRE	Côte d'ivoire	7,00%	1-oct.-10	1-oct.-17	S	10 000
34	AFD.01	AFD		5,25%	12-mars-08	12-mars-16	A	10 000
35	SFI.01	SFI		4,75%	18-déc.-06	18-déc.-11	A	10 000

Source : Bulletin Officiel de Cotation (BOC) du 31 Décembre 2010

### 3.3.2. Actions cotées à la BRVM au 31.12.2010

En plus des obligations, trente-neuf (39) titres sont disponibles et susceptibles servir de support au placement en valeurs mobilières de ACTIBOURSE ou de celui de ses clients (cf. tableau 4 et 5).

**Tableau 4 : Liste des actions disponibles à la BRVM (A suivre)**

Num	Désignation	Mnemonyme	Secteur	Reuters
1	PALM CI	PALC	AGRICULTURE	PALC.CI
2	SICOR CI	SICC	AGRICULTURE	SICC.CI
3	SOGB CI	SOGC	AGRICULTURE	SOGC.CI
4	SAPH CI	SPHC	AGRICULTURE	SPHC.CI
5	SETAO CI	STAC	AUTRES	STAC.CI
6	SERVAIR ABIDJAN CI	ABJC	DISTRIBUTION	ABJC.CI
7	BERNABE CI	BNBC	DISTRIBUTION	BNBC.CI
8	CFAO CI	CFAC	DISTRIBUTION	CFAC.CI
9	SDA CI	PRSC	DISTRIBUTION	PRSC.CI
10	SHELL CI	SHEC	DISTRIBUTION	SHEC.CI
11	SARI CI	SRIC	DISTRIBUTION	SRIC.CI
12	TOTAL CI	TTLC	DISTRIBUTION	TTLC.CI
13	BICI CI	BICC	FINANCES	BICC.CI
14	BOA Benin	BOAB	FINANCES	BOAB.CI
15	BOA BF	BOABF	FINANCES	BOABF.CI
16	BOA CI	BOAC	FINANCES	BOAC.CI
17	BOA NG	BOAN	FINANCES	BOAN.CI
18	ECOBANK TG CI	ETIT	FINANCES	ETIT.CI
19	SAFCA CI	SAFC	FINANCES	SAFC.CI
20	SGB CI	SGBC	FINANCES	SGBC.CI
21	SICABLE CI	CABC	INDUSTRIE	CABC.CI
22	CEDA CI	CDAC	INDUSTRIE	CDAC.CI
23	FILTISAC CI	FTSC	INDUSTRIE	FTSC.CI
24	NEI CI	NEIC	INDUSTRIE	NEIC.CI
25	NESTLE CI	NTLC	INDUSTRIE	NTLC.CI
26	CROWN SIEM CI	SEMC	INDUSTRIE	SEMC.CI
27	SIVOA CI	SIVC	INDUSTRIE	SIVC.CI
28	SOLIBRA CI	SLBC	INDUSTRIE	SLBC.CI
29	SMB CI	SMBC	INDUSTRIE	SMBC.CI
30	SITAB CI	STBC	INDUSTRIE	STBC.CI

Source : Bulletin Officiel de Cotation (BOC) du 31 Décembre 2010

Tableau 5 : Liste des actions disponibles à la BRVM (Suite et fin)

Num	Désignation	Mnemonyme	Secteur	Reuters
31	TRITURAF CI	TTRC	INDUSTRIE	TTRC.CI
32	UNILEVER CI	UNLC	INDUSTRIE	UNLC.CI
33	UNIWAX CI	UNXC	INDUSTRIE	UNXC.CI
34	CIE CI	CIEC	SERV. PUBLICS	CIEC.CI
35	ONATEL BF	ONTBF	SERV. PUBLICS	ONTBF.CI
36	SODE CI	SDCC	SERV. PUBLICS	SDCC.CI
37	SONATEL SN	SNTS	SERV. PUBLICS	SNTS.CI
38	BOLLORE AFRICA LOGISTICS CI	SDSC	TRANSPORT	SDSC.CI
39	MOVIS CI	SVOC	TRANSPORT	SVOC.CI

Source : Bulletin Officiel de Cotation (BOC) du 31 Décembre 2010

Les actions cotées à la BRVM sont regroupées en sept (7) secteurs d'activités : Industrie, service Public, Finance, Agriculture, Transport, Distribution et autres.

Ces secteurs pourraient être utilisés pour une diversification du portefeuille de ACTIBOURSE.

En somme, ce chapitre nous a permis de présenter les activités, la mission et l'organisation de ACTIBOURSE et de présenter son activité de gestion de portefeuille. Il a été aussi, l'occasion pour nous, de présenter les obligations et les actions disponibles à la BRVM et qui sont le gisement dans lequel les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation pourraient puiser pour constituer leur portefeuille et celui de leur client après avoir analysé les caractéristiques en terme de rendement attendu et de risque associé.

Les caractéristiques des portefeuilles constitués dépendront de ceux des actifs détenus. Le chapitre suivant devrait nous permettre de présenter la démarche d'analyse des titres financiers et celle de la constitution d'un portefeuille.

## **Chapitre 4. DEMARCHE D'ANALYSE ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE DES TITRES COTES SUR LE MARCHÉ**

Ce présent chapitre tient lieu de recommandation à l'endroit des autorités de ACTIBOURSE. Il propose un cadre qui permettra de formaliser l'analyse des titres cotés à la BRVM pour proposer des conseils en investissement et mettre en place un cycle plus efficace de gestion des portefeuilles des clients, de nature à les rassurer et à promouvoir la mobilisation de l'épargne de la zone UEMOA.

Le chapitre est organisé en trois sections. Nous proposerons, tout d'abord, une approche d'analyse des titres financiers (actions et obligations) qui sera ensuite, complétée par une démarche adéquate de gestion de portefeuille. Enfin, nous terminerons par des recommandations en termes d'écueils à éviter au regard des limites de l'approche que nous avons adoptée.

### **4.1. ANALYSE FINANCIERE DES TITRES SUR LE MARCHÉ FINANCIER REGIONAL**

L'analyse fondamentale consiste à appliquer au marché financier de l'UEMOA, les différents outils présentés dans la première partie de notre mémoire. Nous débuterons donc par l'analyse des actions et terminerons par celle des obligations.

#### **4.1.1. Analyse d'une action, application à BOAB**

L'analyse d'une action en bourse s'effectue à partir de l'analyse fondamentale et de l'analyse technique. Nous nous sommes, de façon délibérée, limités à l'analyse fondamentale.

Les principales étapes sont développées en nous appuyant, à titre d'illustration, sur l'analyse d'une des actions cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières : l'action de la Banque Of Africa Benin (BOAB). Notre choix s'est porté sur cette action principalement pour des raisons évidentes de proximité. En effet, la Bank Of Africa Benin est la seule société par action béninoise cotée à la BRVM.

L'analyse de l'action concernée se fera selon trois axes. Nous commencerons, tout d'abord, par l'analyse de la création de valeur par la BOAB. Ensuite, nous analyserons le rendement attendu de la détention du titre et le risque associé. Puis, nous terminerons par la détermination de la valeur fondamentale de l'action. Mais avant d'entrer dans le vif du sujet une brève présentation du titre s'impose.

#### 4.1.1.1. Présentation de l'action Banque Of Africa Benin (BOAB)

La BOA Bénin est un établissement de crédit de droit béninois créée en 1989 sous la forme d'une société anonyme avec conseil d'administration. Celle-ci a une activité de banque commerciale de dépôts et de crédits.

Il s'agit d'une banque tout public qui offre à ce titre des produits et services aussi bien aux particuliers qu'aux grandes entreprises, institutions, PME/PMI. Ses activités de financement couvrent tous les secteurs de l'économie béninoise notamment l'agriculture, le commerce, l'industrie, les télécommunications et les Bâtiments et Travaux Publics (BTP). Elle figure ainsi, depuis les années 2000, dans le Secteur Finance du compartiment action de la BRVM.

#### 4.1.1.2. Performances économiques et financières de BOAB

Sur la base de la situation financière de 2006 à 2009, nous allons procéder à l'analyse de la valeur BOA Bénin, tout d'abord à partir de quelques critères économiques afin de pouvoir connaître ce que cette valeur permet de rapporter réellement sur la base de son activité propre. Ensuite, en analysant la politique de distribution de dividendes qui est appliquée nous pourrions évaluer le niveau de revenus que l'on pourrait attendre de cette valeur.

Enfin, nous nous attarderons sur l'évolution du niveau des pertes probables réalisées sur les créances par rapport à celle du résultat d'exploitation afin de mesurer le risque de dégradation, au fil du temps, du résultat final de la structure.

##### 4.1.1.2.1. La Marge Opérationnelle<sup>14</sup>

Globalement la marge opérationnelle de la BOAB est en croissance. Elle est passée de 26,73 % (en 2006) à 36,90 % (en 2009). Cette évolution est sans doute imputable à l'évolution, plus que proportionnelle, du résultat d'exploitation par rapport au chiffre d'affaire. Il faut toutefois observer une stagnation autour de 33 % de la marge sur les trois derniers exercices.

<sup>14</sup> Marge Opérationnelle = Résultat d'exploitation / Chiffres d'affaire

**Tableau 6 : Marge Opérationnelle de la BOAB (En Millions F CFA)**

ELEMENTS	2006	2007	2008	2009
Intérêts et Produits Assimilés	13480	16451	20697	23415
Produits / Opérations Financières	5588	5786	9458	12429
Produits Divers d'exploit. Bancaire	158	150	135	104
Produits de Commission	2611	3349	3919	4579
Produits Généraux d'Exploitation	492	586	539	623
Produits Exceptionnels	56	105	107	337
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>22385</b>	<b>26427</b>	<b>34855</b>	<b>41487</b>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>5983</b>	<b>9474</b>	<b>12385</b>	<b>15307</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>26,73%</b>	<b>35,85%</b>	<b>35,53%</b>	<b>36,90%</b>

Source : Annexe 1 : Situation Financière BOA Bénin 2006-2009

Aussi, comparativement à la marge opérationnelle des autres valeurs du Secteur Finance de la BRVM qui tourne autour de 26% de moyenne, on peut en déduire la bonne capacité de cette structure à générer de la valeur à partir de son activité propre, même si ce résultat reste tout de même en deçà des 39% réalisé par la SGBCI. De plus au regard de l'évolution de ce ratio, l'on peut déduire aussi, la bonne capacité de cette structure à conserver une certaine stabilité dans les performances qu'elle réalise et une marge de progression relativement importante.

#### 4.1.1.2.2. Indicateurs de Performances : BNPA et ROE

Nous retenons deux indicateurs de performances : le Bénéfice Net Par Action (BNPA) et le Return On Equity (ROE).

En 2006, l'action BOA Benin a rapporté à son détenteur le montant de 729 F CFA correspondant à un ROE de 2.43 %. En quatre exercices, le BNPA a décuplé pour se situer à l'issue de l'exercice 2009 à 7 316 FCFA. Parallèlement, le return on Equity a connu une tendance similaire passant de 2.43 % à 23.28 %.

**Tableau 7 : Indicateurs de Performance de la BOAB**

ELEMENTS	2006	2007	2008	2009
Résultat Net	547 000 000	3 212 000 000	6 004 000 000	6 584 000 000
Nombre d'actions	750 000	800 000	800 000	900 000
Capitaux Propres*	22 522 000 000	22 519 000 000	25 081 000 000	28 285 000 000
<b>BNPA (Francs)</b>	<b>729</b>	<b>4015</b>	<b>7505</b>	<b>7316</b>
<b>ROE (%)</b>	<b>2,43</b>	<b>14,26</b>	<b>23,94</b>	<b>23,28</b>

Source : Synthèse de l'auteur situation financière et capitalistiques

L'on peut donc noter de par l'analyse du compte de résultat sur cette période, un chiffre d'affaires en progression moyenne de plus de 20%, une marge opérationnelle relativement stable autour de 30% et un résultat net avec une croissance moyenne de près de 50%.

L'analyse des performances économiques de cette valeur à travers ces quelques ratios permet ainsi de noter les bons résultats réalisés par cette valeur en quelques années et surtout la relative stabilité au niveau de la croissance de ceux-ci sur les trois dernières années ce qui laisse augurer pour les années à venir des performances similaires voir meilleures. Cette valeur génère ainsi à partir de son activité propre des résultats satisfaisants par rapport à la moyenne du secteur.

#### 4.1.1.2.3. Maîtrise du risque de crédit de Bank of Africa Benin

La BOA étant un établissement de crédit, il est impératif de procéder à l'analyse de l'évolution des pertes et provisions relatives à la manifestation du risque de crédit qui demeure être l'un des plus important dans ce domaine et qui après la détermination du résultat d'exploitation est l'élément le plus susceptible d'influencer à la baisse le résultat final de la structure.

A cet effet, nous analyserons l'évolution du résultat d'exploitation sur les quatre dernières années afin de la comparer à celle des pertes survenues à la suite de la défaillance d'une partie de la clientèle. On a ainsi :

**Tableau 8 : Croissance du Résultat d'Exploitation par rapport aux Pertes/ Créances**

ELEMENTS	2006	2007	2008	2009	MOYENNE
Résultat d'exploitation	5 983	9 474	12 385	15 307	
Taux de croissance		58,35%	30,73%	23,59%	<b>37,56%</b>
Pertes sur créances	4796	2 803	2 989	5 998	
Taux de croissance		-41,56%	6,64%	100,67%	<b>21,92%</b>

Source : Synthèse de l'auteur situation financière et capitalistiques

Le constat l'on peut faire est qu'il existe une évolution en moyenne plus rapide des résultats issus de l'activité d'exploitation par rapport à celle du niveau des pertes sur créances affichées sur ces quatre ans.

En effet, la survenance d'un cas contraire, du fait de l'importance que constitue ces pertes / créances dans la réalisation des performances d'un établissement bancaire, pourrait être préjudiciable à cette structure ; cette situation pouvant générer une baisse progressive du résultat net. De ce fait, l'on pourrait donc envisager, suivant cette tendance, des résultats en hausse sur les années à venir. Tout en gardant un œil sur les provisions pour défaut qui ont doublé en une année de 2008 à 2009.

#### 4.1.1.2.4. Politique de distribution de dividendes

Depuis 2006, la BOA BENIN a distribué en continue des dividendes. Ces dividendes étant de plus en constante évolution, avec une croissance moyenne qui avoisine 40% du fait entre 2006 et 2007 d'un bond de près de 80% et, entre 2007 et 2008, d'un autre de 40% avant de se stabiliser à 3150 F par action, comparativement aux autres valeurs sur le secteur finance qui affiche en moyenne une rémunération par action autour de 2621 Francs.

**Tableau 9 : Taux de Distribution du dividende de BOAB**

ELEMENTS	2006	2007	2008	2009
Dividendes/Action	1 260	2 250	3 150	3 150
Bénéfice Net Par Action	729	4 283	7 505	7 316
<b>TAUX DE DISTRIBUTION</b>	<b>173%</b>	<b>53%</b>	<b>42%</b>	<b>43%</b>

Source : Synthèse de l'auteur situation financière et capitalistiques

Elle reste tout de même, malgré les bons résultats affichés, en dessous de certaines valeurs telles la SGBCI ou la BICICI qui offrent des dividendes beaucoup plus élevés en moyenne à savoir respectivement 3634 F et 3199 F ; l'on constate ainsi à l'analyse du taux de distribution que malgré un bénéfice par action moyen plus important au niveau de la BOA BENIN par rapport à ces deux structures, il y a une tendance mettant en avant une distribution de dividendes beaucoup plus restrictive que les autres valeurs.

On a ainsi, à compter de 2007, un taux de distribution moyen de cette valeur de l'ordre de 48% comparativement à celles qui proposent des dividendes les plus élevés qui affichent toutes les deux près de 80%.

La BOA BENIN privilégie très probablement le réinvestissement de près de la moitié des ressources générées ce qui est parfaitement en adéquation avec les orientations stratégiques mise en place ; celles-ci ayant, entres autres, pour objectif le maintien de la part de marché qui se situe à 30.5% et qui passe par des investissements à travers l'extension du réseau d'agence aussi bien dans la ville de Cotonou qu'en provinces.

Aussi étant en phase d'investissement, l'on pourrait à partir de cette tendance qui se dessine s'attendre à recevoir, en moyenne comme dividende, 50% des bénéfices réalisés ; ce qui pourrait être revus à la hausse une fois arrivé à la fin de cette phase d'investissement.

En conclusion, l'analyse transversale au travers de ces différents critères permet ainsi de noter tout d'abord les bonnes performances réalisées par cette valeur, avec des résultats économiques supérieurs à la moyenne du secteur ; de noter ensuite des revenus générés satisfaisants pour des investisseurs et enfin de noter une évolution de la structure du compte de résultat, à travers l'évolution de quelques éléments importants tels que les pertes sur créances, permettant d'estimer à la hausse les performances à venir.

Aussi, conformément aux conclusions de l'analyse de la politique de dividende adoptée ces dernières années nous estimerons à 50% du résultat net les dividendes qui seront distribués et qui constitueront ainsi les revenus futurs attendus de cette valeur lors des prochaines années.

#### **4.1.1.3. Valeur fondamentale de l'action BOAB au 31 Décembre 2010**

Selon le Dividend Discount Model, la valeur d'une action est égale à la somme actualisée des flux de trésorerie (dividende) que celle-ci serait susceptible de générer pour son détenteur. La valorisation d'une action selon cette approche suppose ainsi trois étapes que sont :

- l'estimation des flux futurs susceptibles d'être réalisés ;
- la détermination du taux d'actualisation ;
- la détermination de la valeur fondamentale de l'action.

##### **4.1.1.3.1. Estimation des flux de trésorerie de la BOAB**

Les flux de trésorerie que générera la BOAB est fortement tributaire de plusieurs paramètres internes et externes. Nous nous référons aux données publiées par les responsables de la société dans le cadre de leurs obligations d'information à l'endroit du public.

Le compte de résultat prévisionnel de la BOAB s'établit comme suit (tableau 6).

**Tableau 10 : Comptes de résultats prévisionnels de 2010 à 2014 (en millions de FCFA)**

ELEMENTS	2010	2011	2012	2013	2014
Intérêts et Produits Assimilés	26 144	27 994	29 701	30 592	31 204
Intérêts et Charges Assimilées	13 286	13 862	14 489	14 634	14 780
RI	<b>12 858</b>	<b>14 132</b>	<b>15 212</b>	<b>15 958</b>	<b>16 424</b>
Produits / Opérations Financières	12 034	13 383	13 951	14 370	14 728
Charges / Opérations Financières	1 360	1 423	1 489	1 504	1 519
ROF	<b>10 674</b>	<b>11 960</b>	<b>12 462</b>	<b>12 866</b>	<b>13 209</b>
MARGE BANCAIRE NETTE	<b>23 532</b>	<b>26 092</b>	<b>27 674</b>	<b>28 824</b>	<b>29 633</b>
Nets Produits Divers d'exploit.Bancaire	671	738	838	863	889
Recup / Charges Diverses d'exploit.Banc.	31	51	52	53	54
RDEB	<b>702</b>	<b>789</b>	<b>890</b>	<b>916</b>	<b>943</b>
Produits de Commission	4 885	5 374	5 911	6 088	6 271
Charges de commission	180	192	204	206	208
RNC	<b>4 705</b>	<b>5 182</b>	<b>5 707</b>	<b>5 882</b>	<b>6 063</b>
<b>PRODUIT NET BANCAIRE</b>	<b>28 939</b>	<b>32 063</b>	<b>34 271</b>	<b>35 622</b>	<b>36 639</b>
Charge de personnel	5 046	5 436	5 763	5 821	5 879
Frais Généraux d'Exploitation	5 798	6 262	6 563	6 629	6 695
Dotation Nette aux Amort / Immo	1 224	1 261	1 286	1 299	1 312
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>16 871</b>	<b>19 104</b>	<b>20 659</b>	<b>21 873</b>	<b>22 753</b>
Excédent des Dotat Prov Créances Dout.	2 860	2 500	2 300	2 261	2 220
Dotation aux Prov	860	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>RESULTAT COURANT</b>	<b>13 151</b>	<b>15 604</b>	<b>17 359</b>	<b>18 612</b>	<b>19 533</b>
<b>RESULTAT EXCEPTIONNEL</b>	<b>-180</b>	<b>-300</b>	<b>-400</b>	<b>-409</b>	<b>-418</b>
Impôt sur le Bénéfice	2 595	3 062	3 391	3 641	4 223
<b>RESULTAT NET</b>	<b>10 376</b>	<b>12 242</b>	<b>13 568</b>	<b>14 562</b>	<b>14 892</b>
<b>Taux de croissance (En %)</b>	<b>57,59</b>	<b>17,98</b>	<b>10,83</b>	<b>7,33</b>	<b>2,27</b>

Source : Annexes 2 : Synthèse de l'auteur situation financière prévisionnelles 2010- 2014

Ces résultats prévisionnels font ressortir une croissance au fil des années du résultat net prévisionnel mais avec un taux de croissance qui se réduirait de façon significative pour pratiquement s'annuler au bout des cinq (5) ans (cf. Tableau 6).

Nous formulons que 50% du résultat net sera mis en paiement aux actionnaires sur la période allant de 2010 et 2014, conformément à l'analyse de la politique de dividende que nous avons faite. En outre, nous postulons que le dernier dividende versé en 2014 restera constant par la suite.

Les prévisions nous semblent réalistes dans la mesure où la BOAB bénéficiera d'une situation économique générale en progression avec un taux de croissance estimé à environ 3,6% en 2010<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Source : www.bceao.int

De plus, celle-ci pourrait bénéficier aussi de perspectives favorables du fait de l'instauration, au niveau de l'UEMOA, de nouvelles réformes privilégiant la diversification des sources de richesses à travers l'encouragement de l'initiative privée et l'augmentation des investissements dans les secteurs clés des différentes économies de l'union.

En effet, même si ces perspectives optimistes doivent être nuancés par la crise économique mondiale, la participation actives à ces reformes de la BOAB pourrait favoriser une augmentation de son volume d'activité à travers l'accroissement de son encours de crédit dans la sous région.

#### **4.1.1.3.2. Rendement exigé de la détention de BOAB**

Selon la relation fondamentale du MEDAF, le taux de rendement attendu de la détention d'une action est égal au taux de rémunération d'un actif sans risque auquel s'ajoute la prime de risque (exigée de façon générale par rapport au risque du marché dans lequel l'investissement est réalisé). La détermination du taux de rendement exigé doit nécessairement passer par celui l'estimation de ces deux composantes.

Au 31 décembre 2010, le taux sans risque doit être évalué par le taux de rémunération d'obligation d'échéance longue (10 ans en général)<sup>16</sup> disponible sur le marché de la zone UEMOA. Aucune obligation de ce type n'existe sur le marché mais en tenant compte des caractéristiques des titres disponibles (émissions récentes des obligations d'Etats), nous estimons à 6 % ce taux.

Selon les calculs effectués en annexe 4, nous estimons qu'en moyenne, la BRVM réalise un rendement d'environ 9%; la prime de risque lié à un investissement en action est donc de 3%.

Aussi, le rendement attendu de la détention de l'action BOAB sera, avec un beta évalué à -0,28, estimé à :  $6 + (3 \% * -0,28) = 5,16 \%$ . Cette valeur est donc utilisé pour actualiser les flux de trésorerie futurs afin d'obtenir la valeur fondamentale de la BOAB.

#### **4.1.1.3.3. Valeur fondamentale du titre BOA BENIN**

La valeur fondamentale de l'action s'obtient en s'appuyant sur a formule du DDM et sur les prévisions de flux de trésorerie présentées dans le tableau 7.

<sup>16</sup> Cours Prime de Risque International and Financial Relation Jean KERTUDO (Consultant International)

**Tableau 11 : Valeur intrinsèque du titre BOAB**

(En FCFA)	2010	2011	2012	2013	2014	...	2019
Résultats Nets	10 376	12 242	13 568	14 562	14 892	...	14 892
Dividendes estimés	5 188	6 121	6 784	7 281	7 446	...	7 446
Facteur d'actualisation	$(1.0516)^{-1}$	$(1.0516)^{-2}$	$(1.0516)^{-3}$	$(1.0516)^{-4}$	$(1.0516)^{-5}$	...	$(1.0516)^{-10}$
Flux actualisé	4 933	5 535	5 833	5 954	5 790	...	4502
Valeur fondamentale	53 003						

Source : Synthèse de l'auteur

Sur la base d'un taux rendement attendu de 5,16 % résultant de la projection du marché et du beta estimé, la société BOAB est estimée à 53 Milliards de FCFA soit une valeur de l'action à 53 000 FCFA. Nous pouvons constater que cette valeur est supérieure à son cours coté qui est de 48 000 FCFA. De ce résultat, nous pourrions conclure que le titre BOAB subie aujourd'hui sur le marché une sous estimation d'environ 5 000 FCFA par action.

Il faut toutefois nuancer ce résultat. En effet, il découle de l'estimation d'un taux sans risque à 6 % annuel, d'un beta de -0.28 pour l'action BOAB et une prime de risque du marché de 3 %. Cette surévaluation pourrait venir d'un biais sur l'une ou l'autre de ces valeurs. De ces paramètres, celui qui nous semble présenté le plus grand biais est le beta de l'action dont la valeur négative bien que calculer selon les formules habituelles est curieuse.

Aussi, nous semble-t-il intéressant d'appliquer la formule de valorisation en sens inverse. En effet, étant donné les flux de trésorerie attendu de l'action BOAB, nous recherchons le taux d'actualisation qui permet d'égaliser le cours actuel de l'action et la somme actualisée des flux. Il ressort de notre estimation que l'achat de l'action BOAB au prix de 48 000 FCFA est un investissement qui rapporterait à son détenteur une rémunération moyenne annuelle de 7.2 %. Cette dernière valeur permet ainsi de nous conforter quant au précédent résultat de 4,96 % de rendement. En effet, si l'on y intègre la plus value réalisée en passant de 48 000 à 53 000 l'on pourrait avoisiner ce taux de rendement de 7.2%. Le constat de sous-estimation de la BOAB par le marché est donc un résultat à prendre fortement en compte.

Pour être complet, l'analyste doit appliquer ce schéma à chacune des valeurs cotées et disposer d'une fiche de valeur pour chacune d'elle afin d'offrir la possibilité à l'investisseur, en fonction de ses objectifs, de sélectionner les valeurs qui lui permettront de réaliser les performances les plus importantes.

#### 4.1.2. Démarche d'analyse d'une obligation

Le titre que nous avons retenu, dans le cadre de ce cas pratique, est celui du Trésor Public Ivoirien émis en 2009 par l'Etat de Côte d'Ivoire sur une durée de 5 ans au taux de 6.95% et pour un montant total de 50 Milliards de FCFA; les paiements de coupons afférents à cet emprunt seront effectués tous les 05 Août de chaque année à partir de 2010 jusqu'en 2014. Au total 5 Millions de titres ont été émis pour un nominal de 10 000 F CFA chacun.

##### 4.1.2.1. Rendement attendu de l'obligation TPCI 6,95%

En général, en raison de la fréquence de paiement des coupons, de la prime de remboursement et de la décote ou la surcote affichée par l'obligation sur le marché secondaire ; le taux de rendement actuariel d'une obligation peut être différent de son taux facial. L'obligation TPCI est cotée à 10 000 FCFA au 31 décembre 2010. Il s'agit d'une obligation dont le coupon est payé annuellement et dont la prime de remboursement est nulle. Le rendement à l'échéance attendu de cette obligation est alors de 6.95 %.

##### 4.1.2.2. Valorisation de l'obligation TPCI 6,95%

La valeur de cette obligation au 31/12/2010 (Clean Price) est égale à la somme actualisée des flux futurs auxquels sa détention donne droit durant toute sa durée de vie. En effet, au 31/12/2010, une échéance est passée et a occasionné le paiement d'un coupon le 05/08/2010. Il s'agira donc de procéder à l'actualisation au taux du marché des flux futurs restants à percevoir que sont les quatre derniers coupons annuels et le montant de remboursement final (cf. tableau 12).

**Tableau 12 : Flux de trésorerie de l'emprunt TPCI**

Date	Flux de trésorerie	Echéance en années	Flux actualisé
05.08.2011	695	0,58	668.44
05.08.2012	695	1,58	624.99
05.08.2013	695	2,58	584.38
05.08.2014	10 000 + 695	3,58	8408.40
Clean Price			10 286.22

Source : Synthèse de l'auteur

Aujourd'hui, nous estimons qu'en raison de l'évolution des taux d'intérêt de la zone UEMOA et de la qualité de la signature de l'Etat de Côte d'Ivoire, le rendement exigé de cette

obligation devrait se situer à 7 %. En effet, l'Etat du Sénégal lors de son émission du 14 Octobre 2010 a obtenu un taux de 6,75 %. Ce taux peut être considéré comme le taux auxquels l'absence d'arbitrage nous conduit à estimer le rendement de l'obligation TPCI. De plus, la situation socio politique en Côte d'Ivoire marqué par une crise ouverte depuis la proclamation des résultats du second tour des élections milite pour une dégradation de la qualité de la signature de l'Etat de Côte d'Ivoire qui suggère une prime de risque supplémentaire de 25 bp (point de base).

Ce taux supérieur au taux facial entraine une baisse de la valeur de l'obligation qui, selon le calcul détaillé dans le tableau 12, sera estimé à 10 271 FCFA ; le Prix  $P_i$  encore appelé Dirty Price sera donc de 10 561 FCFA selon la formule suivante :

$$P_i = \frac{695}{(1 + 0.07)^{0.58}} + \frac{695}{(1 + 0.07)^{1.58}} + \frac{695}{(1 + 0.07)^{2.58}} + \frac{10695}{(1 + 0.07)^{3.58}} + CC$$

Le coupon couru (CC) étant évalué à 290 F CFA.

Cependant, la particularité dans le choix d'une obligation réside dans le fait que le niveau de rémunération et donc de valorisation ne demeure pas l'unique critère. L'analyse du risque qui pèse sur cette obligation demeure un élément important dans le choix d'un investissement dans une obligation plutôt qu'une autre. Il apparait donc essentiel d'effectuer, dans le processus d'analyse d'une obligation après l'étape de la valorisation, une analyse du niveau de risque que cette obligation serait susceptible de subir.

Aussi, s'agira-t-il dans cette partie pratique d'étudier ces risques en application au cas de l'obligation ivoirienne TPCI 6,95%.

#### 4.1.2.3. Analyse du risque de l'obligation TPCI 6,95%

A l'instar de toute autre obligation, l'obligation TPCI 6,95% est sujette à deux types de risques que sont : les risques de crédit et les risques de marché.

Le risque de crédit relatif à la qualité de signature est lié à la probable incapacité de remboursement de l'emprunt contracté. Cette incapacité pourrait être considérée comme nulle du fait qu'il s'agisse d'une obligation émise par un Etat et qui, par conséquent, serait susceptible de souffrir d'aucun défaut de paiement.

Par contre, le risque de marché quant à lui concerne le risque de dégradation du prix de l'obligation suite à une variation à la hausse du taux de marché. Ce risque est très fortement lié aux caractéristiques propres à cette obligation.

L'obligation TPCI 6,95% ayant ses caractéristiques propres, donc différentes des autres obligations, il convient d'en étudier le niveau de risque de marché qu'elle génère à travers les outils précédemment étudiés que sont : la durée, la sensibilité et la convexité.

#### 4.1.2.3.1. Sensibilité de l'obligation TPCI 6,95%

Rappelons que la sensibilité de cette obligation est la variation du prix de l'obligation qui résulterait de la valeur de l'obligation suite à une variation de 1% des taux d'intérêt. L'application de la formule se fait à travers le tableau 13.

**Tableau 13 : Calcul de la sensibilité de l'obligation TPCI**

Date	Flux de trésorerie	Echéance en années	Flux actualisé*
07.05.2011	695	0,50	668,25
07.05.2012	695	1,50	624,53
07.05.2013	695	2,50	583,68
07.05.2014	10 000 + 695	3,50	8 394.34
			<b>14.28</b>

Source : Synthèse de l'auteur

\* Flux actualisé pour calculé la sensibilité. Il est obtenu en ajoutant 1 à l'exposant du dénominateur

Il ressort de ce tableau que la sensibilité de l'obligation TPCI.08 est de 14.28<sup>17</sup>.

Il résulte de ce calcul, qu'une variation d'un point (100 bp) du taux de marché aura pour effet une réduction de 14.28% de la valeur de l'obligation. La comparaison avec la sensibilité d'obligations similaires permettrait de faire ressortir le caractère plus ou moins risqué de l'obligation TPCI.

#### 4.1.2.3.2. Durée de l'obligation TPCI 6,95%

La durée de l'obligation TPCI.08 donne l'information relative à la date à laquelle les pertes ou gains en capital seraient compensés par les pertes ou gain en réinvestissement des coupons. Rappelons qu'elle est égale à la sensibilité multiplié par le taux de rendement de l'obligation plus 1.

Pour l'obligation TPCI, nous obtenons une durée de 2 ans 11 mois et 24 jours. Ainsi pour ne pas subir le risque de taux d'intérêt sur cette obligation, le détenteur de l'obligation doit envisager de la détenir jusqu'au le 24 Novembre 2013.

<sup>17</sup> Cette valeur est obtenue par un calcul direct à l'aide de la fonction DUREE.MODIFIEE disponible sous Microsoft Excel.

#### 4.1.2.3.3. Convexité de l'obligation TPCI 6,95%

Cette mesure, ajoutée à la sensibilité, permet d'obtenir une meilleure approximation, de la variation du prix d'une obligation pour des amplitudes de variation de taux plus grandes. Lorsqu'une obligation est plus convexe qu'une autre (c'est-à-dire que la courbure de la relation prix rendement est plus accentuée) l'on constate une baisse moins (plus) importante du prix chez celle-ci lors d'une augmentation (baisse) du taux.

Cette obligation serait donc moins risquée à détenir car elle engendrera, dans un scénario défavorable, des pertes moins importantes que d'autres obligations similaires et dans un scénario favorable des gains plus importants.

La convexité de l'obligation TPCI sera donc déterminée à partir de l'expression présentée précédemment. On peut ainsi constater, l'obligation TPCI.08 à une convexité de 114.25<sup>18</sup>.

En définitive l'on peut conclure qu'il est tout aussi important, dans l'analyse d'une obligation, de chercher à déterminer sa valeur sur le marché qu'à en évaluer les principaux risques dont le niveau d'impact sur l'obligation aura au final, une influence plus ou moins importante sur son prix.

## 4.2. GESTION DE PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIERES DE L'UEMOA

La gestion de portefeuille répond à un schéma précis tel que nous l'avons présenté dans la première partie de notre mémoire. Elle comporte cinq principales étapes : Définition des objectifs et contraintes du placement et collecte des informations sur les titres disponibles sur le marché, définition de la stratégie de placement et prévisions de l'évolution des paramètres de gestion, allocation et optimisation du portefeuille, évaluation de la performance et réagencement du portefeuille en fonction de l'évolution de l'environnement, des objectifs et contraintes de placement.

La section est présentée selon ces étapes. Nous commencerons donc par présenter les conditions de marché. Ensuite, nous présenterons la constitution de portefeuille et nous terminerons par la présentation des écueils à éviter.

---

<sup>18</sup> Cette valeur est obtenue par un calcul direct à l'aide de la fonction DUREE disponible sous Microsoft Excel

#### **4.2.1. Prévisions sur les différentes opportunités de placement de ce marché**

Toutes les opportunités de placement sur ce marché se résument à des opérations au comptant sur les trois catégories d'instruments financiers que sont les actions, les obligations et à un degré moindre, les droits de souscription.

Aussi, les prévisions optimistes sur le Produit Intérieur Brut de l'économie sous régionale, devraient favoriser de meilleures performances dans certains secteurs clés comme le secteur finance et le secteur industrie. Cela du fait des réformes entreprises au niveau de l'union visant à promouvoir la diversification des sources de richesses à travers l'augmentation des investissements dans des secteurs autres que celui de l'agriculture (1<sup>ère</sup> source contributive du PIB).

Ainsi, des placements effectués sur le marché des actions dans ces secteurs seraient susceptibles de générer dans les années à venir des revenus importants surtout en se basant sur la meilleure liquidité dont dispose ce compartiment comparativement à celle des autres instruments.

Parallèlement, le marché des obligations reste tout de même très attractif du fait du rôle primordial joué par les Etats dans son animation ; ce marché reste donc une opportunité sûre de placement assurant une rentabilité satisfaisante.

#### **4.2.2. Définition des stratégies de placement applicables**

Les différentes stratégies de placement qui peuvent être mises en œuvre sur ce marché sont fortement dépendantes du degré d'efficience du marché. En effet, les deux principales stratégies existantes, à savoir la gestion passive et la gestion active, sont basées sur l'opinion que se fait l'investisseur quant au niveau d'efficience de ce marché.

Ainsi, étant donné le déficit en terme de test d'efficience réalisé sur la BRVM, il est très difficile pour le gestionnaire de fonder les choix qu'il compte opérer.

Toutefois, celui-ci peut, en parfaite accord avec son client, définir la stratégie de gestion de portefeuille à retenir en fonction de différents facteurs présents sur ce marché favorisant soit la gestion active ou la gestion passive.

#### **4.2.2.1. Les facteurs favorisant la gestion active sur la BRVM**

L'information macro économique impacte, dans une certaine mesure, les cours des titres à la BRVM. Ainsi, une analyse minutieuse de l'environnement des entreprises et de leurs secteurs peut être source de gains à la BRVM ce qui justifie la possible utilisation de l'analyse fondamentale pour prédire le cours des titres sur ce marché.

- Le marché de la BRVM étant très jeune, tous les comportements qui lui sont propres ne sont pas encore testés et donc jouit de l'avantage de l'asymétrie d'informations scientifiques. De plus, en tant que marché émergent, l'investissement à la BRVM peut procurer un gain considérable pour peu d'effort d'analyse en termes de coût.

- Enfin la BRVM, comme d'ailleurs tous les marchés boursiers, ne peut être totalement efficient car les anticipations des investisseurs ne sont pas toujours rationnelles et donc peuvent influencer significativement la formation des prix ; de ce fait, aussi bien les fondamentalistes que les analystes de techniques peuvent y trouver leur compte.

#### **4.2.2.2. Les facteurs favorisant la gestion passive sur la BRVM**

Le nombre assez peu élevé des titres à la BRVM, comparativement aux marchés les plus développés, permet de minimiser plus facilement les erreurs de répllication lors de la mise en œuvre de cette stratégie.

- Le nombre limité des secteurs facilite le choix du benchmark à répliquer notamment les indices sectoriels qui ne sont que sept (7).

- Le caractère long terme de l'épargne de la zone monétaire UEMOA permet aux gestionnaires de constituer un meilleur portefeuille répliquant les indices.

- Il est scientifiquement démontré que les gestionnaires actifs parviennent rarement à battre le marché, du fait des coûts, relativement élevés, liés à ce mode de gestion.

#### **4.2.3. Mise en œuvre de ces stratégies au niveau de la BRVM**

Nous présentons ici la mise en œuvre pratique de la stratégie de constitution de portefeuille. Nous commencerons par la stratégie active et terminerons par la stratégie passive.

#### 4.2.3.1. Mise en œuvre de la stratégie de gestion active

La mise en œuvre de la gestion active à la BRVM s'appuiera principalement sur l'analyse fondamentale ; l'analyse technique n'étant pas très appropriée du fait du manque d'une base de données suffisamment étoffée pour l'application de cette technique.

La mise en application de la gestion active doit ainsi se baser sur le procédé résultant de l'analyse fondamentale dont l'illustration a permis de déduire la valeur intrinsèque de la valeur de BOA Bénin.

Toutefois, ce procédé doit être appliqué sur un ensemble ciblé de valeur et l'analyste devrait avoir à sa disposition un certain nombre d'informations privilégiés et, si possible, de compétences analytiques supérieures à la moyenne, afin de déterminer les différentes actions qui seraient sous ou sur évaluées par le marché et ainsi permettre la réalisation de plus-values selon la situation constatée.

#### 4.2.3.2. Mise en œuvre de la stratégie de gestion passive

La gestion passive, qui est principalement mise en œuvre à travers la gestion indicielle, consiste à procéder à la réplique de l'indice boursier représentatif de l'ensemble des valeurs du marché. Cependant, dans le cadre de la Bourse Régionale des valeurs Mobilières, il n'existe pas d'indice pour les valeurs obligataires.

Il s'agira donc, pour le gestionnaire, de constituer son portefeuille à l'image de l'indice boursier le plus représentatif du marché des actions à savoir : l'indice BRVM Composite<sup>19</sup> (le nombre d'action étant très peu élevé).

Le choix de cet indice se justifie par le fait que celui-ci soit constitué à partir de toutes les valeurs existantes et que celles-ci ne sont qu'au nombre de trente-neuf (39), ce qui facilite d'autant plus sa réplique au niveau du portefeuille du gestionnaire.

Aussi, différentes méthodes de construction d'un portefeuille répliquant cet indice boursier peuvent être ainsi utilisées à savoir : la méthode simpliste, la méthode de la capitalisation boursière et la méthode de l'échantillonnage stratifié.

<sup>19</sup> Sa détermination est effectuée à partir de la formule suivante :  $It = (Ct / Bt) * 100$

Avec:  $Ct = \sum Pit * Nit$ ;  $Bt = Bt - 1 (Ct' / Ct)$ ;  $It$  : Indice au temps  $t$  ;  $Ct$  : Capitalisation des composantes au temps  $t$  ;  $Ct'$  : capitalisation ajustée (pour tenir compte des augmentations ou réductions de capital et des modifications aux composantes) ;  $Bt$  : Base de l'indice au temps  $t$  ;  $Pit$  : Cours de la valeur  $i$  au temps  $t$  ;  $Nit$  : Nombre d'actions de la valeur  $i$  en circulation au temps  $t$ .

A cet effet, le tableau ci-après nous présentera, afin de mettre en application ces techniques, l'ensemble des valeurs constituant l'indice BRVM Composite ainsi que le poids relatif occupé par chacune d'entre elles au 30/06/2010 dans cet indice.

**Tableau 14 : Récapitulatif des valeurs de l'indice BRVM Composite**

SECTEUR	SYMBOLE	DESIGNATION	NBRE D' ACTIONS	COURS	CAPITALISATION BOURSIERE	POIDS RELATIFS
INDUSTRIE	CABC	SICABLE CI	148 000	17 000	2 516 000 000	0,08%
	CDAC	CEDA CI	461 000	4 710	2 171 310 000	0,07%
	FTSC	FILTISAC CI	3 525 935	3 900	13 751 146 500	0,44%
	NEIC	NEI CI	268 000	3 085	826 780 000	0,03%
	N TLC	NESTLE CI	1 103 520	64 475	71 149 452 000	2,29%
	SEMC	CROWN SIEM CI	629 740	32 250	20 309 115 000	0,65%
	SIVC	SIVOA CI	873 400	9 895	8 642 293 000	0,28%
	SLBC	SOLIBRA CI	822 016	160 000	131 522 560 000	4,24%
	SMBC	SMB CI	1 948 800	13 920	27 127 296 000	0,87%
	STBC	SITAB CI	897 750	50 000	44 887 500 000	1,45%
	TTRC	TRITURAF CI	1 040 000	1 805	1 877 200 000	0,06%
	UNLC	UNILEVER CI	1 610 600	57 260	92 222 956 000	2,97%
UNXC	UNIWAX CI	750 000	11 700	8 775 000 000	0,28%	
SERVICES PUBLICS	CIEC	CIE CI	2 800 000	15 000	42 000 000 000	1,35%
	ONTBF	ONATEL BF	3 400 000	47 000	159 800 000 000	5,15%
	SDCC	SODE CI	900 000	11 995	10 795 500 000	0,35%
	SNTS	SONATEL SN	10 000 000	135 000	1 350 000 000 000	43,50%
FINANCES	BICC	BICI CI	1 666 667	33 100	55 166 677 700	1,78%
	BOAB	BOA BENIN	900 000	46 500	41 850 000 000	1,35%
	BOAC	BOA CI	600 000	30 000	18 000 000 000	0,58%
	BOAN	BOA NIGER	350 000	37 240	13 034 000 000	0,42%
	ETIT	ECOBANK	9 914 499 017	47	465 981 453 799	15,01%
	SAFC	SAFCA CI	129 916	29 000	3 767 564 000	0,12%
	SGBC	SGB CI	3 111 111	47 950	149 177 772 450	4,81%
TRANSPORT	SDSC	SDV-SAGA CI	1 088 706	49 500	53 890 947 000	1,74%
	SVOC	SIVOM CI	668 500	5 550	3 710 175 000	0,12%
AGRICULTURE	PALC	PALMCI	7 729 658	6 930	53 566 529 940	1,73%
	SICC	SICOR CI	600 000	5 000	3 000 000 000	0,10%
	SOGC	SOGB CI	2 160 184	23 000	49 684 232 000	1,60%
	SPHC	SAPHc2 CI	5 111 601	17 030	87 050 565 030	2,80%
DISTRIBUTION	ABJC	ABIDJAN CATERING CI	545 600	4 000	2 182 400 000	0,07%
	BNBC	BERNABE CI	331 200	22 100	7 319 520 000	0,24%
	CFAC	CFAO CI	1 112 792	15 500	17 248 276 000	0,56%
	PRSC	PEYRISSAC CI	160 000	116 000	18 560 000 000	0,60%
	SHEC	SHELL CI	1 260 000	10 000	12 600 000 000	0,41%
	SRIC	SARI CI	131 600	40 000	5 264 000 000	0,17%
AUTRES	T TLC	TOTAL CI	629 616	85 000	53 517 360 000	1,72%
	STAC	SETAO CI	134 400	4 625	621 600 000	0,02%
				<b>TOTAL</b>	<b>3 103 567 181 419</b>	<b>100%</b>

Source : Revue Trimestrielle BRVM au 30-06-2010

En gestion passive, l'objectif c'est de répliquer exactement ou de façon approximative l'indice dont la composition détaillée est présentée ci-avant.

#### 4.2.3.2.1. La méthode simpliste

Il s'agit dans cette méthode, de procéder à l'achat de tous les titres de l'indice (en proportion de leurs poids dans cet indice).

Cette méthode a pour avantage de minimiser l'erreur de réplique. Les inconvénients résident dans les frais de transaction qui sont très élevés et le réinvestissement des dividendes qui entraîne des frais d'ajustement élevés.

Dans le cas d'espèce, selon les informations contenues dans le tableau précédent, le gestionnaire aura à constituer un portefeuille comprenant l'ensemble des valeurs au prorata de leur poids relatif dans l'indice ;

Il aura ainsi par exemple à allouer 43,5% de ses fonds dans des actions SONATEL, 15,01% dans des actions ECOBANK, 5,15% dans des actions ONATEL etc. jusqu'à détenir l'ensemble des titres dans son portefeuille.

#### 4.2.3.2.2. La méthode de la capitalisation boursière

Cette méthode consiste à privilégier les valeurs les plus importantes, en constituant son portefeuille à partir de celles bénéficiant d'une plus grande capitalisation dans l'indice à répliquer, et cela dans les mêmes proportions que leur importance dans cet indice de référence. Le reste des valeurs à faible capitalisation sera réparti, dans le portefeuille, en proportion égale.

**Tableau 15 : Structure d'un portefeuille indiciel**

VALEURS	POURCENTAGE A INVESTIR	VALEURS	POURCENTAGE A INVESTIR
SONATEL	43,50%	BICICI	1,78%
ECOBANK	15,01%	SDV SAGA	1,74%
ONATEL	5,15%	PALMCI	1,73%
SGBCI	4,81%	TOTAL	1,72%
SOLIBRA	4,24%	SOGB	1,60%
UNILEVER	2,97%	SITAB	1,45%
SAPH	2,80%	CIE	1,35%
NESTLE	2,29%	BOA BENIN	1,35%

Ceci nous fait un total de seize (16) valeurs représentant à elles seules plus de 90% de l'indice ; le gestionnaire aura donc à investir que 10% de ses fonds de façon égale dans les vingt deux (23) valeurs restantes.

#### 4.2.3.2.3. La méthode de l'échantillonnage stratifié

Cette méthode a pour objectif général de constituer un portefeuille à partir des titres les plus représentatifs compris dans l'indice de référence. Il s'agira donc pour le gestionnaire de classer les titres constituant l'indice à répliquer en strates selon divers critères (le secteur d'activité, le risque total, le nombre de transactions etc.), de choisir dans chaque strate quelques titres les plus représentatifs du groupe, et de les pondérer par leur importance dans l'indice à répliquer.

On aura donc dans notre cas, à titre d'illustration, des strates composées selon le critère du secteur d'activité à savoir les 7 secteurs suivants que sont : l'industrie, le service public, la finance, le transport, l'agriculture, distribution.

La structure de notre portefeuille présenterait alors les valeurs suivantes :

**Tableau 16 : Structure d'un portefeuille indiciel, stratifié**

<b>STRATES</b>	<b>VALEURS ET POURCENTAGES DU PORTEFEUILLE</b>
<b>INDUSTRIE</b>	SOLIBRA (4,24%); UNILEVER (2,97%); NESTLE (2,29%)
<b>SERVICES PUBLICS</b>	SONATEL (43,5%); ONATEL (5,15%)
<b>FINANCE</b>	ETIT (15,01%); SGBCI (4,81%)
<b>TRANSPORT</b>	SDV SAGA (1,74%)
<b>AGRICULTURE</b>	SAPH (2,8%); PALMCI (1,73%)
<b>DISTRIBUTION</b>	TOTAL CI (1,72%)

Nous pouvons ainsi repérer à partir de ce tableau, les titres les plus représentatifs de chaque strate qui constitueront de ce fait les valeurs de notre portefeuille selon la méthode de l'échantillonnage stratifié.

A l'issue de l'application des outils d'analyse des titres financiers (actions et obligations) et des outils de sélection de portefeuille, nous pouvons constater que ces méthodes encore peu utilisées par les acteurs du marché s'y prêtent bien.

Et que l'exigence en termes d'investissement pour la recherche d'informations et de mise en place de support technique d'analyse, mérite que l'on s'y attèle parce qu'étant susceptibles d'apporter une valeur ajoutée en termes de rigueur dans la gestion et la maîtrise des risques et pourra être de nature à rassurer les partenaires.

La deuxième partie de notre présentation en passant par la présentation du cadre de gestion de portefeuille à ACTIBOURSE nous a permis de présenter les outils et leurs implémentation pour l'analyse des titres financiers afin de proposer des conseils d'investissement et de constituer des portefeuilles au regard des objectifs et contraintes liés. Nous espérons que son contenu inspirera les acteurs du marché et particulièrement ceux de ACTIBOURSE.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## CONCLUSION

---

Le marché financier de l'UEMOA malgré un départ assez poussif réussit tout de même de nos jours, par l'intermédiaire des SGI, à mobiliser de plus en plus d'épargne au niveau des différents agents économiques. Ce marché occupe une place importante, pour les investisseurs, dans leurs désirs de réalisation de placements rentables.

Cependant, la méconnaissance du comportement des titres ainsi que celui du marché est une barrière non négligeable pour ces derniers dans leurs recherches de profits.

Aussi, appartient-il aux Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), uniques intermédiaires agréés à effectuer des opérations sur la BRVM, d'accompagner leur clientèle dans leurs investissements. Pour ce faire, ceux-ci se devraient d'adopter, une démarche d'analyse et de gestion de portefeuille des titres, adaptée aux spécificités du marché financier régional ; d'où la raison d'être de notre étude.

Le travail que ne venons d'effectuer a eu ainsi pour finalité, la mise en application des modèles d'analyse financière et de gestion de portefeuille des titres, selon le cas pratique de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières et ses spécificités.

En effet, ce travail a été structuré en deux grandes parties. La première s'est attelée à définir, à travers l'énoncé des différents principes d'analyse financière et gestion de portefeuille de titres financiers, l'élaboration d'une démarche basée sur plusieurs modèles ; laquelle a, par la suite, été mise en application dans la seconde partie, à titre d'illustration, dans le cadre du marché financier de l'union.

De ce fait, l'application de l'analyse fondamentale à la BOA Bénin, a ainsi permis d'illustrer les principaux fondements de l'analyse fondamentale, qui servent dans le même temps de base à l'application de la gestion active d'un portefeuille de titres.

Il a aussi été recommandé aux SGI, pour la mise en œuvre de la méthode de gestion active, de s'assurer d'avoir en leur possession un certain nombre d'informations afin d'effectuer une évaluation des titres, selon le modèle précédemment développé, plus proche de la valeur intrinsèque que l'évaluation effectuée par le marché. Ceci leur permettant ainsi d'espérer réaliser de meilleures performances que les autres acteurs de ce marché.

Nonobstant, détenir de telles informations n'étant pas toujours évident sur la BRVM, la méthode de gestion passive s'y impose pratiquement, du fait de sa mise en application qui y est beaucoup plus simple au regard de l'exhaustivité des valeurs comprises dans l'indice à répliquer et du niveau relativement faible de la volatilité de ce marché.

En outre, la mise en application de ces modèles, tant au niveau de l'analyse financière qu'à celui de la gestion de portefeuille, s'est heurtée à quelques limites. En effet, il n'a pu être mis en œuvre qu'un seul modèle au niveau l'analyse financière des actions qu'est l'analyse fondamentale ne permettant pas ainsi d'apprécier de la pertinence des autres méthodes énoncées à savoir l'analyse technique.

Il y eut aussi l'impossibilité, dans le cadre de ce mémoire, de mettre en pratique la méthode d'analyse fondamentale pour l'ensemble des entreprises cotées.

De plus, le caractère partiel de la proposition d'une méthode de gestion de portefeuille adéquate pour la BRVM, du fait d'un manque d'accès à des études préalables sur cette bourse, n'eut pas permis de se forger une opinion certaine sur son niveau réel d'efficacité informationnelle.

Néanmoins, la démarche adoptée a permis d'aboutir à un procédé d'analyse financière et de gestion de portefeuille des titres évoluant sur la BRVM ; même si celui-ci pourrait être grandement amélioré en se servant de base de données plus élaborées contenant des historiques de cours de bourse, les états financiers des entreprises cotées et les informations relatives à l'économie de la zone UEMOA.

Nos résultats ouvrent alors la voie à d'autres études dans le domaine de l'application des outils d'analyse des titres cotés et de la gestion de portefeuille à la BRVM et mériteraient, à cet effet, d'être complétés sur plusieurs aspects.

## BIBLIOGRAPHIE

---

### **I- OUVRAGES**

- 1- CLEARY W. Sean et JONES P. Charles (2000), INVESTMENTS Analysis and Management, Canadian édition, 758 pages ;
- 2- JACQUILLAT Bertrand et SOLNIK Bruno (2002), Marchés Financiers et Gestion de Portefeuille, DUNOD 4<sup>ème</sup> Edition, 367 pages ;
- 3- LAHILLE Jean Pierre (2007), Analyse Financière, DUNOD 3<sup>ème</sup> édition, 264 Pages ;
- 4- MORVAN Jérémy (2009), Marchés et Instruments Financiers, DUNOD, 143 pages ;
- 5- RAMAGE Pierre (2002), Finance de Marché, Edition d'organisation, 240 pages ;

### **II- Rapports, Mémoires, Documents de travail**

- 1- RAPPORTS D'ACTIVITES de 2006 à 2009 des sociétés appartenant aux secteurs Finance de la BRVM ;
- 2- REVUE TRIMESTRIELLE de la BRVM du 1<sup>er</sup> avril au 30 juin 2010 ;
- 3- Bulletin Officiel de cotation (BOC) année 2005 - 2010

### **III- SITES INTERNET**

- 1- <http://www.gespriv.com/>
- 2- Site internet de la BRVM : <http://www.brvm.org/>
- 3- Site internet du CREPMF : <http://www.crepmf.org/>
- 4- <http://Cafedelabourse/lexiquedebourse/analysefondamentale/>
- 5- <http://edubourse/guidebourse/obligations/>

ANNEXES

---

CESAG - BIBLIOTHEQUE

ANNEXE 1 : SITUATION FINANCIÈRE BOA BÉNIN 2006-2009

BILANS DES EXERCICES CLOS LES 31 DECEMBRE 2006, 2007, 2008 et 2009

<b>ACTIFS</b> (en millions de francs CFA)	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
CAISSE	9 021	11 854	7 777	9 910
CREANCES INTERBANCAIRES	72 010	81 364	92 193	120 632
CREANCES SUR LA CLIENTELE	120 726	173 905	200 554	217 002
TITRES DE PLACEMENT	27 332	59 612	102 358	107 006
IMMOBILISATIONS FINANCIERES	7 193	5 885	6 987	9 630
CREDIT BAIL ET OPERATIONS ASSIMILES	-	-	-	-
IMMOBILISATIONS INCORPORELLES	335	239	151	149
IMMOBILISATIONS CORPORELLES	7 996	8 200	8 838	10 471
ACTIONNAIRES ET ASSOCIES	-	500	-	-
AUTRES ACTIFS	8 988	6 345	7 409	13 322
COMPTE D'ORDRE ET DIVEDRS	1 657	1 146	2 132	2 973
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>225 258</b>	<b>349 020</b>	<b>428 399</b>	<b>491 095</b>

<b>HORS BILAN ACTIF</b> (en millions de francs CFA)	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT DONNES	23 121	16 942	12 035	35 611
ENGAGEMENTS DE GARANTIE DONNES	49 086	74 448	93 569	71 865
Etablissements de crédit	33	27	21 529	21 745
Clients	49 053	74 421	72 040	50 120

<b>PASSIFS</b> (en millions de francs CFA)	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
DETTES INTERBANCAIRES	18 287	54 148	90 807	106 756
DETTES A L'EGARD DE LA CLIENTELE	202 880	255 622	286 192	316 731
DETTES REPRESENTES PAR UN TITRE	1 508	807	-	6 000
AUTRES PASSIFS	2 812	4 237	6 020	7 172
COMPTES D'ORDRE ET DIVERS	2 340	3 611	7 360	9 632
PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES	28	29	97	1 097
PROVISIONS REGLEMENTEES	-	-	-	-
SUBVENTIONS D'INVESTISSEMENT	-	-	-	-
FONDS PR RISQUES BANCAIRES GENERAUX	4 334	4 835	6 838	8 838
CAPITAL OU DQTATION	7 500	8 000	8 000	9 000
PRIMES LIEES AU CAPITAL	5 717	5 717	7 067	7 067
RESERVES	8 697	8 779	9 661	11 061
ECARTS DE REEVALUATION	-	-	-	-
REPORT A NOUVEAU (+/-)	608	23	353	1 157
RESULTAT DE L'EXERCICE	547	3 212	6 004	6 584
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>255 258</b>	<b>349 020</b>	<b>428 399</b>	<b>491 095</b>

<b>HORS BILAN ACTIF</b> (en millions de francs CFA)	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT DONNES	23 121	16 942	12 035	35 611
ENGAGEMENTS DE GARANTIE DONNES	49 086	74 448	93 569	71 865
Etablissements de crédit	33	27	21 529	21 745
Clients	49 053	74 421	72 040	50 120

ANNEXE 2 : SITUATIONS FINANCIÈRES PRÉVISIONNELLES BOA BÉNIN 2010-2014

INTITULE	2010	2011	2012	2013	2014
Produits sur opérations de trésorerie et interbancaires	3 448	3 519	3 983	4 102	4 185
Produits sur opérations avec la clientèle	22 696	24 475	25 718	26 490	27 019
Revenus des titres de placements	6 255	7 102	7 111	7 324	7 471
<b>TOTAL PRODUITS DES EMPLOIS</b>	<b>32 399</b>	<b>35 096</b>	<b>36 812</b>	<b>37 916</b>	<b>38 675</b>
Charges sur opérations de trésorerie et interbancaires	-4 005	-4 021	-3 976	-4 016	-4 056
Charges sur opérations avec la clientèle	-9 281	-9 841	-10 513	-10 618	-10 724
Charges titres de placement	-100	-100	-100	-101	-102
<b>TOTAL COUT DES RESSOURCES</b>	<b>-13 386</b>	<b>-13 962</b>	<b>-14 586</b>	<b>-14 735</b>	<b>-14 882</b>
<b>MARGE BANCAIRE NETTE</b>	<b>19 013</b>	<b>21 134</b>	<b>22 223</b>	<b>23 181</b>	<b>23 793</b>
Produits des commissions sur opérations	4 885	5 374	5 911	6 088	6 271
Charges des commissions sur opérations	-180	-192	-204	-206	-208
<b>PRODUIT NET DES COMMISSIONS SUR OPERATIONS</b>	<b>4 705</b>	<b>5 182</b>	<b>5 707</b>	<b>5 882</b>	<b>6 063</b>
Produits des engagements par signature	2 505	2 630	2 750	2 833	2 917
Charges sur engagements par signature	-	-	-	-	-
<b>PRODUIT NET DES ENGAGEMENTS PAR SIGNATURE</b>	<b>2 505</b>	<b>2 630</b>	<b>2 750</b>	<b>2 833</b>	<b>2 917</b>
Net des profits et pertes de change	<b>2 520</b>	<b>2 822</b>	<b>3 161</b>	<b>3 256</b>	<b>3 354</b>
charges sur opérations de change	<b>-1 260</b>	<b>-1 323</b>	<b>-1 389</b>	<b>-1 403</b>	<b>-1 417</b>
<b>NET DES OPERATIONS DE CHANGE</b>	<b>1 260</b>	<b>1 499</b>	<b>1 772</b>	<b>1 853</b>	<b>1 937</b>
Net des produits divers d'exploitation	<b>671</b>	<b>738</b>	<b>838</b>	<b>863</b>	<b>889</b>
Récupérations de frais (Prod. Div. Expl. Banc)	31	51	52	53	54
<b>NET DES PRODUITS DIVERS D'EXPLOITATION</b>	<b>702</b>	<b>789</b>	<b>890</b>	<b>916</b>	<b>943</b>
<b>TOTAL COMMISSIONS ET DIVERS</b>	<b>9 172</b>	<b>10 100</b>	<b>11 119</b>	<b>11 484</b>	<b>11 860</b>
Produits sur immobilisations financières	754	829	929	957	986
Charges sur immobilisations financières	-	-	-	-	-
<b>NET DES REVENUS DES TITRES DE PARTICIPATION</b>	<b>754</b>	<b>829</b>	<b>929</b>	<b>957</b>	<b>986</b>
<b>PRODUIT NET BANCAIRE</b>	<b>28 939</b>	<b>32 063</b>	<b>34 271</b>	<b>35 622</b>	<b>36 639</b>
Charges de personnel	-5 046	-5 436	-5 763	-5 821	-5 979
Autres charges directes d'exploitation	-5 798	-6 262	-6 563	-6 629	-6 695
<b>TOTAL DES FRAIS DIRECTS D'EXPLOITATION</b>	<b>-10 844</b>	<b>-11 698</b>	<b>-12 326</b>	<b>-12 450</b>	<b>-12 574</b>
DOTATIONS AUX AMORTISSEMENTS	-1 224	-1 261	-1 286	-1 299	-1 312
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>16 871</b>	<b>19 104</b>	<b>20 659</b>	<b>21 873</b>	<b>22 753</b>
Dotations provisions, créances douteuses et litigieuses	-5 700	-5 500	5 400	-5 454	-5 509
Dotations aux FRBG	-	-	-	-	-
Dotations aux provisions	-860	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Charges exceptionnelles exercices antérieurs	-680	-800	-900	-909	-918
Reprise de provisions pour créances douteuses et litigieuses	-2 840	-3 000	-3 100	-3 193	-3 289
Reprises de provisions pour FRBG	-	-	-	-	-
Reprises autres provisions	-	-	-	-	-
Produits exceptionnels exercices antérieurs	-500	-500	-500	-500	-500
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE AVANT IMPOT</b>	<b>12 971</b>	<b>15 304</b>	<b>16 959</b>	<b>18 203</b>	<b>19 115</b>
<b>RESULTAT NET</b>	<b>10 376</b>	<b>12 242</b>	<b>13 568</b>	<b>14 562</b>	<b>14 892</b>

ANNEXE 3 : SYNTHÈSE DE L'AUTEUR SITUATION FINANCIÈRE SECTEUR  
FINANCE BRVM

<b>ALIOS FINANCE</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	1859	1928	2078	2312	
Produit / Crédit Bail	4681	7459	11856	16748	
Produits / Opérations Financières	7	4	0	0	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	24	30	35	52	
Produits de Commission	14	12	19	43	
Produits Généraux d'Exploitation	492	369	1014	1155	
Produits Exceptionnels	98	13	3	1	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>7175</b>	<b>9815</b>	<b>15005</b>	<b>20311</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>982</b>	<b>822</b>	<b>1288</b>	<b>1109</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>13,6864111</b>	<b>8,37493632</b>	<b>8,5838054</b>	<b>5,46009551</b>	<b>9,026312096</b>
<b>BICICI</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	13911	13961	15973	17917	
Produit / Crédit Bail	4512	5439	6305	6896	
Produits / Opérations Financières	1905	3132	3532	3355	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	1159	1286	1444	1767	
Produits de Commission	8184	8251	9651	9306	
Produits Généraux d'Exploitation	2611	40	730	1019	
Produits Exceptionnels	134	1040	195	1138	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>32416</b>	<b>33149</b>	<b>37830</b>	<b>41398</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>7483</b>	<b>5901</b>	<b>9209</b>	<b>9775</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>23,0842794</b>	<b>17,801442</b>	<b>24,3431139</b>	<b>23,6122518</b>	<b>22,21027177</b>
<b>BOA BENIN</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	13480	16451	20697	23415	
Produits / Opérations Financières	5588	5786	9458	12429	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	158	150	135	104	
Produits de Commission	2611	3349	3919	4579	
Produits Généraux d'Exploitation	492	586	539	623	
Produits Exceptionnels	56	105	107	337	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>22385</b>	<b>26427</b>	<b>34855</b>	<b>41487</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>5983</b>	<b>9474</b>	<b>12385</b>	<b>15307</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>26,7277195</b>	<b>35,8496992</b>	<b>35,5329221</b>	<b>36,8958951</b>	<b>33,75155896</b>
<b>BOA CI</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	8106	10030	12867	12946	
Produits / Opérations Financières	1208	1594	2066	2269	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	0	9	49	364	
Produits de Commission	2019	2100	2140	2311	
Produits Généraux d'Exploitation	147	359	304	186	
Produits Exceptionnels	1	21	17	41	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>11333</b>	<b>13733</b>	<b>17443</b>	<b>18117</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>3356</b>	<b>3963</b>	<b>3525</b>	<b>1563</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>29,6126357</b>	<b>28,8574965</b>	<b>20,2086797</b>	<b>8,62725617</b>	<b>14,41796793</b>

<b>BOA NIGER</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	2604	3793	6118	7581	
Produits / Opérations Financières	874	1382	2140	1613	
Produits de Commission	759	864	1107	1112	
Produits Généraux d'Exploitation	369	314	514	320	
Produits Exceptionnels	5	4	4	10	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>4237</b>	<b>6357</b>	<b>9883</b>	<b>10636</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1480</b>	<b>2205</b>	<b>3451</b>	<b>3509</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>34,9303753</b>	<b>34,6861727</b>	<b>34,918547</b>	<b>32,9917262</b>	<b>34,19881531</b>

<b>SGBCI</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	23661	26647	32616	37572	
Produit / Crédit Bail	2607	3548	4415	4763	
Produits / Opérations Financières	4865	6946	7237	8209	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	1422	1323	1320	1639	
Produits de Commission	14994	15991	17113	18406	
Produits Généraux d'Exploitation	490	664	4288	397	
Produits Exceptionnels	66	57	182	169	
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>48105</b>	<b>55176</b>	<b>67171</b>	<b>71155</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>19306</b>	<b>20906</b>	<b>28611</b>	<b>27651</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>40,1330423</b>	<b>37,8896622</b>	<b>42,5942743</b>	<b>38,8602347</b>	<b>39,86930337</b>

<b>ETI</b>					
<b>ELEMENTS</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	
Intérêts et Produits Assimilés	249586	428423	710249	763954	
Produit / Crédit Bail	5022	174	5625	16894	
Produits / Opérations Financières	44562	73188	108639	148370	
Produits Divers d'exploit. Bancaire	9556	10122	55321	8821	
Produits de Commission	110302	185406	275683	249566	
Produits Généraux d'Exploitation					
Produits Exceptionnels					
<b>Chiffres d'Affaire</b>	<b>419028</b>	<b>697313</b>	<b>1155517</b>	<b>1187605</b>	
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>142390</b>	<b>209718</b>	<b>240724</b>	<b>275312</b>	<b>MOYENNE</b>
<b>MARGE OPERATIONNELLE</b>	<b>33,9810227</b>	<b>30,0751599</b>	<b>20,8325797</b>	<b>23,1821186</b>	<b>27,01772025</b>

## ANNEXE 4 : DÉTERMINATION DU RENDEMENT EXIGÉ DE BOAB

Dans cette annexe, nous détaillons le calcul du beta de l'action BOAB qui permet par la suite de déterminer le rendement attendu de l'action BOAB selon la relation fondamentale du MEDAF.

Partant du tableau relatif à l'historique des cours de bourse de la BOAB et de la valeur de l'indice de marché, nous avons établi le tableau suivant.

**Tableau 17 : Rentabilité du marché et de la BOAB**

ANNEES	COURS BOA BENIN	DIVIDENDES BOA BENIN	INDICE BRVM COMPOSITE <sup>22</sup>	RENTABILITE BOA BENIN	RENTABILITE DU MARCHÉ
2000	31192	2700	78,385		
2001	34307	3510	73,13	21,24%	-6,70%
2002	37964	2700	70,54	18,53%	-3,54%
2003	37750	1800	69,75	4,18%	-1,12%
2004	37861	1800	81,12	5,06%	16,30%
2005	38140	1800	99,05	5,49%	22,10%
2006	37785	1260	132,31	2,37%	33,58%
2007	37434	2250	172,7	5,03%	30,53%
2008	40060	3150	216,61	15,43%	25,43%
2009	46528	3150	140,11	24,01%	-35,32%
<b>SOMME</b>				<b>101,34%</b>	<b>81,25%</b>
<b>MOYENNE</b>				<b>11,26%</b>	<b>9,03%</b>

Source : Synthèse de l'auteur

Ce tableau permet de récapituler sur 10 ans, l'évolution des cours et des dividendes de la BOA BENIN et celle de l'indice BRVM Composite<sup>20</sup>. En effet à partir de ces différentes données l'on peut ainsi mesurer la rentabilité moyenne de l'actif étudié et celle du marché en question.

Il est donc à noter que sur ces 10 années, la rémunération moyenne offerte par la BOA BENIN est supérieure à celle du marché ; déterminons alors Bêta qui permettra d'évaluer la sensibilité du titre par rapport au risque du marché.

On a :

$$B\acute{e}ta = \frac{cov(rentabilit\acute{e} \text{ du march\acute{e}}; rentabilit\acute{e} \text{ du titre})}{variance \text{ du march\acute{e}}}$$

Le détail du calcul se fait à travers le tableau suivant :

<sup>20</sup> L'indice BRVM Composite est préféré à l'indice BRVM 10 car étant l'indice synthétique récapitulant l'ensemble des valeurs du marché donc reflétant mieux ses fluctuations

**Tableau 18 : Calcul du Beta de l'action**

Année	Rendement BOAB (R <sub>i</sub> )	(R <sub>i</sub> - moy(R <sub>i</sub> )) <sup>2</sup>	Rendement BRVM Composite (R <sub>m</sub> )	(R <sub>m</sub> - moy(R <sub>m</sub> )) <sup>2</sup>	(R <sub>i</sub> - moy(R <sub>i</sub> ))(R <sub>m</sub> - moy(R <sub>m</sub> ))
2000					
2001	21,24%	1,00%	-6,70%	2,47%	-1,57%
2002	18,53%	0,53%	-3,54%	1,58%	-0,91%
2003	4,18%	0,50%	-1,12%	1,03%	0,72%
2004	5,06%	0,38%	16,30%	0,53%	-0,45%
2005	5,49%	0,33%	22,10%	1,71%	-0,75%
2006	2,37%	0,79%	33,58%	6,03%	-2,18%
2007	5,03%	0,39%	30,53%	4,62%	-1,34%
2008	15,43%	0,17%	25,43%	2,69%	0,68%
2009	24,01%	1,63%	-35,32%	19,67%	-5,65%
Moyenne	11.26 %		9.03 %		
		5,72%		40,33%	-11,46%

Source : Synthèse de l'auteur

A partir des données de ce tableau, nous calculons les termes suivants :

$$\text{Variance du marché} = (\text{Somme } R_m^2 - (\text{Moyenne } R_m)^2) / N$$

$$= (47.66\% - (9.03\%)^2) / 9 = 4.48\%$$

$$\text{Variance BOA BENIN} = (\text{Somme } R_{boa}^2 - (\text{Moyenne } R_{boa})^2) / N$$

$$= (17.13\% - (11.26\%)^2) / 9 = 0.64\%$$

$$\text{Covariance} = 1/N * (\text{Somme } (R_{boa} * R_m)) - (\text{Moyenne } R_m) * (\text{Moyenne } R_{boa}) *$$

$$= (-2.31) / 9 - (11.26\% * 9.03\%) = -1.27\%$$

De ces termes, on déduit

- Bêta = Covariance / Variance du Marché = -0.28
- la prime de risque global du marché: =(Rentabilité du marché – Rentabilité actif sans risque)

$$= 9.03\% - 6\% = 3.03\%$$

- Prime de risque liée au titre = valeur absolue Bêta \* Prime de risque du marché

$$= 0.28 * 3.03\%$$

$$= 0.76\%$$

$$\text{Prime de risque liée au titre} = 0.76\%$$

## TABLES DES MATIERES

DEDICACES.....	i
REMERCIEMENTS.....	ii
SOMMAIRE.....	iii
LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS.....	iv
LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES.....	v
INTRODUCTION.....	6
I <sup>ère</sup> PARTIE : PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE.....	8
Chapitre 1. PRINCIPES D'ANALYSE DE TITRES FINANCIERS.....	9
1.1. PRINCIPES ET DEMARCHE D'ANALYSE D'UN TITRE FINANCIER.....	9
1.1.1. Principes généraux de l'analyse financière d'un titre.....	9
1.1.2. Démarche de l'analyse d'un titre financier.....	10
1.1.2.1. Le volet statique.....	10
1.1.2.2. Le volet dynamique.....	11
1.2. ANALYSE D'UN TITRE DE CAPITAL : ACTION.....	11
1.2.1. Définition d'une action et leurs différentes catégories.....	11
1.2.1.1. Définition d'une action.....	Erreur ! Signet non défini.
1.2.1.2. Les différentes catégories de titres de capital.....	Erreur ! Signet non défini.
1.2.1.2.1. Les actions ordinaires.....	Erreur ! Signet non défini.
1.2.1.2.2. Les actions de préférences.....	Erreur ! Signet non défini.
1.2.2. Outils d'analyse d'une action.....	12
1.2.2.1. Concept de la valeur fondamentale.....	13
1.2.2.2. Détermination de la fondamentale d'un titre de capital.....	14
1.2.2.2.1. Evaluation par les revenus actualisés (DDM).....	14
1.2.2.2.2. la méthode des comparables.....	16
1.2.2.3. Principe de l'analyse technique.....	17
1.3. ANALYSE D'UN TITRE DE DETTE : OBLIGATION.....	19
1.3.1. Définition d'une obligation et catégorisation.....	19
1.3.1.1. Définition et caractéristiques d'une obligation.....	Erreur ! Signet non défini.
1.3.1.2. Les différentes catégories d'obligations.....	Erreur ! Signet non défini.
1.3.2. Outils d'analyse d'une obligation.....	20

1.3.2.1. Le taux de rendement actuariel.....	20
1.3.2.2. Valorisation d'une obligation.....	21
1.3.2.3. Mesure et analyse du risque d'une obligation .....	22
1.3.2.3.1. Risque de signature .....	22
1.3.2.3.2. Les risques de taux d'intérêt.....	23
Chapitre 2. PRINCIPE DE GESTION DE PORTEFEUILLE .....	27
2.1. DEMARCHE ET STRATEGIES DE GESTION DE PORTEFEUILLE .....	27
2.1.1. Démarche de la gestion de portefeuille .....	27
2.1.1.1. Objectifs et contraintes de l'investisseur .....	28
2.1.1.2. Etablissement des prévisions de rendements sur les marchés .....	30
2.1.1.3. Construction du portefeuille et ses éventuels ajustements.....	30
2.1.1.3.1. Définition de l'allocation du portefeuille.....	31
2.1.1.3.2. Optimisation du portefeuille .....	31
2.1.1.4. La gestion des conditions exceptionnelles du marché et des investisseurs.....	32
2.1.1.5. L'évaluation des performances par rapport aux objectifs.....	33
2.1.2. Stratégies de gestion de portefeuille.....	34
2.1.2.1. Les Stratégies de gestion de portefeuille .....	34
2.1.2.1.1. L'importance de l'information.....	34
2.1.2.1.2. Le style gestion passive.....	35
2.1.2.1.3. Le style de gestion active.....	35
2.1.3. Mesure de performance de la gestion de portefeuille.....	36
2.1.3.1. Le cadre d'évaluation de la performance .....	36
2.1.3.2. Les outils d'évaluation de la performance.....	36
2.1.3.2.1. Le Ratio de Sharpe ( $S_p$ ).....	37
2.1.3.2.2. Le Ratio de Treynor ( $T_p$ ) .....	37
2.1.3.2.3. L'Alpha de Jensen ( $\alpha_p$ ) .....	38
2.2. GESTION DE PORTEFEUILLE ACTION.....	38
2.2.1. La Gestion Passive d'un portefeuille d'action.....	38
2.2.1.1. La gestion indicielle.....	38

2.2.1.1.1. La réplication pure .....	39
2.2.1.1.2. La réplication synthétique .....	39
2.2.1.1.3. La réplication mixte .....	39
2.2.1.1. La gestion quantitative : l'approche de Markowitz .....	40
2.2.2. La Gestion Active d'un portefeuille d'action .....	41
2.2.2.1. La gestion active basée sur l'analyse fondamentale : Stock picking .....	41
2.2.2.2. La gestion active basée sur l'analyse Technique : .....	42
2.3. GESTION DE PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE.....	43
2.3.1. Rendement et risque d'un portefeuille obligataire .....	43
2.3.1.1. Rendement attendu d'un portefeuille obligataire .....	43
2.3.1.2. Sensibilité, Duration et convexité d'un portefeuille obligataire.....	44
2.3.2. La Gestion Passive d'un portefeuille obligataire .....	44
2.3.2.1. Le Buy an Hold avec immunisation.....	45
2.3.2.2. Le Benchmarking .....	45
2.3.3. La Gestion Active d'un portefeuille obligataire .....	46
2.3.3.1. La stratégie basée sur l'anticipation des taux d'intérêts.....	47
2.3.3.2. Les stratégies basées sur les swaps d'obligations.....	47
II <sup>ème</sup> PARTIE : PROCEDE D'ANALYSE des titres ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE .....	50
Chapitre 3. OFFRE DE SERVICE DE CONSEIL EN INVESTISSEMENT PAR ACTIBOURSE .....	51
3.1. ACTIBOURSE, MISSION ET ORGANISATION .....	51
3.1.1. Mission de ACTIBOURSE .....	51
3.1.2. Organisation de ACTIBOURSE .....	51
3.1.3. Activités de ACTIBOURSE.....	52
3.1.3.1. Les Services aux Emetteurs.....	52
3.1.3.1.1. Marché primaire .....	52
3.1.3.1.2. Marché secondaire .....	53
3.1.3.2. Les Services aux investisseurs.....	53
3.2. L'ANALYSE DES TITRES ET LA GESTION DE PORTEFEUILLE A ACTIBOURSE.....	53
3.3. Description du Marché Financier Régional.....	54
3.3.1. Obligation cotées à la BRVM au 31.12.2010.....	54

3.3.2. Actions cotées à la BRVM au 31.12.2010 .....	57
Chapitre 4. DEMARCHE D'ANALYSE ET DE GESTION DE PORTEFEUILLE DES TITRES COTES SUR LE MARCHE.....	59
4.1. ANALYSE FINANCIERE DES TITRES SUR LE MARCHE FINANCIER REGIONAL .....	59
4.1.1. Analyse d'une action, application à BOAB.....	59
4.1.1.1. Présentation de l'action Banque Of Africa Benin (BOAB).....	60
4.1.1.2. Performances économiques et financières de BOAB .....	60
4.1.1.2.1. La Marge Opérationnelle .....	60
4.1.1.2.2. Indicateurs de Performances : BNPA et ROE .....	61
4.1.1.2.3. Maîtrise du risque de crédit de Bank of Africa Benin .....	62
4.1.1.2.4. Politique de distribution de dividendes.....	63
4.1.1.3. Valeur fondamentale de l'action BOAB au 31 Décembre 2010 .....	64
4.1.1.3.1. Estimation des flux de trésorerie de la BOAB.....	64
4.1.1.3.2. Rendement exigé de la détention de BOAB .....	66
4.1.1.3.3. Valeur fondamentale du titre BOA BENIN.....	66
4.1.2. Démarche d'analyse d'une obligation .....	68
4.1.2.1. Rendement attendu de l'obligation TPCI 6,95%.....	68
4.1.2.2. Valorisation de l'obligation TPCI 6,95%.....	68
4.1.2.3. Analyse du risque de l'obligation TPCI 6,95%.....	69
4.1.2.3.1. Sensibilité de l'obligation TPCI 6,95%.....	70
4.1.2.3.2. Duration de l'obligation TPCI 6,95% .....	70
4.1.2.3.3. Convexité de l'obligation TPCI 6,95% .....	71
4.2. GESTION DE PORTEFEUILLE DE VALEURS MOBILIERES DE L'UEMOA.....	71
4.2.1. Prévisions sur les différentes opportunités de placement de ce marché .....	72
4.2.2. Définition des stratégies de placement applicables.....	72
4.2.2.1. Les facteurs favorisant la gestion active sur la BRVM .....	73
4.2.2.2. Les facteurs favorisant la gestion passive sur la BRVM .....	73
4.2.3. Mise en œuvre de ces stratégies au niveau de la BRVM.....	73
4.2.3.1. Mise en œuvre de la stratégie de gestion active.....	74
4.2.3.2. Mise en œuvre de la stratégie de gestion passive .....	74

4.2.3.2.1. La méthode simpliste.....	76
4.2.3.2.2. La méthode de la capitalisation boursière .....	76
4.2.3.2.3. La méthode de l'échantillonnage stratifié .....	77
CONCLUSION .....	79
BIBLIOGRAPHIE .....	81
ANNEXES .....	82
Annexe 1 : Situation Financières BOA Bénin 2006-2009 .....	83
Annexe 2 : Situation Financières Prévisionnelles BOA Bénin 2009-2014.....	84
Annexe 3 : Synthèse de l'auteur situation financière secteur finance BRVM .....	85
Annexe 4 : Détermination du rendement exigé de BOAB.....	87
TABLES DES MATIERES.....	89

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## RESUME

### **Quelle démarche les SGI de la zone UEMOA doivent-elles adoptées pour l'analyse des titres cotés et la gestion de portefeuille : Cas de ACTIBOURSE ?**

Dans un contexte général dominé par un intérêt accru des acteurs économiques pour les marchés financiers, il apparait de nos jours que ceux-ci, au niveau du marché régional de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), ont quelques difficultés à y optimiser leurs investissements. A cet effet, les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) se doivent alors, de par leur position de principal intermédiaire entre les marchés et les investisseurs, d'accompagner efficacement ces derniers dans leurs choix d'investissements afin de leur permettre de maximiser leur revenus relativement à leur niveau d'aversion pour le risque. Pour ce faire, ces SGI doivent préalablement se doter d'un certain nombre d'outils d'analyse des titres financiers et de gestion de portefeuille qui, dans le cadre de cette étude, seront développés et mis en application dans le contexte particulier de l'UEMOA. Ce travail, effectué au sein de ACTIBOURSE (SGI du groupe BOA), devrait donc lui permettre de même qu'à ses consœurs, d'optimiser la rentabilité des investissements sur ce marché et dans le même temps, de contribuer à son développement.

**MOTS CLES** : Evaluation des titres financiers, Gestion de Portefeuille, ACTIBOURSE

=====

## ABSTRACT

### **How do WAEMU's SGI have to analyse assets and manage portfolio: ACTIBOURSE's Case study ?**

In a general context, dominated by an increasing interest of economic actors for financial markets, it appears nowadays that, at the regional market of the West African Economic and Monetary Union (WAEMU), there were some difficulties for them to optimize their investments. For this purpose, Brokers Companies will then have, by their position as the main intermediary between the markets and investors, to effectively support them in their investment choices to enable them to maximize their incomes according to their level of risk aversion. To do this, they must first, acquire tools for financial analysis of securities and portfolio management, as part of this study will be developed and implemented in the WAEMU particular context. This work, thus performed within ACTIBOURSE (Brokers Company of BOA Group), should enable it, as well as his fellows, to optimize the global return on investment in this market and at the same time, contribute to its development.

**Key Words** : Assets valuation ; portfolio management, ACTIBOURSE