



**CESAG**  
Centre Africain d'Etudes  
Supérieures en Gestion

**Mastère en Banque et Finance**

**Union Monétaire Ouest Africaine**

Conseil Régional de l'Epargne  
Publique et des Marchés Financiers

**CREPMF**

Mémoire de fin de cycle  
présenté par:  
KONE Zoumana

Année académique 2003-2004

**Thème :**

**Réforme des Garanties et Introduction d'un  
Système de Notation Financière sur le  
Marché Financier de l'UMOA**



**M0071MBF04**

2

Maitre de Stage  
**Monsieur Etienne BAFI**  
Directeur des Opérations Financières et de la  
Réglementation au CREPMF



# SOMMAIRE

<b>Dédicaces.....</b>	<b>3</b>
<b>Remerciements.....</b>	<b>4</b>
<b>Résumé.....</b>	<b>5</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>9</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>12</b>
<b>Titre I La problématique de la sécurité de l'épargne.....</b>	<b>15</b>
1.1 Organisation des marchés financiers : la protection des épargnants.....	15
1.1.1 Pourquoi protéger les épargnants ?.....	15
1.1.2 Qui doit protéger les épargnants ?.....	16
1.2 Outils de protection des épargnants.....	17
1.2.1 Le contrôle de l'appel public à l'épargne.....	17
1.2.2 La diffusion et l'accès à l'information.....	17
1.2.3 Les sanctions.....	18
1.2.4 Les garanties.....	19
1.2.5 La notation.....	19
<b>Titre II L'exigence de garantie et les enjeux de développement du marché financier.....</b>	<b>21</b>
2.1 L'exigence de garantie sur le marché financier de l'UMOA.....	21
2.1.1 Les dispositions réglementaires.....	22
2.1.2 Les garanties produites.....	23
2.1.2.1 Les types de garanties et les garants.....	23
2.1.2.2 Les coûts.....	25
2.2 L'exigence de garanties sur les autres marchés.....	26
2.2.1 Les marchés développés.....	26
2.2.1.1 La Belgique.....	26
2.2.1.2 Le Luxembourg.....	26
2.2.1.3 La France.....	26
2.2.2 Les marchés émergents y compris l'Afrique.....	27
2.2.2.1 Le Maroc.....	27
2.2.2.2 L'Ile Maurice.....	27
2.2.2.3 Le Ghana.....	27
2.3 L'impact des exigences de garanties sur le développement du marché.....	28
2.3.1 L'état d'approfondissement du marché financier.....	28
2.3.2 La compétitivité des titres du marché.....	29
2.3.3 Le pricing des titres du marché.....	31
<b>Titre III- Proposition de réforme des garanties.....</b>	<b>34</b>
3.1 Cartographie des risques du marché.....	34
3.1.1 Analyse sectorielle : trois secteurs (Banques, Télécoms, Industries).....	34
3.1.2 Répartition des risques dans le marché.....	36
3.2 Réforme des garanties.....	38
3.2.1 Les alternatives.....	38
3.2.1.1 La dispense de garantie.....	38
3.2.1.2 La garantie partielle.....	39
3.2.1.3 La garantie à 100 %.....	39
3.2.1.4 Les précautions à prendre dans l'analyse des dossiers.....	39
3.3 La notation et le suivi du risque.....	41
3.3.1 Les objectifs.....	42
3.3.2 Les moyens.....	42

3.3.3	L'admission des Agences.....	43
3.3.4	Les préalables.....	43
3.3.4.1	Modification de la Réglementation.....	43
3.3.4.2	Enregistrement des Agences.....	44
3.3.4.3	Publication des Notes.....	44
3.3.5	La révision du risque et la collecte périodique des informations.....	44
	<b>Limites.....</b>	<b>46</b>
	<b>Recommandations.....</b>	<b>47</b>
	<b>Conclusions.....</b>	<b>48</b>

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## DEDICACES

Je dédie ce document à mes parents à Bouaké qui, malgré les difficultés liées à la crise que connaît la Côte d'Ivoire depuis le 19 septembre 2002, n'ont cessé de me soutenir pendant toute la durée du programme du Mastère en Banque et Finance.

Egalement à Sarata TOURE, celle dont l'amour et les prières m'ont permis de réaliser ce projet.

Puisse ALLAH le tout Puissant vous assister et vous accorder ses grâces.

## REMERCIEMENTS

La réalisation de ce projet de mémoire de fin de cycle n'aurait jamais vu le jour sans le concours de certaines personnes qu'il convient de remercier ici.

J'adresse mes remerciements à ma magnifique famille dont le soutien moral et matériel ne m'a jamais fait défaut.

Je tiens à témoigner toute ma reconnaissance aux responsables du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers de l'UEMOA qui ont bien voulu m'accueillir pour ce stage. Je remercie le président de cette Institution, Monsieur Martin N. GBEDEY, pour m'avoir autorisé à effectuer ce stage. Je remercie également le Secrétaire Général, Monsieur Edoh Kossi AMENOUNVE, Ph.D., et le Directeur des Opérations Financières et de la Réglementation, Monsieur Etienne BAFAI, qui, malgré leur agenda chargé, ont accepté de superviser le projet d'étude retenu dans le cadre de ce mémoire. L'esprit de famille et le bon climat qui règnent au sein de cette institution ont fortement contribué à la production de ce document dans les délais.

Ma reconnaissance va également à l'endroit du personnel du CESAG avec à sa tête Monsieur Patrice KOUAME. Je ne saurais remercier le personnel du CESAG sans évoquer le dynamisme de l'équipe du projet du Mastère en Banque et Finance, dirigé par Monsieur Roger ATINDEHOU, Ph.D., pour son engagement à faire rayonner ce programme spécialisé en haute finance.

Enfin, mes sincères remerciements à tous ceux qui de près ou de loin, m'ont permis d'accomplir ce programme.

## RESUME

Huit (8) ans après sa création, le 03 Juillet 1996 par l'adoption de la Convention instituant le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), le marché financier régional (MFR) de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) a progressivement mis en place ses structures afin de répondre aux standards internationaux, généralement admis en matière de création de marché financier. Avec un organe de régulation, une Bourse, un Dépositaire Central/Banque de Règlement communs ainsi que des intermédiaires (SGI) disséminés à travers les pays de l'Union, le MFR est un modèle unique d'intégration financière au monde.

Avec le démarrage de ses activités en 1998, ce marché, malgré sa capitalisation boursière modeste, environ 2 milliards de dollars U.S. représentant à peine 4 % du PIB de l'Union, contribue de plus en plus au financement des économies concernées. En effet, avec plus de 150 milliards de FCFA de fonds levés sur le marché primaire annuellement, quasiment tous les secteurs d'activité sont touchés, qu'il s'agisse des télécommunications, de l'électricité, de l'agroalimentaire, des banques, etc. Le financement par le marché demeure néanmoins assez faible comparé aux concours des banques aux économies de l'Union qui s'élèvent à environ 2800 milliards de FCFA en moyenne par an au cours des cinq dernières années.

Face à ce constat, les autorités de l'Union et du marché financier régional ont entrepris de rechercher les voies et moyens permettant de le dynamiser afin qu'il puisse contribuer davantage à la mobilisation des ressources et au financement des investissements en vue de la création de richesse au sein de l'Union.

C'est dans ce cadre, qu'un plan de relance du marché financier de l'UMOA a été adopté par le Conseil des Ministres de l'Union en 2002 et intégré au Projet de Développement du Marché Financier Régional.

Dans ce plan, il a été identifié plusieurs actions majeures, dont la réforme des garanties et la mise en place d'un système de notation au sein de l'Union.

En effet, conformément aux dispositions réglementaires en vigueur, l'émission d'un emprunt obligataire par appel public à l'épargne sur le Marché Financier Régional (MFR) est soumise à la production d'une garantie à première demande destinée à couvrir à 100% les risques de non remboursement de l'emprunt en principal et en intérêts.

Il a été observé que le coût induit par l'exigence des garanties et les difficultés rencontrées par les émetteurs pour les obtenir, réduisent la compétitivité du marché financier par rapport aux autres sources de financement, notamment bancaires.

Par ailleurs, la répartition des risques sur le marché financier est devenue très asymétrique du fait de cette exigence, qui fait reposer l'ensemble des risques sur trois ou quatre garants au lieu de les diversifier sur une vingtaine d'émetteurs.

Enfin, l'exigence de garanties se traduit par un marché financier où le "pricing" des titres ne reflète pas nécessairement le risque inhérent aux entreprises.

La présente étude a pour objet de faire une analyse des risques inhérents au marché financier régional de l'UMOA en vue de proposer une approche de solution pour la réforme des garanties. Elle permet également de montrer comment il est possible de réformer les garanties actuelles tout en favorisant un accès plus facile des émetteurs au marché financier régional, sans pour autant faillir à la mission de protection des épargnants.

L'étude s'articule autour des trois (3) principaux points que sont la problématique de la sécurité de l'épargne, l'exigence des garanties ainsi que les enjeux de développement du MFR et les propositions de réforme des garanties.

La problématique de la sécurité de l'épargne présente les enjeux de la protection des épargnants ainsi que les principaux outils intervenants dans le cadre de cette protection que sont, le contrôle de l'appel public à l'épargne, la diffusion et l'accès à l'information, les sanctions, les garanties des émissions d'emprunts obligataires et la notation des sociétés émettrices.

Quant à l'exigence des garanties, elle vise dans son principe à protéger les épargnants dans un contexte de marché naissant. Cependant, la pratique révèle un certain nombre de problèmes dont le renchérissement du coût des émissions, la difficulté d'obtention des garanties, une répartition asymétrique des risques sur le marché, le "pricing" des titres qui ne reflète plus nécessairement le risque des entreprises et la situation de certains émetteurs qui apparaît plus reluisante que celle de certains garants.

Par ailleurs, une analyse comparative effectuée sur des marchés développés et émergents africains révèle que les garanties ne sont pas une exigence réglementaire sur ces marchés.

Les conséquences de l'exigence systématique de garanties sur le développement du marché financier régional sont par la suite mises en évidence à travers une analyse de son état d'approfondissement après six années d'existence. Cette analyse fait ressortir des émissions à fréquence irrégulière dont les volumes restent faibles par rapport aux besoins de financement des huit (8) économies de la zone. L'analyse relève également que les émissions ont des durées n'excédant pas 10 ans et que seulement quatre (4) secteurs d'activité ont eu recours au marché financier régional.

Ces indicateurs révèlent le peu de dynamisme du marché d'émission des titres d'emprunts obligataires au sein de l'UEMOA.

Dans ce même cadre, le manque de compétitivité du marché financier régional est mis en évidence par l'analyse détaillée de la formation du taux de sortie des emprunts obligataires qui tourne en moyenne autour de 10,75%, comparé aux taux débiteurs appliqués dans l'Union qui sont compris entre 10 et 15%. Les émetteurs s'attendent en effet à un différentiel d'au moins 3% pour tenir compte des contraintes liées à l'accès au marché et à la divulgation d'informations.

Dès lors, il est important de comprendre la logique qui sous-tend la fixation des taux selon les secteurs d'activité.

Le "pricing" des titres d'emprunt est alors déterminé en prenant comme taux de référence celui appliqué par la BOAD sur l'émission autorisée le 18 septembre 2001

qui est de 5,85 %. Ce choix de la BOAD comme émetteur de référence repose sur la régularité de ses émissions et la bonne renommée qu'elle a su bâtir au fil des ans depuis sa création en novembre 1973.

En partant de cette hypothèse, le taux d'intérêt servi par chaque émetteur devrait refléter le niveau de risque qui lui est associé. Et pourtant, l'analyse des primes de risques liés aux opérations d'emprunts obligataires réalisées sur la période 1998 à 2003 sur le marché financier régional révèle une faible corrélation avec le niveau de risque du secteur, voire de l'émetteur.

Au vu des implications de l'exigence des garanties à première demande dans le cadre des émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne et de ses enjeux pour le développement du marché, une réforme des garanties semble nécessaire sur le marché financier régional de l'UMOA.

Dans une approche préliminaire de réforme, une cartographie des risques du marché financier régional, qui repose sur une analyse des indices sectoriels du marché financier régional et sur la répartition des risques entre les garants et les émetteurs, permet de déterminer le niveau de risque lié à chaque secteur d'activité.

L'analyse de la volatilité des indices de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) indique que le secteur financier est le plus risqué avec une volatilité de 25,84 %. Le secteur de l'agriculture apparaît comme le second secteur le plus risqué. Il est suivi du secteur des services publics et du transport. Les secteurs qui sont les moins risqués sont ceux de la distribution et de l'industrie.

Cette analyse qui porte essentiellement sur le marché secondaire est plus représentative de l'économie de Côte d'Ivoire et mérite donc d'être complétée par une analyse du marché primaire, notamment obligataire en appréhendant la répartition des risques entre les garants et les émetteurs. L'analyse révèle que seulement deux garants à savoir le FAGACE et le FSA concentrent les 2/3 des engagements et partant des risques du MFR dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne en dehors des emprunts d'Etats et des emprunts garantis par des maisons mères.

Au regard de l'analyse précédente, en posant un diagnostic de l'exigence des garanties, des alternatives à la situation actuelle allant de la dispense de garantie à la garantie à 100%, en passant par la garantie partielle, peuvent être envisagées.

Les mesures devant accompagner la réforme envisagée feront intervenir des normes internes d'analyse qui s'appuient généralement sur une grille de ratios dont les principaux sont le ratio d'endettement, le ratio de couverture d'intérêt, le ratio de couverture des engagements financiers et les ratios de liquidité.

Cependant, l'utilisation de ces normes internes a des limites dans la mesure où elle peut être interprétée comme une substitution du régulateur à l'épargnant dans la sélection des risques.

La notation financière, externe, dont l'objectif principal est la sélection des risques, se présente dès lors comme l'alternative ultime à l'exigence des garanties à première demande dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne.

Un cadre de fonctionnement de cette démarche d'analyse financière dans la zone UMOA est alors élaboré à travers une définition des objectifs de la notation, une description des moyens et des conditions d'admissions des agences de rating sur le MFR. Dans ce cadre, des préalables à la bonne marche du mécanisme de notation dans la zone, allant de la modification du cadre réglementaire à la révision du risque en passant par l'enregistrement des agences et la publication des notes attribuées, sont à garantir.

Il ressort de notre étude que la réforme progressive des garanties et l'introduction d'un système de notation financière dans l'Union constituent des alternatives à la pratique actuelle en vue de la dynamisation du marché. Leur efficacité, c'est-à-dire la préservation de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, passe par une révision du cadre réglementaire.

## ABSTRACT

Eight years after its establishment on July the 03rd 1996 by the agreement creating the "Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF)", the securities and exchange commission of the West African Monetary Union (WAMU)'s regional financial market, this market has progressively implemented its structures in order to meet the international standards. With common structures such as a regulator, a stock exchange, a settlement institution and brokers scattered through the countries of the Union, the regional financial market is a single model of financial integration in the world.

With the starting of its activities in 1998, this market, despite its modest stock exchange capitalization, approximately 2 billion dollars U.S., not much 4 % of the Union GDP, contributes more and more to the financing of the concerned economies. Indeed, with more than 150 billion FCFA funds raised annually on the primary market, almost all the economic sectors are concerned; either it's telecommunication, power, bank, food etc. The financing by the market remains nevertheless low compared with banks' credit to the economies of the Union that approximately amounted 2800 billion FCFA on average per annum during the five last years.

Faced with this situation, the authorities of the Union and regional financial market undertook to seek the ways and means to contribute more in the mobilization of resources for a better stimulation of the market.

It's in this frame that a market recovery plan has been adopted by the Union ministers' council in 2002 and integrated into the regional financial market's development project starting in 2005 for the next five years.

In this plan, it has been identified several major actions, of which the reform of the guarantees and the implementation of a financial rating system within the Union.

Indeed, in accordance with the regulations into force, guarantees to first request in the frame of public issuance of bonds are a requirement. This requirement has been identified as one of the principal limits in the raising of funds by companies on the market.

It has been noticed that the cost induced by the requirement of guarantees and the difficulties encountered by the issuers to obtain them, reduce the competitiveness of the financial market compared to the other sources of financing, banking particularly.

In addition, the risk spread on the financial market has become very asymmetrical due to this requirement.

Lastly, the requirement of guarantees leads to a financial market where the securities "pricing" do not necessarily reflect the companies' risk.

The present study aims at making a risk analysis of the West African regional financial market in order to propose a draft of solution for the reform of guarantees. It also shows how it is possible to reform the current guarantees for a wide access of

the issuers to the regional financial market, without failing in the mission of savers' protection.

The study is articulated around the three (3) principal points which are the saving safety problems, the requirement of guarantees followed by the stakes of development on the regional financial market and the proposals for a reform of guarantees.

The saving safety problems introduce the stakes of the protection of the savers as well as the principal tools used within the framework of this protection which are, the control of public savings, the disclosure and the access to information, the sanctions, the guarantees and the rating of companies.

As for the requirement of guarantees, it aims in its principle at protecting the savers in a context of emerging market. However, the practice reveals a certain number of problems of which the increase in the cost of the issuance, the difficulty of obtaining the guarantees, an asymmetrical distribution of risks on the market, the "pricing" of the securities which does not fully reflect companies' risks and the situation of some issuers which appears more comfortable than those of some guarantors.

In addition, a comparative analysis made on developed markets and emerging African markets reveals that guarantees are not a lawful requirement on these markets.

The consequences of the systematic requirement of guarantees on the development of the regional financial market are thereafter highlighted through an analysis of its state of deepening after six years of activities. This analysis reveals issuances with irregular frequency whose volumes remain low compared to the financing needs of the eight (8) economies of the area. The analysis also reveals that the issuance's duration does not exceed 10 years and that only four (4) economic sectors had recourse to the regional financial market.

These indicators illustrate the lack of dynamism of the regional financial market in the issuance of debt securities within the WAMU.

In this field, the lack of competitiveness of the regional financial market is highlighted by a detailed determination of the borrowing rate of bonds which turns on average around 10,75%, compared with the debtor rates applied in the Union which lie between 10 and 15%. The issuers indeed expect a differential from at least 3% to take into account the constraints related to the access to the market and the information disclosure.

Consequently, it is significant to understand the logic which underlies the fixing of the rates according to economics' branches.

The "pricing" of securities is done in taking as reference the rate applied by the BOAD (A development bank of the Union) on September the 18th 2001 which is 5,85 %. This choice of the BOAD as issuer of reference is based on the regularity of its issuances and his good reputation built since its creation in November 1973.

Based on this assumption, the interest rate applied by each issuer should reflect the level of risk related with his sector. However, an analysis of the issuances allowed on the period 1998-2003 reveals a weak correlation with the level of risk of the concerned sectors and the issuers.

Within sight of the implications of the requirement of guarantees and its stakes for the development of the market, a reform of the guarantees seems necessary on the regional financial market.

In a preliminary approach of reform, a cartography of the risks of the regional financial market based on an analysis of the sectorial index of the regional stock exchange (BRVM) and on the risk spread between the guarantors and the issuers, allows to determine the level of risk related to each sector of the economy.

The volatility analysis of the BRVM index indicates that the financial sector is the riskiest with a volatility of 25, 84 %. The agriculture sector seems the second riskiest sector. It is followed by the public services and transport sectors. The sectors which are the least risky are those of the distribution and industry.

This analysis which relates essentially to the secondary market is more representative of the economy of Côte d'Ivoire and thus deserves to be completed by a primary market one. The primary market analysis, based on the bond market analysis, reveals that only two guarantors which are the FAGACE and the FSA concentrate the 2/3 of the financial market engagements and risks.

In comparison with the preceding analysis, with a diagnosis of the guarantees' requirement, some alternatives going from the exemption of guarantees to their full requirement, and involving part time requirement, can be considered.

The measurements needed in the implementation of these reforms will, require internal standards which are generally based on a set of ratios whose principal ones are the debt ratio, the interest coverage ratio, the financial commitments and the working capital ratios.

However, the use of these internal standards is limited insofar as it can be interpreted like a substitution of the regulator to the saver in the selection of the risks.

The external financial rating, whose main objective is the selection of the risks in the market, is then presented as the ultimate alternative to the requirement of guarantees to first request within the framework of public issuance of bonds.

An operating framework of this financial tool in the WAMU area is then elaborated through a definition of its objectives, a description of the means and the admission requirements of the rating agencies on the regional financial market. Within this framework, some preliminaries to the good work of the rating mechanism in the area, going from the modification of the lawful framework to the risk revision and involving the recording of the rating agencies and the publication of the notes, must be insured.

It takes out from our study that a progressive reform of guarantees' requirement in the frame of public issuance of bonds and the introduction of a financial rating system in the Union constitute some alternatives to the current practice for a better stimulation of the market. Their effectiveness, that is to say the upholding of the protection of savings invested in securities requires a review of the legal framework.

## INTRODUCTION

Une analyse de l'évolution de l'économie mondiale révèle que les grandes puissances de la planète ont bâti leurs hégémonies sur une économie de marché forte. Cette logique a conduit, dans un contexte de globalisation des marchés, plusieurs pays situés dans une même zone géographique à se constituer en Union afin de profiter des synergies qui pourraient résulter de leur regroupement. Aussi, a-t-on assisté depuis quelques décennies à la naissance de regroupements tels que l'Union Européenne qui vient de s'élargir tout récemment à 25 membres, l'ALENA en Amérique du Nord, etc. Ces unions se caractérisent généralement par la mise sur pied d'un marché commun à travers des conventions de libre circulation des biens et des personnes, ainsi que la mobilité des facteurs de production et des capitaux. Ces conventions peuvent aller jusqu'à la mise en commun d'une partie de la souveraineté de chaque Etat par la création d'une monnaie commune. C'est le cas notamment de la Zone Euro, zone monétaire qui regroupe 12 pays sur les 25 que compte l'Union Européenne et de la zone CFA constituée de 15 pays regroupés au sein de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA), de la Communauté des Etats Membres de l'Afrique Centrale (CEMAC) et les Comores.

L'UMOA, qui regroupe huit (8) Etats de l'Afrique de l'Ouest, se distingue par l'existence d'un marché financier unique pour l'ensemble de ses pays membres. Ce marché financier, qui émane d'une volonté politique des autorités de ces Etats, a vu le jour le 3 juillet 1996 par la signature de la convention portant création du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers.

Le marché financier régional a suscité beaucoup d'espoirs à son démarrage. En six (6) ans, il a contribué à lever plus de 500 milliards de FCFA en vue du financement des Etats et des entreprises de l'Union. Cette performance est néanmoins à améliorer lorsque l'on fait une comparaison par rapport aux autres sources de financement ou aux autres marchés financiers. Elle est étroitement liée à l'environnement dans lequel a évolué le marché au cours des dernières années mais également aux conditions internes de son fonctionnement. L'instabilité de certains pays de la zone, la faiblesse de l'implication des Etats à travers les privatisations et les réformes fiscales ainsi que l'absence de culture boursière constituent l'essentiel des facteurs environnementaux tandis que les difficultés internes au marché sont caractérisées par un manque de dynamisme des acteurs commerciaux ainsi qu'une absence de compétitivité.

Le cas particulier des garanties exigées à 100 % par le CREPMF dans le cadre des émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne sur le marché financier régional est souvent évoqué comme un facteur dissuasif par les émetteurs. En effet, dans son rôle de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières sur le marché financier régional, le Conseil Régional exige une garantie à 100 % à première demande pour toute émission d'emprunt obligataire par appel public à l'épargne. Cette exigence se justifie par la faiblesse de la culture boursière au sein de l'Union qui ne permet pas aux investisseurs particuliers de prendre leurs décisions d'investissement de façon éclairée et avisée. La jeunesse du marché incite également à la prudence.

Cependant, il est important de noter que la garantie à 100 % à première demande n'est pas la seule réponse au souci du régulateur. L'une des méthodes les plus courantes de la finance moderne en matière d'appréciation du risque d'un titre (titre de créance notamment) est la notation financière des émetteurs de titres d'emprunt. Sur les places financières émergentes ou développées, elle s'applique à toutes les entités qui empruntent, notamment les entreprises (publiques et privées) et les Etats. L'activité de notation est généralement exercée par une agence externe à la structure notée et elle est acceptée sur la plupart des marchés à travers le monde.

Il subsiste toutefois des places financières qui n'ont pas encore intégré le système de notation dans leurs pratiques. Le marché financier régional de la zone UMOA fait partie de ces exceptions.

Le tableau du marché financier ainsi dressé soulève la question de savoir pourquoi les entreprises de l'Union malgré des besoins avérés de financement n'ont pas couramment recours à ce marché?

Dans un tel contexte, que faire pour rendre ce marché plus attrayant et contribuer ainsi aux objectifs de développement des Etats de l'Union?

Après plus de six (6) années de fonctionnement et afin de donner un nouvel élan au marché, le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers, organe de régulation du marché financier de l'UMOA, a entrepris une série de réformes au rang desquelles la réforme des garanties et l'introduction d'un système de notation sur le marché financier de l'Union.

L'objectif de notre étude est de montrer comment on peut réformer les garanties actuelles en favorisant un accès plus important des émetteurs au marché financier régional sans pour autant faillir à la mission de protection des épargnants.

Pour atteindre cet objectif, les hypothèses ci-après sont envisagées :

- la réticence des entreprises de l'Union à venir sur le marché pour leurs différents besoins de financement s'expliquerait par le poids et la difficulté d'obtention des garanties à première demande exigée dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne,
- l'exigence de garanties à première demande à 100% dans le cadre des appels publics à l'épargne serait à l'origine d'une répartition asymétrique des risques sur le marché entre émetteurs et garants,
- l'avènement d'un système de notation, qui est un moyen de sélection des risques sur les marchés financiers, pourrait alors s'inscrire comme une alternative intéressante à cette exigence.

La revue de littérature repose sur les principales sources ci-après :

- les revues documentaires,
- l'Internet,
- et des entretiens directs avec des acteurs du marché.

Le sujet retenu dans le cadre de cette étude présente plusieurs intérêts :

- pour les autorités du marché financier régional, cette étude qui rentre dans le cadre du plan de relance du MFR devrait conduire à terme à un accès plus important au financement par le marché des émetteurs de l'Union. Les effets attendus sont d'une part la constitution d'une source de financement pérenne pour les économies de la zone et une plus grande diversification de la gamme des produits financiers offerts d'autre part,
- au plan académique, la pratique de la notation financière n'étant pas encore de mise sur le marché financier régional, cette étude qui est une première du genre revêt un caractère original car elle permettra d'enrichir les débats,
- pour l'auditeur, cette étude permettra de mieux cerner les mécanismes qui régissent le fonctionnement du marché financier régional et de mieux consolider ses acquis professionnels.

La résolution des problèmes posés par ce thème de recherche a conduit à poser dans un premier temps, la problématique de la sécurité de l'épargne. Ensuite, une analyse de l'exigence des garanties face aux enjeux de développement du marché financier a permis de mettre en évidence l'impact des garanties sur le fonctionnement du marché. Puis, une analyse de la cartographie des risques du marché a été effectuée afin d'identifier et d'évaluer les alternatives aux pratiques actuelles. Enfin, un cadre de fonctionnement de la notation dans la zone a été défini comme une alternative à l'exigence des garanties avant la formulation de recommandations destinées à faciliter l'accès des émetteurs au financement par le marché en vue de sa dynamisation.

## **Titre I- La problématique de la sécurité de l'épargne**

L'un des critères fondamentaux qui poussent les investisseurs à choisir un marché est la confiance qu'ils placent en son organisation, son fonctionnement et son efficacité. A défaut, les investisseurs hésitent à se départir de leur épargne.

Les crises de confiance se traduisent généralement par des fuites massives de capitaux et une baisse dans le marché du volume des transactions financières. Les exemples sont nombreux à travers le monde et le temps : Wall Street en 1929, Mexique en 1994, éclatement de la bulle technologique entre 2000 et 2001.

Afin de préserver la crédibilité de leurs places financières, les autorités de marché se dotent de dispositifs de régulation visant une bonne protection des épargnants. La régulation des marchés financiers s'est accrue au cours des dernières années, à la suite des scandales qu'ont connus les places américaines et européennes (Enron, Parmalat). Dans le souci d'une meilleure protection des épargnants, des lois sur la sécurité financière ont été votées un peu partout.

Le marché financier régional n'est pas en reste. Une revue des textes réglementaires de ce marché est en cours à cet effet.

### **1.1 Organisation des marchés financiers : la protection des épargnants**

Selon le Professeur Jeff MADURA de l'Université de Floride aux Etats-Unis, un marché financier est un marché sur lequel les actifs financiers (titres) tels que les actions et les obligations peuvent être achetés ou vendus<sup>1</sup>. Il est destiné à faciliter les flux de fonds en vue du financement des entreprises ou de l'Etat.

Dans les opérations de marché, les épargnants mettent leur épargne à la disposition des entreprises et de l'Etat en achetant des titres. Ces titres sont rémunérés sous forme de dividendes, ou d'intérêts avec une promesse, dans le cas de titres de créance, d'un remboursement du capital à un moment donné.

Ces épargnants qui opèrent sur les marchés ne sont pas toujours des acteurs avertis. Il se pose alors le problème de leur protection. C'est justement à ce problème que le régulateur cherche une solution à travers la réglementation des marchés.

#### **1.1.1 Pourquoi protéger les épargnants ?**

Sur un marché financier, les prix des actifs reflètent les informations disponibles. Lorsque ces prix intègrent l'ensemble des informations disponibles, on parle de marché efficient. Lorsque ces prix ne reflètent pas toute l'information disponible, on est en situation d'inefficience. Dans cette dernière situation, certains investisseurs peuvent utiliser l'information ignorée par le marché en vue de bénéficier anormalement de rendements élevés sur leurs investissements. Ces situations peuvent causer des déséquilibres graves des cours.

---

<sup>1</sup> Source: Jeff MADURA, " Financial Markets and Institutions", 4th Edition (1)

Les investisseurs institutionnels que sont les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite disposent généralement des ressources humaines et techniques pour se prémunir contre ces aléas du marché.

Par contre, la partie la plus importante du marché, constituée du grand public, n'est pas toujours familière avec ses mécanismes de fonctionnement. Elle ne dispose pas non plus de toute l'expertise nécessaire pour analyser adéquatement les informations du marché. Elle est de ce fait plus vulnérable. Les petits épargnants sont des acteurs importants du marché dans la mesure où l'agrégation de leur épargne représente une grande partie des ressources mobilisées par les émetteurs. Leur vulnérabilité nécessite qu'ils soient protégés par les régulateurs. Toutefois, la protection envisagée ici n'est nullement synonyme d'élimination totale du risque sur les placements qui est intrinsèque aux produits financiers. En effet, le rendement attendu d'un placement est positivement corrélé avec son niveau de risque selon la théorie financière.

### **1.1.2 Qui doit protéger les épargnants ?**

La protection de l'épargne doit être la préoccupation de l'ensemble du marché, mais surtout celle du régulateur. Il doit veiller à ce que les épargnants connaissent les risques liés aux placements qu'ils effectuent. Il doit également veiller à ce qu'ils aient accès à toutes les informations disponibles sur le marché de façon permanente et équitable. A cet effet, le régulateur doit faire obligation aux émetteurs de divulguer toute l'information en leur possession sur le marché

Aux Etats-Unis, la régulation financière est assurée par la "Securities and Exchange Commission" (SEC) dont la mission première est la protection des investisseurs et le maintien de l'intégrité du marché des titres. Elle assure cette mission en veillant à ce que les investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou non, aient accès à certaines informations de base avant tout achat de titre. Pour cela, la SEC exige des sociétés cotées, la diffusion de toutes les informations financières significatives à destination du public. Elle supervise également d'autres acteurs clés du marché tels que les bourses, les intermédiaires boursiers, les conseillers en investissement et les fonds de pension dont elle exige la diffusion de toute information significative.

Sur le marché financier de l'UMOA, la régulation est assurée par le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), qui au terme de l'article 1 de la Convention portant création de cet organe, est chargé d'une part, d'organiser et de contrôler l'appel public à l'épargne et, d'autre part, d'habiliter et de contrôler les intervenants sur le marché financier.

Afin de défendre leurs intérêts, les épargnants ont également la possibilité de se constituer en association. On peut citer à titre d'exemple l'Association de Protection des Epargnants et Investisseurs du Québec (APEIQ), qui compte quelque 1300 membres individuels ou institutionnels et qui est vouée à la défense des intérêts des épargnants et investisseurs québécois par la promotion de l'application de meilleures règles de régie d'entreprise dans les sociétés dont les actions sont cotées en bourse<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Sources: <http://www.apeiq.com/docs/index-logo.html>

La nécessité de la protection de l'épargne est donc un impératif au maintien de la crédibilité d'une place financière. Cette nécessité étant dès lors établie, il importe maintenant de porter la réflexion sur les outils dont disposent les acteurs du marché investis de cette mission.

## **1.2 Outils de protection des épargnants**

Les régulateurs des marchés financiers disposent dans le cadre de leur mission de protection de l'épargne investie en valeurs mobilières d'une gamme variée d'outils.

### **1.2.1 Le contrôle de l'appel public à l'épargne**

Le contrôle a priori exercé par le régulateur à l'occasion de la sollicitation du public par les émetteurs est destiné à s'assurer que les conditions d'octroi du visa sont bien remplies. Ces conditions tiennent à l'exigence de la diffusion de l'information permettant d'avoir une image fidèle de la situation financière de l'émetteur. A cet effet, le régulateur procède à une analyse approfondie des documents financiers qui lui sont produits avant toute émission. Ce travail a pour but de s'assurer que l'information fournie est fiable et cohérente.

Le contrôle post émission consiste généralement au suivi des émetteurs sur la durée de leur engagement en vue de s'assurer qu'ils diffusent toutes les informations au marché.

Dans ce processus de contrôle, les organes de régulation bénéficient des pouvoirs requis de la part des autorités publiques. Concernant le CREPMF, l'étendue de ses pouvoirs sur le marché financier régional est précisée à l'article 19 de l'annexe à la convention portant création de cet organe. En effet, l'article 19 stipule que tout appel public à l'épargne doit être autorisé par le Conseil Régional au moyen de l'octroi d'un visa.

### **1.2.2 La diffusion et l'accès à l'information**

L'un des moyens de protection des épargnants qui investissent sur un marché financier est de s'assurer qu'ils ont accès à une information juste et équitable. Ainsi, les émetteurs sont tenus de produire des prospectus, leurs états financiers et d'autres documents d'information à destination du public. Lors des émissions sur le marché primaire, cette précieuse source d'information qu'est le prospectus vise à renseigner les épargnants sur la situation d'une société émettrice, ses prévisions financières et stratégiques, les risques qu'elle représente, afin de les aider à prendre des décisions de placement éclairées.

De façon générale, le prospectus type contient, entre autres, les éléments ci-après:

- l'historique des activités de l'émetteur ;
- les états financiers vérifiés des trois derniers exercices ;
- la description de l'entreprise et de ses plans d'investissement ;
- la description de l'utilisation prévue du produit tiré du placement des titres ;

- le résumé des principaux facteurs de risque affectant l'émetteur ;
- les renseignements sur la direction et les principaux actionnaires possédant plus de 10 % du capital ;
- la description des droits que la loi reconnaît aux épargnants de dénoncer une opération lorsque le prospectus contient des informations fausses ou trompeuses, d'en demander la nullité ou de demander des dommages-intérêts.

L'exigence de production d'un prospectus permet aux épargnants d'être bien informés en leur donnant des renseignements sur l'émetteur et sur les titres en vente. Les épargnants peuvent y trouver la réponse à un certain nombre de questions qu'ils se poseraient naturellement avant de faire un placement.

En examinant le prospectus, les épargnants sont mieux outillés pour juger si le placement est bon et si le degré de risque ainsi que le rendement promis correspondent à leurs besoins et objectifs propres en matière de placement.

Sur le marché financier de l'UMOA, les dispositions relatives à la diffusion d'informations sont définies, dans l'annexe à la convention portant création du CREPMF, à travers le chapitre 2 du sous titre 2 relatif au contrôle de l'information à diffuser dans le cadre de l'appel public à l'épargne.

Le non respect de la production des informations contenues dans le prospectus peut conduire le régulateur à la prise de sanctions.

### 1.2.3 Les sanctions

Les régulateurs dans leur mission de protection de l'épargne publique jouissent généralement de pouvoirs de sanctions élargis à l'ensemble du marché. Au sein de l'UMOA, ces pouvoirs de sanctions sont reconnus au régulateur par l'article 30 de l'annexe à la convention portant création du CREPMF qui stipule que « *toute action, omission ou manœuvre qui s'avérerait contraire à l'intérêt général du marché financier et à son bon fonctionnement, et/ou préjudiciable aux droits des épargnants sera punie de sanctions pécuniaires, administratives et disciplinaires, selon le cas, sans préjudice des sanctions judiciaires qui pourront être prononcées à l'encontre de leurs auteurs sur la base d'une action en réparation intentée à titre individuel par les personnes lésées du fait de ces agissements* ».

La procédure de sanction des délits financiers est propre à chaque organe de régulation suivant ses procédures internes.

En France, il a été procédé à la création d'une Commission des Sanctions chargée de prononcer les sanctions. Cette Commission est distincte du Collège de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), qui examine les rapports de contrôle et d'enquête et notifie aux personnes concernées les griefs, s'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction.

Les sanctions pourraient être pécuniaires ou pénales et dissuaderaient les émetteurs ou les intermédiaires de se lier à des pratiques frauduleuses ou délatrices.

Une autre forme de protection de l'épargne, mais non disciplinaire habituellement utilisée par certains émetteurs qui souhaitent rassurer les investisseurs quant au respect de leurs engagements, est la garantie.

### 1.2.4 Les Garanties

Les garanties constituent un autre moyen de protection des épargnants contre les risques éventuels de défaillance des émetteurs. Elles peuvent prendre la forme de nantissement ou d'hypothèque de biens réels ou de l'engagement d'une institution spécialisée à se substituer à l'émetteur s'il devient défaillant.

De façon générale, la production des garanties à l'occasion de la sollicitation de l'épargne publique est fonction de la qualité de signature de l'émetteur. Ainsi, un émetteur bénéficiant d'une signature de première qualité ne sera pas soumis au même traitement en matière de production de garanties qu'un émetteur ayant une qualité de signature inférieure. L'exigence de production de garantie à 100% quelle que soit la qualité de signature est une pratique peu répandue.

La qualité de signature est utilisée pour la détermination du niveau de risque de défaillance lié à un émetteur. Cette mesure est généralement donnée par la notation.

### 1.2.5 La Notation

La notation est une démarche d'analyse financière visant à apprécier la capacité des émetteurs de titres de dette à faire face en temps et en heure aux échéances des intérêts et du principal de leurs engagements financiers. La notation cherche à mesurer le risque de solvabilité d'un émetteur en vue de l'attribution d'une note qui est établie sur une échelle normalisée afin de faciliter la comparaison du risque entre émetteurs de pays et de secteurs différents.

A la différence des analystes financiers qui émettent un jugement sur la valeur d'une entreprise, les agences de notation émettent un jugement sur son risque, exprimée selon une grille normalisée propre à chaque agence. Ainsi, les notes sont classées en catégories d'investissement (de AAA à BBB dans la grille de Standard & Poor's) ou, pour les émissions les plus risquées, en catégories dites spéculatives ou *junk bonds* (à partir de BB dans la grille de la même agence).

La méthode de détermination de la note diffère d'une agence à une autre et fait appel à de multiples critères d'appréciation. Quant à la procédure de notation, elle est sensiblement identique d'une agence à une autre et fait intervenir essentiellement les étapes suivantes :

- a- Sélection d'une entreprise à sa requête ou au choix
- b- Mise en place d'un groupe d'analystes
- c- Rencontre avec l'équipe dirigeante
- d- Rencontre du Comité de Notation
- e- Notification d'une note à l'émetteur
- f- Procédure d'appel de la note
- g- Attribution d'une note définitive
- h- Mise en place d'une cellule de surveillance

Il importe de noter que le marché de la notation est dominé au niveau mondial par les trois grands acteurs que sont Standard and Poor's, Fitch Ratings et Moody's.

La connaissance de la note d'un émetteur donnée par une agence de renom constitue donc pour l'investisseur un moyen de sélection des risques puisqu'il est à même de juger du niveau de risque lié à un placement.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

## Titre II- L'exigence de garanties et les enjeux de développement du marché financier régional

Le développement d'un marché financier répond à plusieurs exigences tenant tant aux conditions internes de son fonctionnement qu'à son environnement. En effet, la microstructure des marchés est un facteur déterminant de son dynamisme. Par ailleurs, les marchés efficients réagissent immédiatement aux facteurs environnementaux car les cours des titres intègrent instantanément l'information disponible.

Le développement d'un marché est également lié au professionnalisme de ses acteurs et à l'efficacité des dispositions prescrites par le régulateur en vue de la sécurisation de l'épargne investie en valeurs mobilières. Le professionnalisme des acteurs d'un marché financier est perçu à travers le respect d'une éthique dans la pratique des différents métiers (intermédiation, conseil, etc.). Quant aux dispositions réglementaires, elles tiennent une place importante dans le développement des marchés car elles contribuent de manière notable à la stabilité de ces places financières. Il faut noter que ces mesures sont continuellement actualisées pour tenir compte de l'évolution de l'environnement économique et financier. A titre d'exemple, on peut citer le *Sarbanes-Oxley Act*, qui est la loi votée par les pouvoirs publics américains en juillet 2002 visant à reformer en profondeur la gouvernance des entreprises. Cette loi institue un comité d'audit au sein des entreprises, elle renforce l'indépendance des auditeurs, les rend plus responsables, et améliore la qualité de l'information financière mise à la disposition du public. Elle a été votée après les scandales financiers de l'année 2002 qui ont mis à rude épreuve la crédibilité du système financier américain dont les plus connus sont ceux d'*Enron* et de *Worldcom*.

Sur le marché financier de l'UMOA, la dernière mesure de régulation actualisée, est la Circulaire n° 004- 2004, relative à la production des garanties lors des emprunts obligataires.

### 2.1- L'exigence de garanties sur le marché financier de l'UMOA

De façon générale, les garanties sont exigées au sein de l'UMOA tant sur les prêts bancaires que sur le marché des capitaux.

Sur les prêts bancaires, leur exigence est devenue plus forte à la suite de la crise des années 1980 qui a ébranlé tout le système bancaire. Les réformes qui ont suivi, renforcées par des mesures prudentielles plus contraignantes de la Commission Bancaire, ont conduit les établissements bancaires à exiger des garanties et autres sûretés de premier rang sur tous les prêts qu'ils accordent.

Cette situation s'est traduite par une surliquidité générale des banques de l'Union comme l'atteste le niveau des réserves des banques qui passe de 188 milliards FCFA

en décembre 1987 à 700 milliards FCFA en décembre 2003<sup>3</sup>. Les causes de cette surliquidité sont essentiellement d'ordre structurel et historique. En effet, elles s'expliquent par la faiblesse de l'offre de production qui ne peut absorber au mieux les ressources monétaires disponibles, la faiblesse des dossiers "bancables" présentés par les entreprises aux établissements de crédit, les impacts du changement de parité survenu en 1994 et le retour dans la zone UMOA de flux importants de capitaux.

L'avènement du marché financier est une réponse au problème de financement à long terme des entreprises au sein de l'Union. Les autorités de régulation, estimant sans doute que les épargnants n'étaient pas suffisamment outillés pour sélectionner les risques sur le marché, ont pris des dispositions réglementaires pour exiger des émetteurs des garanties à 100 % à première demande dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne.

### **2.1.1- Les dispositions réglementaires**

Les premières dispositions du marché financier de l'UMOA relatives aux garanties dans le cadre de l'émission des titres d'emprunt ont été prises le 29 novembre 1997 à travers l'instruction n° 1/97 relative à l'appel public à l'épargne au sein de l'UMOA dont l'alinéa b de l'article 7 cite la garantie comme l'une des informations à fournir dans le cadre de l'émission d'obligations.

Le CREPMF, face à la diversité d'interprétation de cette disposition des acteurs du marché, a pris le 16 décembre 1999, la décision n° 009/01/2000 portant détermination des garanties à présenter lors des émissions d'emprunts obligataires et des agréments des intervenants commerciaux. Cette décision mentionne, en son article 1, que l'octroi par le Conseil Régional de visas pour les émissions obligataires et les agréments des intervenants commerciaux est soumis à la production de garanties par les requérants. L'article 2 précise que pour toute émission d'emprunt obligataire, les émetteurs doivent constituer, au bénéfice des souscripteurs, une garantie à première demande destinée à couvrir les risques de non remboursement de l'emprunt en principal et en intérêts. Il ajoute que le montant de cette garantie doit être au moins égal au principal et intérêts de l'emprunt visé, et sa durée correspondre à celle de l'amortissement de l'emprunt.

Ces dispositions viennent d'être complétées par la circulaire n°004-2004 du 07 juin 2004 relative à la procédure, à la forme et aux mentions obligatoires des garanties à première demande produites lors des demandes d'autorisation d'emprunts obligataires sur le marché financier régional de l'UMOA. Cette circulaire stipule en son point 1 que l'instruction de tout dossier de demande de visa d'emprunt obligataire par appel public à l'épargne est soumise à la production préalable d'au moins une lettre d'intention de garantie précisant le taux de couverture de l'emprunt en principal et en intérêts. Le second point de la circulaire ajoute que la présentation du dossier aux organes du Conseil Régional est conditionnée par la production de la décision d'octroi de garantie, à savoir un exemplaire original ou une copie certifiée conforme de la résolution de l'instance décisionnelle de l'organisme garant portant autorisation de la garantie à première demande. Le dernier point de la circulaire note que la communication de la décision des organes du Conseil Régional portant

---

<sup>3</sup> Sources: Statistiques BCEAO- Annexe

autorisation de l'opération ainsi que le démarrage des souscriptions n'interviendront qu'après transmission au Conseil Régional des actes de garanties matérialisés par une lettre ou une convention de garantie.

Conformément à ce dispositif réglementaire, les émetteurs produisent sur le marché financier régional différentes garanties dont les caractéristiques sont analysées ci-après.

### **2.1.2- Les garanties produites**

Les garanties produites actuellement dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne sont de cinq types engendrant des coûts différents.

#### **2.1.2.1- Les types de garanties et les garants**

Sur les emprunts obligataires par appel public à l'épargne émis sur la période 1998-2003, on note plusieurs types de garanties. Il s'agit notamment des garanties des maisons-mères des émetteurs, des garanties d'organismes financiers de l'Union, des garanties croisées entre filiales d'un même groupe, des garanties externes à l'Union et des garanties de l'émetteur lui-même comme c'est le cas de la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD) qui n'est pas soumise à la loi bancaire.

Pendant les premières années, les garants institutionnels de la zone étaient le Fonds de Solidarité Africaine (FSA), le Fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique (FAGACE), le Fonds GARI et la BOAD. Le nombre des garants vient de s'élargir tout récemment avec la Banque Régionale d'Investissement de la Communauté des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BRIC), le Fonds Régional de Développement de la CEDEAO (FRDC) et enfin la PROPARCO, filiale de l'Agence Française de Développement (AFD) qui est le seul organisme financier externe intervenu comme garant dans le cadre des appels publics à l'épargne sur le marché financier régional. Quatre maison-mères ainsi que deux banques primaires de l'Union sont également intervenues comme garants dans le cadre des émissions d'obligations par appel public à l'épargne.

Il faut noter que certains emprunts ne sont pas garantis ou sont garantis partiellement.

Les garants institutionnels qui interviennent sur le marché financier de l'UMOA sont donc en nombre limité, soit huit (8) au total.

La répartition des risques du marché suivant le type d'émission et de garant se présente comme l'indique le tableau ci-après :

**Tableau1 : Répartition des risques sur le marché suivant le type d'émission et de garant au 31 décembre 2003**

Montant en FCFA

**REPARTITION DES RISQUES SUR LE MARCHE SUIVANT LE TYPE D'EMISSION ET DE GARANT  
AU 31 DECEMBRE 2003**

Emprunt Garant	Emprunt obligataire par Appel public à l'épargne	%	Emprunt obligataire par Placement privé	%	% global
FAGACE	19 750 000 000	5,87%	17 000 000 000	14,03%	8,03%
FSA	34 150 000 000	10,14%	13 000 000 000	10,73%	10,30%
BOAD	8 000 000 000	2,38%	5 000 000 000	4,13%	2,84%
Fonds GARI	0	0,00%	500 000 000	0,41%	0,11%
PROPARCO	13 500 000 000	4,01%	4 000 000 000	3,30%	3,82%
Emetteur-Garant (BOAD)	49 119 250 000	14,59%	0	0,00%	10,73%
Banques primaires	20 004 300 000	5,94%	18 400 000 000	15,18%	8,39%
Maisons mères	25 500 000 000	7,57%	26 000 000 000	21,45%	11,25%
Non garantis (Etats et autres entreprises par placement privé)	166 623 850 000	49,50%	37 284 500 000	30,77%	44,54%
<b>TOTAL</b>	<b>336 647 400 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>121 184 500 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Source: nous même, à partir des données recueillies des archives du CREPMF

On note à première analyse que sur un niveau d'engagement global par appel public à l'épargne de FCFA 337 milliards, les engagements des Etats de l'Union et de la BOAD qui tournent autour de 64 % en constituent la plus grande proportion. Il importe de rappeler que les Etats de l'Union sont dispensés du visa du CREPMF et que la BOAD est le seul émetteur dont la garantie est statutaire. En dehors de ces deux catégories d'émetteurs, les autres qui représentent 36 % des engagements sont astreints à la production de garanties à première demande. Pour faire ressortir le poids des différents garants sur le marché, il convient de noter que les garanties de banques primaires intervenues dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne sont en fait des garanties croisées entre filiales d'un même groupe et que les maisons-mères présentées comme garanties sont des multinationales. Ainsi, le niveau des émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne réellement couvert par les garants institutionnels de l'Union se chiffre à 22,40 % des engagements globaux.

L'analyse de la répartition des engagements des garants institutionnels révèle que deux garants, à savoir le FAGACE et le FSA détiennent 16,01 % des engagements sur les 22,40 % restants.

Du fait de leur nombre limité, ces garants ont pratiqué des commissions jugées dissuasives par les émetteurs.

### 2.1.2.2- Le coût des garanties

Les conventions de garanties signées dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne entre les garants et les émetteurs portent sur le montant global de l'émission. Les opérations examinées indiquent au moment de l'émission, le paiement de frais de dossier calculés sur le montant global de l'emprunt. Ces frais sont compris dans l'intervalle allant de 0,5 à 1,25 % du montant à lever.

Après l'émission, les commissions de garantie sont appliquées sur l'encours du principal et des intérêts restant à amortir. Ces autres frais sont compris entre 0,5 % et 2 % de l'encours.

A titre illustratif, le calcul ci-après détermine le coût des garanties sur un emprunt d'un montant de 10.000.000.000 FCFA, faisant l'objet d'une garantie à première demande, amorti de façon linéaire avec les caractéristiques suivantes : taux (7 %) l'an, durée (5 ans) avec un différé de 3 ans. Les commissions de garantie sont payables en début de période.

Le détail du calcul des coûts de garantie est contenu dans les tableaux en annexe. Le coût par hypothèse est résumé dans le tableau qui suit :

**Tableau 2 : Coût des garanties sur le MFR (hors frais d'intermédiation et de bourse)**

Montant en FCFA

Rubriques	Coût de la garantie Hypothèse 0,5 %	Coût de la garantie Hypothèse 1 %	Coût de la garantie Hypothèse 2 %
Montant encaissé par l'Emetteur au début de la première année	9.946.500.000	9.893.000.000	9.786.000.000
Montant global décaissé par l'Emetteur à la fin de la cinquième année	13.917.899.627	14.171.190.713	14.677.772.884
<b>Taux de sortie de l'emprunt</b>	<b>6,95 %</b>	<b>7,45 %</b>	<b>8,45 %</b>

Source: nous même, sur la base de l'illustration faite

NB : Les flux intermédiaires ont été réinvestis au taux de 5 %, soit 2 points de moins que le taux de base de l'emprunt, compte tenu du taux de rémunération des DAT par les banques.

Le tableau illustratif du coût des garanties hors frais d'intermédiation et de bourse révèle à première analyse une incidence réelle de ces coûts sur le taux de sortie de l'emprunt. En effet, l'hypothèse basse de coût de garantie fait ressortir un taux de sortie de 6,95 % sans les frais d'intermédiation et de bourse tandis que les scénarios moyen et fort indiquent respectivement des taux de sortie de 7,45 % et de 8,45 %.

Le jugement des émetteurs qui estiment que les garanties à première demande sont dissuasives, est donc fondé comme l'indique cet exemple. Cette illustration permet de faire ressortir l'importance du poids des garanties dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne.

Il importe toutefois de rapprocher les pratiques en matière de garantie sur le marché financier de l'UMOA de celles des autres marchés afin de mieux cerner l'exigence des garanties à première demande fixée par le régulateur.

## **2.2- L'exigence de garanties sur les autres marchés**

L'analyse des implications de l'exigence des garanties à première demande dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne sur le marché financier de l'UMOA nécessite un rapprochement avec les pratiques sur les autres places financières.

Ce rapprochement est fait aussi bien avec les marchés développés qu'avec les marchés émergents.

### **2.2.1- Les marchés développés**

La production de garanties dans le cadre de l'émission de titres d'emprunt se retrouve également sur certains marchés financiers développés. A cet effet, nous avons examiné le cas des marchés financiers belge, luxembourgeois et français.

#### **2.2.1.1- La Belgique**

Sur le marché financier belge, la garantie n'est pas une exigence comme le souligne l'article 3 de l'arrêté royal du 18 septembre 1990, relatif aux critères d'inscription au premier marché d'obligations où il n'est pas fait mention de cette exigence. Toutefois, la garantie d'une émission obligataire est laissée à la discrétion de l'émetteur comme l'indique l'article 13 du même arrêté qui définit les renseignements à fournir en cas de production de garanties par l'émetteur.

#### **2.2.1.2.- Le Luxembourg**

Le marché financier luxembourgeois également n'exige pas de garantie dans le cadre des émissions de titres d'emprunt comme l'indique le règlement grand Ducal du 28 décembre 1990, relatif au contenu des prospectus dans le cadre des offres publiques ou des admissions à la cote officielle de valeurs mobilières où il n'est fait mention des garanties. Toutefois, aux termes de l'article 94-6 de la loi modifiée du 10 août 1915, la société émettrice peut « établir une hypothèque pour sûreté d'obligations émises ou à émettre ».

#### **2.2.1.3- La France**

En France, la garantie n'est également pas une exigence à l'autorisation d'une émission d'emprunt obligataire même si le régulateur se réserve le droit d'en demander aux termes de l'article 17-1 du règlement n° 98-01 de la Commission des opérations de bourse, devenue l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En effet, cet article du règlement relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché est

demandée, indique que la Commission peut demander toute garantie appropriée, lors de l'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créance.

La production de garantie n'est donc pas une exigence réglementaire du régulateur dans le cadre d'émission de titres d'emprunt sur ces marchés financiers même si dans la pratique les émetteurs en produisent pour assurer une bonne fin de leurs opérations. Les seules pratiques des marchés développés ne peuvent permettre de faire une opinion de la pertinence de l'exigence des garanties à première demande sur le marché financier régional de l'UMOA. Il importe d'étudier également les pratiques des marchés émergents, notamment africains qui se rapprochent du marché financier régional en terme d'année d'existence, de culture financière et de risques.

### **2.2.2- Les marchés financiers émergents africains**

L'examen des pratiques en matière de garantie sur les marchés émergents ou en développement reposera essentiellement sur les trois marchés africains que sont le marché marocain, le marché mauricien et le marché ghanéen.

#### **2.2.2.1- Le Maroc**

Sur le marché marocain, la production de garanties lors de l'émission d'emprunts obligataires est laissée à la discrétion de l'émetteur comme le précise le point 7.4 de l'annexe à la circulaire n° 05/00 relative à la note d'information exigée des personnes morales faisant appel public à l'épargne. Cette note précise qu'un emprunt obligataire ne peut être garanti que par une sûreté réelle ou l'engagement, soit de l'Etat, soit d'une personne morale autorisée par l'Etat à cet effet et que lorsqu'il n'existe pas de sûretés ou d'engagements, ce fait est mentionné dans la note.

#### **2.2.2.2- L'Ile Maurice**

L'exigence de garanties n'est pas mentionnée dans les critères d'admission des titres de créance à la cote du marché mauricien comme le note le règlement 1990 relatif à l'admission des titres d'emprunt en son point 3, traitant des conditions d'éligibilité où il n'est fait aucune mention des garanties.

#### **2.2.2.3- Le Ghana**

Sur le marché financier ghanéen également, aucune mention n'est faite sur les garanties dans les critères d'admission des titres de créances à travers le règlement 1990 (1.1.1509) relatif aux critères d'admission à la Ghana Stock Exchange.

On peut donc en conclure que la production de garantie n'est pas une exigence réglementaire sur ces marchés.

Il convient après cette étude comparative, d'analyser l'impact de l'exigence de garanties sur le développement du marché financier de l'UMOA.

## 2.3- Impact de l'exigence des garanties sur le développement du marché financier régional

Les conséquences de l'exigence de garanties sur le développement du marché financier régional sont mises en évidence à travers une étude de son état d'approfondissement après six années d'existence.

### 2.3.1- Etat d'approfondissement du marché financier

L'analyse de l'état d'approfondissement du marché est faite à partir des indicateurs comme la fréquence, le volume, la durée et la diversité des émissions autorisées par le CREPMF sur la période 1998-2003.

Au cours de cette période, on note une irrégularité des émissions d'emprunts par appel public à l'épargne sur le marché financier régional. En effet, 8 obligations ont été émises en 1998, 4 en 1999, 2 en 2000, 4 en 2001, 3 en 2002 et 6 lignes en 2003. Ces nombres sont également faibles, s'agissant d'émissions obligataires concernant les 8 Etats membres de l'Union.

D'autre part, le volume des émissions a évolué de FCFA 52 milliards en 1998 à FCFA 103 milliards en 2003. Cette croissance du volume d'émission est en partie due aux emprunts souverains qui sont de montants élevés, notamment les emprunts des trésors publics de Côte d'Ivoire et du Burkina Faso d'un montant respectif de FCFA 63,9 milliards en 2001 et de FCFA 25 milliards en 2002. Cependant, le volume des émissions, bien qu'étant en croissance reste faible par rapport aux besoins de financement des 8 économies de la zone. En effet, le volume des émissions de l'année 2003 qui se chiffre à FCFA 103 milliards ne suffit pas à couvrir le seul besoin de financement de l'Etat du Bénin qui était de FCFA 140 milliards pour la même année. Ce volume reste aussi marginal par rapport aux crédits à l'économie, accordées au cours de la même année par les banques, soit FCFA 3.222 milliards (1 & 2).

Les durées des émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne sont comprises entre 2 et 10 ans. Sur les marchés développés, notamment en France, la durée des Obligations Assimilables du Trésor est comprise entre 7 et 30 ans. L'absence d'obligations à long terme rend quasiment impossible une tracée de la courbe des taux (3).

L'analyse des émissions sur la période d'étude fait ressortir quatre (4) secteurs ayant sollicités le marché en dehors des Etats de l'Union. Il s'agit des secteurs de la finance, de la communication, de l'énergie et du transport. Cette faible diversité des secteurs concernés par les émissions est à l'image de la composition des secteurs de l'indice "BRVM 10" qui sont en nombre réduit.

Le graphique ci-après montre l'évolution du volume et du nombre des émissions d'emprunts obligataires par année sur la période d'étude.

Sources : [www.izf.net/izf/ee/pro/index\\_frameset.asp?url=http://www.izf.net/izf/EE/pro/benin/3041\\_2k3.asp](http://www.izf.net/izf/ee/pro/index_frameset.asp?url=http://www.izf.net/izf/EE/pro/benin/3041_2k3.asp)(4)

[www.bceao.int](http://www.bceao.int) (5)

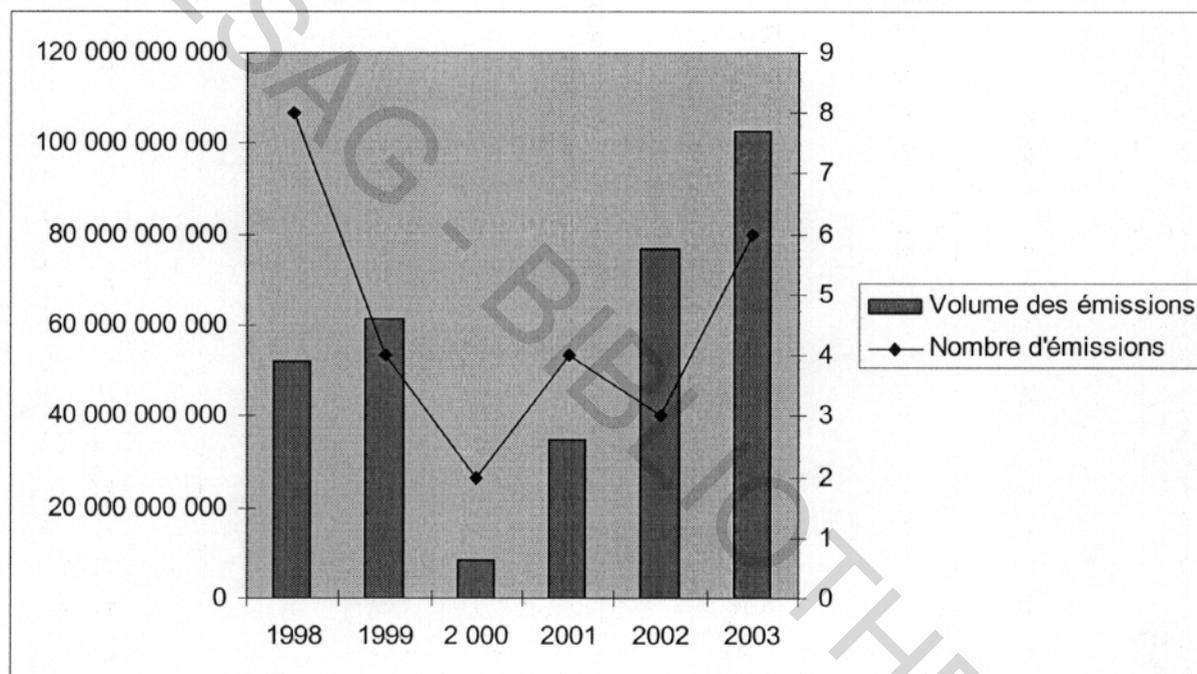
<http://www.francetresor.gouv.fr/oat/fr/tech04.html> (6)

**Tableau 3 : Evolution du nombre et du volume des émissions d'obligations par appel public à l'épargne sur le marché financier régional de 1998 à 2003 (volume en milliers de FCFA)**

Année	1998	1999	2 000	2001	2002	2003
Nombre	8	4	2	4	3	6
Volume	52 120 300	61 293 020	8 505 180	34 952 250	76 873 330	102 903 320

Source: nous même, à partir des données recueillies au CREPMF

**Graphique 1 : Evolution du nombre et du volume des émissions d'obligations par appel public à l'épargne sur le marché financier régional de 1998 à 2003**



Source: nous même, à partir des données recueillies au CREPMF

Ces indicateurs relèvent le peu de profondeur du marché d'émission des titres d'emprunts obligataires au sein de l'UEMOA.

La non compétitivité de ce marché est également indexée comme un handicap à son développement.

### 2.3.2- Compétitivité des titres du marché

La compétitivité d'un marché financier de titres d'emprunt s'analyse en général par rapport au marché bancaire. L'analyse se fera en terme de taux de sortie pour les deux sources de financement. La comparaison s'appuiera notamment sur l'illustration faite précédemment, ayant permis de faire ressortir le coût global des garanties dans le cadre d'un emprunt par appel public à l'épargne hors frais d'intermédiation et de bourse. En utilisant une matrice des commissions appliquées par une SGI de l'Union, on relève les frais ci-après :

**Tableau 4 : Frais d'intermédiation et d'introduction en bourse appliqués par une SGI de l'Union**

Rubriques	Coût (%)
Commission de placement	1,50 (Flat)
Commission d'arrangeur	1,00 (Flat)
Services financiers : coupon	0,02 (Récurent)
Services financiers : amortissements	0,10 (Récurent)
Campagne de Communication	1,78 (Flat)
Frais CREPMF	0,33 (Flat)
Frais BRVM	0,46 (Flat)

Source: Matrice de commissions appliquée par une SGI de l'Union

Le détail du calcul du coût global de l'emprunt, en s'appuyant sur ces frais, est contenu dans les tableaux en annexe. Le coût par hypothèse est résumé dans le tableau suivant :

**Tableau 5 : Coût des garanties sur le marché financier régional (Frais d'intermédiation et de d'introduction en bourse inclus)**

Montant en FCFA

Rubriques	Coût de la garantie Hypothèse 0,5 %	Coût de la garantie Hypothèse 1 %	Coût de la garantie Hypothèse 2 %
Montant encaissé par l'Emetteur au début de la première année	9.439.500.000	9.386.000.000	9.279.000.000
Montant global décaissé par l'Emetteur à la fin de la cinquième année	14.674.347.886	14.927.638.972	15.434.221.143
<b>Taux de sortie de l'emprunt</b>	<b>9,22 %</b>	<b>9,72 %</b>	<b>10,71 %</b>

Source: nous même, à partir de l'illustration faite

NB : Les flux intermédiaires ont été réinvestis au taux de 5 %, soit 2 point de moins que le taux de base de l'emprunt, compte tenu du taux de rémunération des DAT par les banques.

Le taux de sortie final de cet emprunt se situe à 9,22 % suivant le scénario bas. Les hypothèses moyennes et fortes indiquent des taux respectifs de 9,72 % et 10,71 %.

Ces simulations traduisent l'importance des frais d'intermédiation et d'introduction en bourse qui représentent au moins 2 points de plus que le taux servi aux épargnants.

Le financement par le marché se révèle ainsi peu compétitif lorsqu'on le compare au financement bancaire, notamment par rapport aux taux débiteurs appliqués dans l'Union qui sont compris entre 11 % et 16 % en moyenne. Les émetteurs s'attendent en effet à un différentiel d'au moins 5 % compte tenu des contraintes liées à l'accès au marché et à la divulgation d'informations.

Toutefois ce constat doit être nuancé parce que les titres du marché ne rémunèrent pas les mêmes risques. Il importe dès lors de comprendre la logique qui sous-tend la fixation des primes de risque selon les secteurs d'activité

### 2.3.3- Le "pricing" des titres du marché

Le "pricing" des titres d'emprunt par appel public à l'épargne sur le marché financier de l'UMOA se fera en posant comme hypothèse que le taux de référence est celui appliqué par la BOAD sur l'émission autorisée le 18 septembre 2001 qui est de 5,85 %. En effet, le taux de 5,85 % est le plus bas appliqué par un émetteur au 31 décembre 2003. Ajouté à ce facteur, la BOAD est une institution financière à caractère public de l'Union qui peut être considéré comme un émetteur de référence car étant le plus régulier sur le marché comme l'indique le tableau ci-après :

**Tableau 6 : Emprunts BOAD sur le marché financier régional (1998-2003)**

Montant en FCFA

Rubriques	Emprunts BOAD	Emprunts par Appel Public à l'Epargne	Emprunts par Placement Privé	Total Emissions	% BOAD
1998	20 120 300 000	52 120 300 000	2 000 000 000	54 120 300 000	37,18
1999	17 051 000 000	61 293 020 000	19 150 000 000	80 443 020 000	21,20
2000		8 505 180 000	7 000 000 000	15 505 180 000	0,00
2001	11 947 950 000	34 952 250 000	35 534 500 000	70 486 750 000	16,95
2002		76 873 330 000	39 500 000 000	116 373 330 000	0,00
2003		102 903 320 000	18 000 000 000	120 903 320 000	0,00
<b>Total</b>	<b>49 119 250 000</b>	<b>336 647 400 000</b>	<b>121 184 500 000</b>	<b>457 831 900 000</b>	<b>10,73</b>

Source: nous même, à partir des données recueillies au CREPMF

On note à l'analyse de ce tableau, la régularité des fréquences d'émission de la BOAD sur la période d'étude. Cette régularité se confirme en 2004 où la BOAD a procédé à deux émissions sur le marché financier régional.

La BOAD est également une institution financière qui a su bâtir une bonne renommée au fil des ans depuis sa création en novembre 1973. Cette hypothèse repose également sur la note relative au développement et au bon fonctionnement d'un marché de titres publics performants, tirée des actes de la troisième conférence interrégionale sur la gestion de la dette qui a eu lieu à Genève du 3 au 6 décembre

2001, qui dit que le rendement des titres publics sert de référence pour les autres actifs financiers lorsque leur risque de crédit est faible.

En partant de cette hypothèse, les primes de risque liées à chaque émission<sup>4</sup> sur la base des opérations réalisées de 1998 à 2003 seront déterminées et regroupées par secteur d'activité comme le montre le tableau qui suit :

**Tableau 7 : Détermination de la prime de risque par secteur (1998-2003)**

Année	Secteur	Emetteur	Taux (%) Tj	Prime de risque (%) Prime= Tj-T10
16/04/1998	Industries	SOBEBRA	7,45	1,60
16/04/1998		BRAMALI	7,45	1,60
16/04/1998		SOBOA	7,45	1,60
16/04/1998		BRAKINA	7,45	1,60
16/04/1998		SOLIBRA	7,45	1,60
15/06/1999		CIMTOGO	7,45	1,60
05/12/2001		ICS Sénégal	7,00	1,15
05/11/1998		Institution de développement	BOAD	6,25
30/08/1999	BOAD		6,30	0,45
18/09/2001	BOAD		5,85	0,00
02/04/1999	Etats de l'UMOA	Trésor CI	8,00	2,15
28/03/2000		CAA Bénin	8,00	2,15
30/04/2002		Trésor CI	7,00	1,15
14/02/2003		Trésor BF	7,00	1,15
14/08/2003		Trésor CI	6,50	0,65
17/12/1998	Banques de l'UMOA	SGBCI	7,50	1,65
17/12/1998		SGBS	6,25	0,40
18/09/2001		BOA Bénin	6,60	0,75
22/10/2002		BHM Mali	7,50	1,65
23/12/2003		BNDA Mali	6,50	0,65
12/11/1999	Communication	SONATEL	7,00	1,15
27/06/2003		CELTEL	7,50	1,65
28/03/2000	Transport	SAGA-CI	7,50	1,65
05/12/2001		SAGA-CI	7,50	1,65
24/01/2003	Electricité	SENELEC	7,50	1,65
10/06/2003		CEB Bénin	6,50	0,65
22/10/2002	Institution externe	SHELTER AFRIQUE	6,25	0,40

Source: nous même, à partir des données recueillies au CREPMF

A première analyse, il importe de noter qu'à l'exception du groupe des Brasseries et Glacières Internationales (BGI) dont les filiales ouest africaines ont émis des emprunts par appel public à l'épargne au même taux de 7,45 % en 1998 garantie par la maison mère, la détermination de la prime de risque ne suit pas une démarche tenant compte de la rémunération du risque propre au secteur. Ainsi, on note qu'en 2003, les compagnies du secteur de l'électricité de la zone ayant procédé à des

<sup>4</sup> Source: Options, Futures and Exotic Derivatives, Page 4, by Eric BRYS- Mondher BELLELAH...

emprunts obligataires par appel public à l'épargne que sont la SENELEC et la CEB ont respectivement rémunéré leurs risques à hauteur de 1,65 % et de 0,65 %. Il faut également noter dans ce processus de rémunération du risque, que la plus forte prime de risque de 2,15 % a été accordée par les Etats de Côte d'Ivoire et du Bénin et la plus faible de 0,40% par SHELTER AFRIQUE. SHELTER AFRIQUE est un établissement financier spécialisé dans le financement de l'immobilier qui est basé au Kenya.

En faisant également une lecture des différentes primes sur la période d'étude, on peut en conclure que la compagnie CELTEL qui a émis le 27 juin 1999, avec une prime de risque de 1,65 % est moins risquée que l'Etat de Côte d'Ivoire qui a émis le 02 avril de la même année.

Les Etats sont censés être les risques souverains, donc rémunérer leurs emprunts au taux sans risque. Cette analyse conforte le choix du taux de la BOAD comme benchmark.

Après avoir analysé les implications de l'exigence des garanties à première demande dans le cadre des émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne et examiné les enjeux du développement du marché financier, il y a lieu d'étudier la possibilité d'une réforme des garanties sur le marché financier régional en vue de trouver une approche de solutions aux problèmes évoqués ci-dessus.

## Titre III- Réforme des garanties

La détermination du prix des titres du marché qui vient d'être effectué dans le titre précédent a permis de mettre en relief une disparité dans la rémunération des risques au niveau des différents secteurs d'activité du marché financier de l'UMOA. La connaissance des risques liés à chaque secteur est donc importante dans le processus de détermination de la prime de risque exigée par les investisseurs. Il s'avère donc nécessaire d'établir une cartographie des risques du marché financier régional. Cette cartographie servira de base d'évaluation des alternatives à retenir dans le cadre des propositions de réforme des garanties.

### 3.1 Cartographie des risques du marché

La cartographie des risques du marché reposera sur une analyse des indices sectoriels du marché financier régional et sur la répartition des risques entre les garants et les émetteurs.

#### 3.1.1 Analyse sectorielle des risques du marché financier régional

L'analyse sectorielle des risques du marché financier régional est faite sur la base de l'évolution des indices sectoriels recueillis à partir de l'historique des cours des titres cotés à la BRVM. Cette analyse nécessite un examen de la composition des indices du marché. L'indice "BRVM Composite" révèle en tout 39 sociétés cotées à la BRVM dont 36 ivoiriennes. Cette répartition qui n'est pas représentative de l'ensemble des entreprises de l'Union est de nature à introduire un biais dans les résultats de la présente analyse.

Rappelons que l'indice boursier "BRVM 10", qui est l'indice de référence de la BRVM est constitué de 7 sous-ensembles sectoriels que sont les indices BRVM- Industries, BRVM- Services publics, BRVM- Finances, BRVM- Transport, BRVM- Agriculture, BRVM- Distribution et BRVM- Autres Services.

Les risques des différents secteurs seront déterminés sur la base du calcul de la volatilité de chaque indice sectoriel. En guise de rappel, notons que la volatilité d'un cours est une mesure de ses fluctuations sur une période donnée<sup>5</sup>. Elle se calcule à partir de la variance des cours passés du titre considéré. Il découle de l'interprétation de cette mesure que plus un titre est volatil, plus son cours a des chances de varier fortement et plus il est risqué. Cette mesure s'applique également aux indices pour l'appréciation du risque de l'ensemble du marché.

Pour les besoins de l'étude, les indices de fin de mois ont été retenus sur la période allant de juin 1999 à décembre 2003. Ainsi 55 données ont été recueillies pour chaque indice.

La composition de chaque indice est donnée à travers le bulletin officiel de la cote (BOC) et l'avis n° 85-2004 de la BRVM en annexe.

---

<sup>5</sup> Source: The Hand Book of Risk, Page 75 (chap 6), Edited by BEN WARWICK

Compte tenu du nombre de programmes de calcul, ils ont été mis en annexe du document.

Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau qui suit :

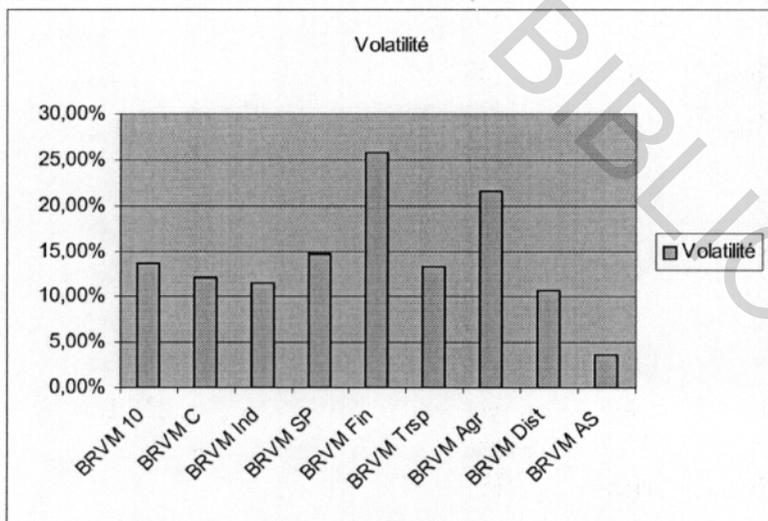
**Tableau 8 : Volatilité des indices de la BRVM**

Indice	BRVM 10	BRVM Composite	BRVM Industrie	BRVM Service Public	BRVM Finance	BRVM Transport	BRVM Agriculture	BRVM Distribution	BRVM Autres Services
Volatilité	13,73%	12,10%	11,49%	14,62%	25,84%	13,22%	21,538%	10,70%	3,701%

Source: nous même, à partir des historiques de la BRVM

Le graphique ci-après présente l'histogramme de la volatilité des indices de référence de la BRVM ainsi que ses indices sectoriels.

**Graphique (2) : Histogramme de la volatilité des indices de la BRVM**



Source: nous même, à partir des historiques de la BRVM

Il ressort de cette analyse de volatilité des indices de la BRVM que le secteur financier est le plus risqué avec une volatilité de 25,84 %. Le secteur le moins risqué est celui des autres services avec une volatilité de 3,701 %. Le secteur de l'agriculture apparaît comme le second secteur le plus risqué. Il est suivi du secteur des services publics et du transport. Les secteurs qui sont les moins risqués après le secteur des autres services sont ceux de la distribution et de l'industrie.

Il est à souligner que cette analyse porte essentiellement sur le marché secondaire. Celui des actions est plus représentatif de l'économie de Côte d'Ivoire.

Il convient donc de les compléter par une analyse du marché primaire, notamment obligataire en appréhendant la répartition des risques entre les garants et les émetteurs.

### 3.1.2 Répartition des risques du marché obligataire

Les deux principaux garants des émissions obligataires du marché financier régional sont le Fonds de Solidarité Africain (FSA) et le Fonds Africain de Garantie et de Coopération Economique (FAGACE). En effet, ils couvrent les deux tiers (2/3) des emprunts par appel public à l'épargne en dehors des emprunts d'Etats et des emprunts garantis par des maisons mères<sup>6</sup>.

L'analyse de la structure financière de ces deux organismes de garanties permettra de faire ressortir les éléments de risque liés à leur exploitation. Une clé de répartition des risques dans le marché entre garants et émetteurs sera définie en supposant que le niveau de fonds propres des institutions de garanties constitue leur seuil disponible immédiat en cas d'appel de garantie à première demande. Cette hypothèse est importante dans la mesure où toute défaillance des émetteurs doit être immédiatement suppléée par les garants afin de conserver la crédibilité du marché financier.

Le FSA et le FAGACE justifient d'un potentiel de garantie dont la valeur est dix (10) fois le niveau de leurs fonds propres.

Sur la base de la clé de répartition retenue, la lecture de la structure financière de ces deux organismes de garanties au 31 décembre 2003 révèle les niveaux d'engagement et de fonds propres suivants :

#### FSA :

- Fonds propres = 14,67 milliards
- Potentiel total de garantie = 146,7 milliards
- Engagements de garantie = 71,102 milliards
- Fonds propres/Engagements = 20,63%
- Potentiel restant :  $146,7 - 71,102 = 55,598$  milliards

#### FAGACE :

- Fonds propres = 8,59 milliards
- Potentiel total de garantie = 85,9 milliards
- Engagements de garantie = 63 milliards
- Fonds propres/Engagements = 13,63%
- Potentiel restant :  $85,9 - 63 = 22,9$  milliards

On note à l'analyse des engagements de ces deux acteurs qu'ils ont déjà couvert plus de la moitié de leur potentiel de garantie. Il convient de souligner que leurs engagements sont largement supérieurs au fonds propres disponibles en cas d'appel de garanties.

---

<sup>7</sup> Source : Emissions obligataires et situation des garanties sur le MFR (annexe)

L'analyse des risques du marché s'appuiera également sur la détermination faite précédemment de la répartition des risques sur le marché financier régional qui a révélé une forte concentration des risques sur le FSA et le FAGACE comme l'indique le tableau ci-après actualisé au 30 septembre 2004 :

**Tableau 8 : Répartition des risques sur le marché suivant le type d'émission et de garant au 30 septembre 2004**

**EMISSIONS OBLIGATAIRES ET SITUATION DES GARANTIES  
SUR LE MARCHÉ FINANCIER REGIONAL AU 30 SEPTEMBRE 2004**

Garant	Emprunt	Emprunt obligataire par Appel public à l'épargne	%	Emprunt obligataire par Placement privé	%	% global
FAGACE		22 750 000 000	5,71%	19 000 000 000	15,18%	7,97%
FSA		47 150 000 000	11,83%	15 000 000 000	11,98%	11,86%
BOAD		26 000 000 000	6,52%	5 000 000 000	3,99%	5,92%
Fonds GARI		0	0,00%	500 000 000	0,40%	0,10%
BRIC		6 000 000 000	1,51%	0	0,00%	1,15%
FRDC		7 000 000 000	1,76%	0	0,00%	1,34%
PROPARCO		13 500 000 000	3,39%	4 000 000 000	3,20%	3,34%
Emetteur-Garant (BOAD)		64 119 250 000	16,08%	0	0,00%	12,24%
Banques primaires		20 004 300 000	5,02%	18 400 000 000	14,70%	7,33%
Maisons mères		25 500 000 000	6,40%	26 000 000 000	20,77%	9,83%
Non garantis		166 623 850 000	41,80%	37 284 500 000	29,78%	38,93%
<b>TOTAL</b>		<b>398 647 400 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>125 184 500 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Source: nous même, à partir des données recueillies au CREPMF

Comme souligné plus haut, en dehors des emprunts d'Etats, des emprunts garantis par les maisons mères et de l'auto garantie pratiquée par la BOAD, on note une dominance du FSA et du FAGACE dans la pratique des garanties sur le MFR. En effet, ces deux acteurs regroupent à eux seuls 17,5 % des engagements sur les 36 % restants dans le cadre des appels publics à l'épargne.

On relève également que ces deux garants n'interviennent pas seulement que dans le cadre des appels publics à l'épargne. En effet, ils couvrent à eux deux environ 25 % des emprunts par placement privé.

Face à cette concentration et à la poursuite des engagements de ces acteurs sur le marché financier, il convient de s'interroger sur leur capacité de réaction en cas d'appel de garanties.

Il importe dès lors de porter la réflexion sur une réforme de l'exigence actuelle des garanties à première demande dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne.

## 3.2 Réforme des garanties

Au regard de l'analyse précédente, et en vue des propositions sur la réforme des garanties, il y a lieu de poser le diagnostic ci-après :

- les garanties exigées par le Conseil Régional se matérialisent par la production de lettres ou de conventions de garantie,
- les garanties exigées couvrent entièrement le principal et les intérêts,
- deux acteurs, à savoir le FSA et le FAGACE dominent le marché de la garantie dans l'Union et les risques du marché sont concentrés sur eux à hauteur de 17,5 % sur les 36 % répartis entre les organismes de garanties intervenant dans le cadre des appels publics à l'épargne,
- les coûts pratiqués par les garants renchérissent le taux de sortie des emprunts. Ce qui les rend non compétitifs par rapport aux autres sources de financement,
- les garanties ne sont pas une exigence systématique sur les autres marchés financiers,
- le marché financier de l'UMOA ne rémunère pas le risque.

Compte tenu de ce qui précède, il s'avère nécessaire de procéder à une réforme des garanties sur le marché financier de l'UMOA en vue de répondre à ces différentes présomptions. Des alternatives aux pratiques actuelles pourront être envisagées. Elles reposeront essentiellement sur des outils permettant de moduler l'exigence de garanties à l'occasion des émissions d'emprunts obligataires en fonction des caractéristiques de l'opération et de l'émetteur.

### 3.2.1 Les alternatives

Elles sont de trois ordres : la dispense de garantie, la garantie partielle et la garantie à 100 %.

#### 3.2.1.1 La dispense de garantie

Il s'agit de la forme la plus avancée de la réforme des garanties. C'est la pratique sur plusieurs marchés. Elle devrait en principe contribuer à la dynamisation du marché financier régional, en rendant les emprunts compétitifs et en assurant une répartition plus diffuse des risques globaux du marché.

Cependant, compte tenu de la jeunesse du marché financier régional, elle doit s'inscrire dans un processus progressif et ne doit concerner au départ qu'une catégorie d'émetteurs :

- les banques régionales ou sous régionales de développement,
- les établissements de crédit et autres institutions financières de l'Union sous certaines conditions,
- d'autres émetteurs de qualité ayant une signature reconnue.

Les textes réglementaires doivent donc introduire le principe de la dispense de garantie et la notion de notation pour permettre l'appréciation de la qualité de la signature des émetteurs.

### **3.2.1.2 La garantie partielle**

La garantie partielle peut être exigée en fonction de l'opération et de la qualité de l'émetteur. Elle peut en outre être accompagnée de sûretés.

Compte tenu de la jeunesse du marché, le Conseil Régional procédera à une sélection des risques du marché sur la base d'une grille interne normalisée de mesures des risques. Cette sélection lui permettra d'exiger un niveau donné de garantie à l'occasion des émissions d'obligations par appel public à l'épargne.

Il conviendrait alors de prendre d'importantes précautions dans l'analyse des dossiers et de laisser le marché apprécier le risque de l'opération au moment de la décision de placement.

### **3.2.1.3 La garantie à 100 %**

La garantie à 100 % peut être exigée dans le cas de certaines opérations. Il est à relever que depuis l'instauration de l'exigence des garanties sur le marché financier, il n'y a pas eu de cas de défaillance d'émetteur.

Toutefois, la réussite des différentes émissions d'emprunts obligataires par appel public à l'épargne est en partie due à l'exigence des garanties. En effet, les investisseurs institutionnels qui constituent la composante la plus importante des investisseurs de la zone, que sont les compagnies d'assurance et les caisses de retraite sont astreints au respect d'engagements réglementés stipulés dans les clauses du code CIMA, notamment l'article 335 et exigent de ce fait des garanties sur l'ensemble de leurs investissements.

Au-delà de la situation actuelle, l'objectif du MFR est de constituer une source pérenne de financement des économies de l'Union tout en protégeant les intérêts des épargnants.

### **3.2.1.4 Les précautions dans l'analyse des dossiers**

La mission du Conseil Régional est la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Cette mission est assurée par le Conseil avant et après les émissions de titres sur le marché. La protection ex ante se résume en l'ensemble des mesures prises pendant le traitement des dossiers. Dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne, les mentions obligatoires se retrouvent dans une note d'information présentée aux membres du Conseil Régional pour autorisation de l'opération. Cette note d'information, au terme de l'article 6 de l'instruction n° 1/97 relative à l'appel public à l'épargne au sein de l'UMOA, doit contenir les mentions obligatoires ci-après :

- la dénomination de la société ou sa raison sociale ;
- l'adresse du siège social ;
- les activités de la société ;
- les noms des dirigeants ;

- le montant et la répartition du capital social ainsi que l'identité et l'activité des actionnaires détenant plus de 10 % du capital ;
- les comptes et bilans simplifiés pouvant aller jusqu'à trois années d'exercice. Pour les sociétés déjà existantes, ces comptes doivent être certifiés par un commissaire aux comptes agréé par le Conseil Régional. S'agissant des émissions obligataires, la note d'information devra contenir les comptes et bilans certifiés d'au moins deux exercices ou, à défaut, une garantie jugée satisfaisante par le Conseil Régional ;
- le montant de l'opération, le nombre de titres ;
- la nature des titres ;
- la forme des titres (au porteur ou nominatifs) ;
- la valeur nominale et le prix d'émission du titre ;
- les comptes d'exploitation prévisionnels des cinq exercices suivant celui au titre duquel le dépôt du dossier a été effectué ;
- les modalités de l'émission des titres ;
- la durée indicative de placement ;
- les informations complémentaires suivantes:
  - la dénomination de l'emprunt,
  - le taux d'intérêt nominal et la durée,
  - les modalités et l'échéancier de remboursement,
  - la date de jouissance,
  - les clauses de rachat,
  - les garanties offertes.

Les mesures devant accompagner la réforme des garanties feront intervenir au delà de l'aspect réglementaire, des normes internes d'analyse technique plus approfondies visant à classer les émetteurs suivant une échelle de risques préalablement définie. Ces normes internes s'appuient généralement sur une grille de ratios dont les principaux sont :

$$\text{Ratio d'endettement} = \frac{\text{Dettes à long terme}}{\text{Capitaux permanents}}$$

$$\text{Ratio de Couverture d'intérêt} = \frac{\text{Bénéfice avant Intérêt et Impôt (BAII)}}{\text{Charges financières de la dette à long terme}}$$

$$\text{Couverture des Engagements financiers} = \frac{\text{BAII+Frais de location}}{\text{Charges financières+Frais de location+ (Fonds d'amortissement} \div (1-t))}$$

## Ratios de liquidité

$$\begin{aligned} \text{Ratio de fonds de roulement} &= \frac{\text{Actifs court terme}}{\text{Passifs court terme}} \\ \text{Ratio de trésorerie} &= \frac{\text{Encaisse + Compte clients}}{\text{Passifs court terme}} \\ \text{(Quick ou acid test ratio)} & \end{aligned}$$

L'analyse de ces ratios doit se faire par rapport à des normes minimales fixées à l'image du dispositif des accords de classement de la BCEAO, qui fixent des normes minimales pour chacun des ratios intervenants dans les critères d'examen des dossiers des entreprises en vue d'assurer un suivi qualitatif du portefeuille de crédit. Les normes internes d'analyse permettent de développer une expertise locale de mesure du risque, notamment le risque de défaillance des émetteurs et s'apparentent à un système de notation interne lorsque les facteurs environnementaux et concurrentiels sont intégrés dans l'analyse. Le développement d'un tel système de mesure du risque représente un puissant outil dont dispose le régulateur dans le cadre de l'analyse technique des dossiers et de leur suivi.

Cependant, l'utilisation de normes internes de mesure du risque a des limites car elle peut être interprétée comme une substitution du régulateur à l'épargnant dans la sélection des risques. Les épargnants peuvent se protéger par la sélection des risques en utilisant les notes émises sur les entreprises par les agences de notations financières externes. La notation financière externe se présente donc comme l'alternative ultime à l'exigence des garanties à première demande dans le cadre des emprunts par appel public à l'épargne.

### **3.3 La notation et le suivi du risque**

La notation vise à caractériser le risque d'un titre ou plus généralement le risque lié à un émetteur. Elle leur offre la possibilité de sélection des risques. Les notes émises par les agences internationales tiennent compte des risques liés au pays d'appartenance de l'entreprise émettrice et sont également fonction des risques intrinsèques à l'émetteur.

Sur le marché financier de l'UMOA, la notation financière des entreprises n'est pas encore effective. Néanmoins, il importe de noter que quatre (4) pays sur les huit (8) que compte l'Union sont déjà notés par des agences internationales de notation. Ces pays sont le Bénin, le Burkina Faso, le Mali et le Sénégal. La mise en place d'un système de notation, reconnu internationalement, sur le marché financier régional, passe préalablement par la notation de l'ensemble des pays de la zone. L'importance de l'avènement d'un tel système réside dans les nombreuses possibilités qu'il peut offrir à l'ensemble des acteurs du marché financier. Il importe dès lors d'en définir les objectifs, les moyens ainsi que les modalités de fonctionnement.

### 3.3.1 Objectifs

Les objectifs poursuivis à travers l'instauration d'un système de notation sur le marché financier de l'UMOA tiennent à la nécessité de la protection des épargnants et à un souci d'approfondissement du marché.

Les notes publiées par les agences de notation sur les entreprises fournissent aux épargnants une base de sélection des risques du marché. Ainsi, les épargnants en connaissant le niveau de risque lié à un titre, opèrent leur choix suivant leur degré de tolérance au risque. La notation peut alors constituer une alternative à l'exigence des garanties. En effet, la notation constitue une forme de couverture pour l'investisseur qui connaît a priori les risques inhérents aux investissements qu'il réalise.

L'objectif visé par la sélection des risques du marché, est l'approfondissement du marché financier actuel. Ainsi, l'acceptation de cette norme de sélection des risques par les investisseurs aura pour incidence un accroissement du nombre et du volume des émissions. En effet, les entreprises seront portées à adopter des attitudes de bonne gouvernance afin de bénéficier de bonnes notes et pouvoir émettre dans des proportions plus importantes.

Les effets induits par la notation se traduiront également sur la durée des placements.

La mise en place d'un système de notation financière des entreprises requiert des moyens non négligeables.

### 3.3.2 Les moyens

Les moyens nécessaires à l'établissement d'un système de notation partent de la qualification des ressources humaines à l'efficacité des méthodes internes d'évaluation et font également intervenir la fiabilité des outils informatiques et la nécessité d'une indépendance de décision de l'agence de notation. Les notes publiées par les agences de notation, même si elles ne reflètent qu'un jugement d'une agence donnée, orientent fondamentalement le choix des investisseurs. De ce fait, elles peuvent être à l'origine de décisions trompeuses et entamer fortement la crédibilité du marché si un grand nombre d'investisseurs opéraient leur choix sur la base des notes qu'elles ont attribuées. Il importe donc de s'assurer du niveau de qualification des équipes d'analyse des agences de notation.

La méthodologie de notation, même si elle est propre à chaque agence, doit respecter les principes de base de gestion. Ces principes devront, de ce fait, être validés par le régulateur qui s'assurera de la conformité des différentes méthodologies produites par les agences de notation.

Les critères d'évaluation des émetteurs doivent également être clairement précisés.

Il est tout aussi important que les agences de notation disposent d'outils informatiques performants et adaptés afin d'accomplir efficacement leur travail.

Facteur déterminant dans ce secteur d'activité, l'indépendance financière des agences de notation vis-à-vis des émetteurs pour la crédibilité des notes diffusées par ces derniers. Il convient de noter que la première notation peut n'avoir lieu qu'à

l'initiative de l'entreprise émettrice, ou au contraire à l'initiative de l'agence sans demande de l'entreprise. Dans ce dernier cas, la relation commence par une notation « sauvage », qui est ultérieurement intégrée dans le cadre d'une relation normale. La liberté d'action conférée aux agences de notation, en raison de leur indépendance d'analyse et de jugement, nécessite la justification par ces derniers d'une surface financière confortable impérative à l'exercice de leur activité .

L'exercice de la notation requiert donc des conditions à réunir avant d'être reconnue par les autorités de régulation du marché financier. L'admission des agences repose de ce fait sur des critères qu'il convient de préciser.

### **3.3.3 L'admission des agences**

L'activité de notation, comme soulignée précédemment est d'une grande importance pour les investisseurs dans leur décision d'investissement. Sur notre marché financier où cette pratique n'est pas encore effective, il importe de définir les critères d'admission des agences afin d'atteindre les objectifs poursuivis. Ces critères devront tenir compte de ceux appliqués sur les grandes places financières et des contraintes spécifiques à la zone.

A la "Securities and Exchange Commission" aux Etats-Unis, les critères de reconnaissance des agences de notation tiennent compte des opérations réalisées par l'agence, de sa position concurrentielle et d'autres facteurs spécifiques. Le seul véritable indicateur sur lequel elle s'appuie est de savoir si les notes de l'agence sont reconnues comme étant crédibles et fiables par les plus importants émetteurs de titres notés. La commission évalue également la capacité de l'organisation en tenant compte notamment, de la structure organisationnelle de l'agence, des ressources financières de l'organisation, de la taille et de la qualité de l'équipe de notation, de l'indépendance des agences vis-à-vis des entreprises notées, des procédures de notation de l'agence et si l'agence a des procédures internes pour prévenir la mauvaise utilisation de l'information non publique et si ces procédures sont respectées.

Le CREPMF devra donc s'appuyer sur ces critères pour définir les siens en tenant compte des spécificités propres à la zone. Il devra notamment tenir compte du caractère intégrationniste du marché financier et de sa jeunesse pour définir ses critères d'admission. La définition de ces critères devra s'accompagner de mesures légales qui sont des préalables pour assurer le bon fonctionnement du système de notation dans la zone et protéger les agences de notation des interférences externes telles que les pouvoirs politiques.

### **3.3.4 Préalables**

La bonne marche du mécanisme de notation dans l'UMOA nécessite la mise à jour des textes réglementaires.

#### **3.3.4.1 Modification de la réglementation**

L'avènement d'un système de notation sur le marché financier régional implique pour le Conseil Régional l'intégration de cette nouvelle notion dans ses textes afin d'en réglementer l'exercice. Il devra notamment préciser le caractère exigible ou non de la notation dans le cadre des émissions de titres d'emprunt. Le Conseil Régional

aura également la charge de définir le champ d'intervention des agences de notation qui seront autorisées à exercer dans l'Union. Il précisera à travers les critères d'admission soulignés plus haut, la qualité des membres des équipes de notation, l'exigence de l'autonomie financière des agences de notation et leur indépendance vis-à-vis des entreprises qu'elles noteront. Les textes préciseront également si la pratique de la notation "sauvage" peut être admise ainsi que les modalités commerciales entre les agences de notation et leurs clients.

Le CREPMF devra enfin établir des procédures de contrôle des agences qui seront autorisées à exercer afin de mieux suivre leurs activités. La révision des textes qui va suivre l'introduction d'un système de notation dans l'Union, soulèvera le problème de la nature des agences à admettre.

#### **3.3.4.2 Enregistrement des agences**

Le Conseil Régional dans l'élaboration des textes, mentionnera si les agences de notation doivent être des entités de l'Union à l'image des intervenants commerciaux que sont les SGI, ou si le marché doit être ouvert aux agences étrangères. Il importera également au régulateur d'entrevoir l'opportunité d'un marché de notation fortement ou faiblement concurrentiel parce qu'il y va de la crédibilité des notes qui seront émises. La jeunesse de notre marché nécessite sans doute une ouverture pour attirer les capitaux étrangers. Cette nécessité d'ouverture doit donc être prise en compte par le Conseil Régional dans la formulation des conditions d'enregistrement des agences.

Il est indispensable pour le marché financier régional que le marché de la notation soit ouvert afin d'assurer une crédibilité des notes qui seront diffusées sur le plan international. La qualité de la signature d'un émetteur est généralement perçue à travers les notes publiées.

#### **3.3.4.3 La publication des notes**

La publication de la note est la dernière étape du processus de notation. L'agence de notation procède à la publication de la note en utilisant tous les supports de communication disponibles afin d'en assurer une plus grande diffusion. Certaines notes, sur demande de l'entreprise émettrice, peuvent ne pas être publiées.

Le régulateur devra circonscrire cet aspect de la publication du point de vue réglementaire pour éviter les conflits entre émetteurs et agences de notation. Ainsi, les agences avant toute publication de note relative à une entité basée dans l'Union devront préalablement informer le Conseil Régional afin que celui-ci s'assure que toutes les diligences ont été respectées.

Après la publication des notes, les agences de notation assurent un suivi des émetteurs afin de mettre à jour les notes attribuées.

#### **3.3.5 Révision du risque et collecte périodique des informations**

Le processus de notation ne se limite pas seulement à l'attribution d'une note. En effet, les agences de notation procèdent périodiquement à une révision des notes attribuées aux émetteurs. Cette révision qui tient compte de l'évolution des fondamentaux de l'émetteur est partie intégrante de la relation commerciale qui lie

l'émetteur à l'agence de notation. Elle s'appuie également sur les facteurs de risque internes et externes à l'émetteur.

Pour ce faire, les agences procèdent à une collecte périodique de données sur les émetteurs. La fiabilité des informations collectées constitue un facteur important dans le cadre de ces évaluations. Il importera, de ce fait, au régulateur de s'assurer de la qualité des informations utilisées par les agences de notation dans le cadre de leur activité.

Le marché financier régional, à l'image des autres marchés financiers, se prête bien à l'activité de la notation financière. Cependant, compte tenu de certaines contraintes liées à l'absence d'une culture boursière, il importera aux autorités du marché financier de tout mettre en œuvre afin que les populations de l'Union soient informées du mécanisme de la notation et de l'intérêt de cette pratique.

Après cette ébauche de propositions, il importe de formuler des recommandations pour une mise en application de la réforme proposée.

Toutefois, avant la formulation de recommandations, il convient de relever les limites à la présente étude.

## Titre IV- Limites

La conduite de l'étude sur la réforme des garanties et l'introduction d'un système de notation sur le marché financier de l'UMOA a nécessité certaines hypothèses qu'ils convient de relever ici au risque d'altérer la portée des recommandations.

Ainsi, une seule matrice de taux de sortie a été utilisée pour l'illustration des coûts de garanties. Il aurait fallu un nombre significatif de SGI pour conforter les résultats même si la détermination qui en a été faite reste correcte dans le fonds.

La cartographie des risques du marché établie sur la base des indices sectoriels de la BRVM est limitée en ce que la répartition des entreprises ayant servi à la confection de ces indices est inégale sur le territoire de l'Union.

## Titre V- Recommandations

La présente étude a permis de poser un diagnostic sur les garanties exigées dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne. Ce diagnostic a permis d'identifier et d'évaluer des alternatives dont les plus pertinentes seront traduites à travers les points ci-après:

- 1- que les autorités du marché financier s'orientent vers une dispense de l'exigence des garanties à première demande pour une catégorie d'émetteurs:
  - les institutions financières internationales,
  - les banques régionales ou sous régionales de développement,
  - les établissements de crédit et autres institutions financières de sous certaines conditions,
  - d'autres émetteurs de qualité ayant une signature reconnue,
- 2- donner la possibilité aux émetteurs de produire des sûretés en complément des garanties partielles,
- 3- laisser la production de garanties à la discrétion de l'émetteur après la période de grâce,
- 4- instaurer également l'exigence de la notation à l'occasion des émissions d'emprunts obligataires,
- 5- inciter les Etats non encore notés de la zone, à le faire avant le démarrage des activités de notation,
- 6- modifier le cadre réglementaire avec l'avènement de l'instauration d'un système de notation,
- 7- procéder à une large campagne de sensibilisation pour accompagner l'ensemble des réformes qui seront entreprises compte tenu de la méconnaissance de ces nouveaux outils.

## Titre VI- Conclusions

La présente étude a permis de mettre en relief les limites des garanties à première demande exigées dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne sur le marché financier de l'UMOA. En effet, l'étude établit de façon effective l'importance des coûts des garanties et la difficulté de les obtenir. L'analyse de la répartition des risques dans le marché révèle un niveau de risque important supporté par un nombre restreint d'organismes de garantie. L'incidence à terme de l'exigence des garanties à première demande sur le fonctionnement du marché se traduit par des taux de sortie qui se révèlent non compétitifs en comparaison au financement bancaire.

L'analyse du marché obligataire, faite concomitamment à celle de l'exigence des garanties révèle, de ce fait, un marché peu profond et une détermination aléatoire de la prime de risque.

Le recours à la notation se révèle dans cette situation d'un intérêt réel lorsque l'on envisage l'optique de la dispense de garanties. En effet, l'instauration d'un système de notation constituera un puissant levier en terme d'alternative à l'exigence des garanties sur le marché financier régional.

Il revient donc au régulateur de procéder à la présente réforme tout en laissant aux émetteurs, en dehors de ceux qui sont dispensés et qui sont soumis à une obligation de produire une garantie à 100 %, le soin de proposer les garanties qu'ils souhaitent donner dans le cadre des emprunts obligataires par appel public à l'épargne.

## BIBLIOGRAPHIE

### Revue documentaire

- « Financial Markets and Institutions », Jeff MADURA (4th Edition), page 2
- Options, Futures and Exotic Derivatives, Page 4, by Eric BRYSS- Mondher BELLELAH,
- The Hand Book of Risk, Page 75 (chap 6), Edited by BEN WARWICK
- Note de Présentation : « Notation Financière : quelle stratégie pour le Gouvernement Camerounais », BABISSAKANA
- Note de Présentation : « Les Obligations des Entreprises et la Notation », AMENOUNVE Edoh Kossi, Ph.D.
- Textes du CREPMF
- Statistiques BCEAO au 31 décembre 2002
- Actes de la troisième conférence interrégionale sur la gestion de la dette Genève du 3 au 6 décembre 2001

### Internet

- [www.crepmf.org](http://www.crepmf.org)
- [www.brvm.org](http://www.brvm.org)
- [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- [www.amf-france.fr](http://www.amf-france.fr)
- [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- [www.moodys.com](http://www.moodys.com)
- [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
- [www.izf.net](http://www.izf.net)
- [www.francetresor.gouv.fr](http://www.francetresor.gouv.fr)
- [www.cbf.be](http://www.cbf.be)
- [www.lexpress.fr](http://www.lexpress.fr)

### Entretiens directs avec des acteurs du marché

- Responsable du développement du MFR de la BRVM,
- Contrôleur interne de la SGI SOGEBOURSE,
- Négociateur de la SGI BICIBOURSE,
- Négociateur de la SGI EIC BOURSE

CESAG - BIBLIOTHEQUE

**ANNEXES**

UMOA - SITUATION DES INSTITUTIONS MONETAIRES

	1999		2000		2001			2002		
	Déc.	Déc.	Mars	Jun	Sept.	Déc.	Mars	Jun	Sept.	Déc.
Millions de francs CFA										
Avoirs extérieurs nets	1 135 343,1	1 492 080,2	1 718 941,1	1 794 799,8	1 685 497,9	2 162 272,7	2 513 811,5	2 449 495,9	2 433 203,2	2 850 889,7
Banque Centrale	1 043 098,9	1 348 194,6	1 501 636,6	1 615 175,1	1 532 542,1	2 000 831,4	2 241 703,5	2 255 502,8	2 262 287,9	2 597 122,2
Banques	92 244,2	143 885,6	217 304,5	179 624,7	152 955,8	161 441,3	272 108,0	193 993,1	170 915,3	253 767,5
Crédit Intérieur	3 632 004,8	3 696 815,2	3 631 132,9	3 559 922,8	3 576 612,0	3 760 093,7	3 629 711,7	3 688 857,6	3 686 133,9	3 876 146,2
Position nette des Gouvernements	1 180 959,4	1 000 276,0	969 783,4	869 022,2	921 936,9	887 274,1	915 658,6	900 155,4	855 831,8	833 722,1
Crédits à l'économie	2 451 045,4	2 696 539,2	2 661 349,5	2 690 900,6	2 654 675,1	2 872 819,6	2 714 053,1	2 788 702,2	2 830 302,1	3 042 424,1
Crédits de campagne	91 306,0	88 894,0	121 883,4	127 690,0	106 239,5	149 770,0	162 518,0	201 177,0	160 235,0	181 459,1
Crédits ordinaires	2 359 739,4	2 607 645,2	2 539 466,1	2 563 210,6	2 548 435,6	2 723 049,6	2 551 535,1	2 587 525,2	2 670 067,1	2 860 965,0
dont : douteux et litigieux	109 081,0	114 518,0	123 132,4	132 840,6	130 997,0	139 193,7	135 072,9	131 155,3	135 969,9	131 533,9
<b>ACTIF = PASSIF</b>	<b>4 767 347,9</b>	<b>5 188 895,4</b>	<b>5 350 074,0</b>	<b>5 354 722,6</b>	<b>5 262 109,9</b>	<b>5 922 366,4</b>	<b>6 143 523,2</b>	<b>6 138 353,5</b>	<b>6 119 337,1</b>	<b>6 727 035,9</b>
Masse monétaire	3 988 318,2	4 251 697,3	4 360 595,8	4 345 064,0	4 252 304,5	4 737 796,1	4 949 712,9	4 958 770,9	4 950 297,8	5 475 161,3
Circulation fiduciaire	1 361 154,8	1 464 644,2	1 480 917,9	1 442 802,3	1 357 166,5	1 704 427,2	1 700 605,3	1 642 651,5	1 593 030,2	2 012 969,3
Dépôts en CCP	18 772,1	23 423,5	20 680,3	21 285,2	22 940,2	23 571,2	28 612,7	28 806,6	23 014,2	22 461,2
Dépôts en CNE	23 753,5	27 386,1	29 681,4	30 899,8	31 015,1	30 702,8	32 682,4	34 167,7	34 176,6	34 115,7
Dépôts en banque	2 584 637,8	2 736 243,5	2 829 316,2	2 850 076,7	2 841 182,7	2 979 094,9	3 187 812,5	3 253 145,1	3 300 076,8	3 405 615,1
Sociétés d'Etat et EPIC	321 633,2	257 562,4	255 143,4	261 803,3	268 723,6	298 758,4	355 797,1	300 480,5	305 973,1	290 492,1
- à vue	202 746,2	157 503,4	159 898,4	166 098,3	169 893,6	193 042,4	266 454,1	214 949,5	211 488,1	199 444,1
- à terme	118 887,0	100 059,0	95 245,0	95 705,0	98 830,0	105 716,0	89 343,0	85 531,0	94 485,0	91 048,0
Particuliers et entreprises privées	2 263 004,6	2 478 681,1	2 574 172,8	2 588 273,4	2 572 459,1	2 680 336,5	2 832 015,4	2 952 664,6	2 994 103,7	3 115 123,0
- à vue	1 215 729,4	1 310 623,5	1 328 231,9	1 333 675,1	1 297 537,0	1 412 450,5	1 470 210,3	1 548 960,0	1 514 747,8	1 598 576,6
- à terme	1 047 275,2	1 168 057,6	1 245 940,9	1 254 598,3	1 274 922,1	1 267 886,0	1 361 805,1	1 403 704,6	1 479 355,9	1 516 546,4
Autres postes nets	779 029,7	937 198,1	989 478,2	1 009 658,6	1 009 805,4	1 184 570,3	1 193 810,3	1 179 582,6	1 169 039,3	1 251 874,6
<b>POUR MEMOIRE</b>										
- Crédit à court terme	1 620 948,3	1 821 999,0	1 779 948,4	1 787 839,9	1 751 895,8	1 969 827,2	1 814 808,9	1 886 825,2	1 943 699,1	2 142 014,9
- Crédit à moyen et long terme	830 097,1	874 540,2	881 401,1	903 060,7	902 779,3	902 992,4	899 244,2	901 877,0	886 603,0	900 409,2
Dépôts/crédits bancaires (en %)	105,5	101,5	106,3	105,9	107,0	102,5	111,7	110,9	111,9	109,2
Source : BCEAO.										

A.39



### Coûts des garanties sur le Marché Financier Régional (hors frais d'intermédiation et de bourse)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Encours	Coût de la garantie	Coût de la garantie	Coût de la garantie
	Aj	Ajx0,07	Aj/3		Hypothèse 0,5%	Hypothèse 1%	Hypothèse 2%
	Aj	Bj	Cj	Dj	Ej	Fj	Gj
					(Aj+Bj)x0,5/100	(Aj+Bj)x1/100	(Aj+Bj)x2/100
1	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
2	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	6 666 666 667	53 500 000	107 000 000	214 000 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	3 333 333 333	35 666 667	71 333 333	142 666 667
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	0	17 833 333	35 666 667	71 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>		<b>214 000 000</b>	<b>428 000 000</b>	<b>856 000 000</b>

Réinvestissement des flux intermédiaires au taux de 5% - Hypothèse 1%

Année	Amortissements	Capitalisations	Intérêts	Intérêts capitalisés	Coût de la garantie	Garanties capitalisées
	Hj	Amortissements				
		Hjx(1,05)^(5-j)		L	Jj	Jjx(1,05)^(6-j)
		K				M
1			700 000 000	850 854 375	107 000 000	136 562 127
2			700 000 000	810 337 500	107 000 000	130 059 169
3	3 333 333 333	3 675 000 000	700 000 000	771 750 000	107 000 000	123 865 875
4	3 333 333 333	3 500 000 000	466 666 667	490 000 000	71 333 333	78 645 000
5	3 333 333 333	3 333 333 333	233 333 333	233 333 333	35 666 667	37 450 000
<b>Total</b>		<b>10 508 333 333</b>		<b>3 156 275 208</b>		<b>506 582 171</b>

Encaissement debut première année **A1-F1** **9 893 000 000** **N**

Décaissement global fin 5ème Année **O** **14 171 190 713** **O**

**Somme (K+L+M)**

**Taux de sortie global** **7,45%**

**(O/N)^(1/5)-1**

### Coûts des garanties sur le Marché Financier Régional (hors frais d'intermédiation et de bourse)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Encours	Coût de la garantie	Coût de la garantie	Coût de la garantie
	Aj Aj	Ajx0,07 Bj	Aj/3 Cj	Aj-Cj Dj	Hypothèse 0,5% (Aj+Bj)x0,5/100 Ej	Hypothèse 1% (Aj+Bj)x1/100 Fj	Hypothèse 2% (Aj+Bj)x2/100 Gj
1	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
2	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	6 666 666 667	53 500 000	107 000 000	214 000 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	3 333 333 333	35 666 667	71 333 333	142 666 667
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	0	17 833 333	35 666 667	71 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>		<b>214 000 000</b>	<b>428 000 000</b>	<b>856 000 000</b>

Réinvestissement des flux intermédiaires au taux de 5% - Hypothèse 2%

Année	Amortissements	Capitalisations	Intérêts	Intérêts capitalisés	Coût de la garantie	Garanties capitalisées
	Hj	Amortissements Hjx(1,05)^(5-j) K	Ij	Ijx(1,05)^(5-j) L	Hypothèse 2% Jj	Hypothèse 2% Jjx(1,05)^(6-j) M
1			700 000 000	850 854 375	214 000 000	273 124 254
2			700 000 000	810 337 500	214 000 000	260 118 338
3	3 333 333 333	3 675 000 000	700 000 000	771 750 000	214 000 000	247 731 750
4	3 333 333 333	3 500 000 000	466 666 667	490 000 000	142 666 667	157 290 000
5	3 333 333 333	3 333 333 333	233 333 333	233 333 333	71 333 333	74 900 000
<b>Total</b>		<b>10 508 333 333</b>		<b>3 156 275 208</b>		<b>1 013 164 342</b>

Encaissement debut  
première année

**A1-G1**

Décaissement global  
fin 5ème Année

**Somme (K+L+M)**

Taux de sortie global  
 $(O/N)^{(1/5)-1}$

8,45%

### Frais d'Intermédiation et d'Introduction en Bourse (Commissions)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Services financiers sur coupons	Services financiers sur amortissements	Services financiers réinvestis	
				$0,02\% \times B_j$ Dj	$0,1\% \times C_j$ Ej	$8,00\%$ $D_j \times (1,08)^{(5-j)}$ Hj	$8,00\%$ $E_j \times (1,08)^{(5-j)}$ lj
	Aj	Bj	Cj				
1	10 000 000 000	700 000 000	0	140 000	0	190 468	0
2	10 000 000 000	700 000 000	0	140 000	0	176 360	0
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	140 000	3 333 333	163 296	3 888 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	93 333	3 333 333	100 800	3 600 000
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	46 667	3 333 333	46 667	3 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>	<b>560 000</b>	<b>10 000 000</b>	<b>677 591</b>	<b>10 821 333</b>

Commissions Fixes	Taux Fj	Montant A1xFj Gj	Montants réinvestis taux 5% $G_j \times (1,05)^5$ Kj
Commissions Placement	1,50%	150 000 000	220 399 212
Commissions Arrangeur	1,00%	100 000 000	146 932 808
Campagne de communication	1,78%	178 000 000	261 540 398
Frais CREPMF	0,33%	33 000 000	48 487 827
Frais BRVM	0,46%	46 000 000	67 589 092
<b>Total</b>		<b>507 000 000</b>	<b>744 949 335</b>

### Coûts des garanties sur le Marché Financier Régional (tous frais compris)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Encours	Coût de la garantie	Coût de la garantie	Coût de la garantie
	Aj Aj	Ajx0,07 Bj	Aj/3 Cj	Aj-Cj Dj	Hypothèse 0,5% (Aj+Bj)x0,5/100 Ej	Hypothèse 1% (Aj+Bj)x1/100 Fj	Hypothèse 2% (Aj+Bj)x2/100 Gj
1	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
2	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	6 666 666 667	53 500 000	107 000 000	214 000 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	3 333 333 333	35 666 667	71 333 333	142 666 667
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	0	17 833 333	35 666 667	71 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>		<b>214 000 000</b>	<b>428 000 000</b>	<b>856 000 000</b>

Réinvestissement des flux intermédiaires au taux de 5% - Hypothèse 0,5%

Année	Amortissements	Capitalisations	Intérêts	Intérêts capitalisés	Coût de la garantie	Garanties capitalisées
	Hj	Amortissements Hjx(1,05)^(5-j) K	Ij	Ijx(1,05)^(5-j) L	Hypothèse 0,5% Jj	Hypothèse 0,5% Jjx(1,05)^(6-j) M
1			700 000 000	850 854 375	53 500 000	68 281 064
2			700 000 000	810 337 500	53 500 000	65 029 584
3	3 333 333 333	3 675 000 000	700 000 000	771 750 000	53 500 000	61 932 938
4	3 333 333 333	3 500 000 000	466 666 667	490 000 000	35 666 667	39 322 500
5	3 333 333 333	3 333 333 333	233 333 333	233 333 333	17 833 333	18 725 000
<b>Total</b>		<b>10 508 333 333</b>		<b>3 156 275 208</b>		<b>253 291 085</b>

Encaissement debut  
première année

**A1-E1-Total Commissions Fixes**

Décaissement global  
fin de période

**Somme (K+L+M)+Total Commissions(Hj+Ij+Kj)**

**Taux de sortie global** 9,22%

$(O/N)^{(1/5)-1}$

### Coûts des garanties sur le Marché Financier Régional (tous frais compris)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Encours	Coût de la garantie	Coût de la garantie	Coût de la garantie
	Aj Aj	Ajx0,07 Bj	Aj/3 Cj		Hypothèse 0,5% (Aj+Bj)x0,5/100	Hypothèse 1% (Aj+Bj)x1/100	Hypothèse 2% (Aj+Bj)x2/100
				Dj	Ej	Fj	Gj
1	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
2	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	6 666 666 667	53 500 000	107 000 000	214 000 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	3 333 333 333	35 666 667	71 333 333	142 666 667
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	0	17 833 333	35 666 667	71 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>		<b>214 000 000</b>	<b>428 000 000</b>	<b>856 000 000</b>

Réinvestissement des flux intermédiaires au taux de 5% - Hypothèse 1%

Année	Amortissements	Capitalisations	Intérêts	Intérêts capitalisés	Coût de la garantie	Garanties capitalisées
	Hj	Amortissements Hjx(1,05)^(5-j) K	Ij	Ijx(1,05)^(5-j) L	Hypothèse 1% Jj	Hypothèse 1% Jjx(1,05)^(6-j) M
1			700 000 000	850 854 375	107 000 000	136 562 127
2			700 000 000	810 337 500	107 000 000	130 059 169
3	3 333 333 333	3 675 000 000	700 000 000	771 750 000	107 000 000	123 865 875
4	3 333 333 333	3 500 000 000	466 666 667	490 000 000	71 333 333	78 645 000
5	3 333 333 333	3 333 333 333	233 333 333	233 333 333	35 666 667	37 450 000
<b>Total</b>		<b>10 508 333 333</b>		<b>3 156 275 208</b>		<b>506 582 171</b>

Encaissement debut 9 386 000 000 N

première année

**A1-F1-Total Commissions Fixes**

Décaissement global 14 927 638 972 O

fin de période

**Somme (K+L+M)+Total Commissions(Hj+Ij+Kj)**

Taux de sortie global 9,72%

$(O/N)^{(1/5)}-1$

### Coûts des garanties sur le Marché Financier Régional (tous frais compris)

Année	Principal	Intérêts	Amortissements	Encours	Coût de la garantie Hypothèse 0,5% (Aj+Bj)x0,5/100	Coût de la garantie Hypothèse 1% (Aj+Bj)x1/100	Coût de la garantie Hypothèse 2% (Aj+Bj)x2/100
	Aj	Ajx0,07 Bj	Aj/3 Cj				
1	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
2	10 000 000 000	700 000 000	0	10 000 000 000	53 500 000	107 000 000	214 000 000
3	10 000 000 000	700 000 000	3 333 333 333	6 666 666 667	53 500 000	107 000 000	214 000 000
4	6 666 666 667	466 666 667	3 333 333 333	3 333 333 333	35 666 667	71 333 333	142 666 667
5	3 333 333 333	233 333 333	3 333 333 333	0	17 833 333	35 666 667	71 333 333
<b>Total</b>		<b>2 800 000 000</b>	<b>10 000 000 000</b>		<b>214 000 000</b>	<b>428 000 000</b>	<b>856 000 000</b>

Réinvestissement des flux intermédiaires au taux de 5% - Hypothèse 2%

Année	Amortissements	Capitalisations Amortissements	Intérêts	Intérêts capitalisés	Coût de la garantie Hypothèse 2%	Garanties capitalisées Hypothèse 2%
	Hj	Hjx(1,05)^(5-j) K	Ij	Ijx(1,05)^(5-j) L	Jj	Jjx(1,05)^(6-j) M
1			700 000 000	850 854 375	214 000 000	273 124 254
2			700 000 000	810 337 500	214 000 000	260 118 338
3	3 333 333 333	3 675 000 000	700 000 000	771 750 000	214 000 000	247 731 750
4	3 333 333 333	3 500 000 000	466 666 667	490 000 000	142 666 667	157 290 000
5	3 333 333 333	3 333 333 333	233 333 333	233 333 333	71 333 333	74 900 000
<b>Total</b>		<b>10 508 333 333</b>		<b>3 156 275 208</b>		<b>1 013 164 342</b>

Encaissement debut : **9 279 000 000**      **N**

**A1-G1-Total Commissions Fixes**

Décaissement global fin de période : **15 434 221 143**      **O**

**Somme (K+L+M)+Total Commissions(Hj+Ij+Kj)**

**Taux de sortie global** : **10,71%**

**(O/N)^(1/5)-1**

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE  
Indice BRVM 10

Volatilité Indice BRVM 10

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,002357
m'	=somme(L')	0,127271
d	=m'/(N-1)	0,002357
variance	=d*8	0,018855
volatilité	=variance^0.5	13,731%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = ( L - m ) <sup>2</sup>
100,44	0,0000	0,000000	0,000000
92,63	0,9222	-0,080947	0,006552
89,96	0,9712	-0,029248	0,000855
89,95	0,9999	-0,000111	0,000000
92,07	1,0236	0,023295	0,000543
91,91	0,9983	-0,001739	0,000003
97,08	1,0563	0,054726	0,002995
90,32	0,9304	-0,072176	0,005209
89,55	0,9915	-0,008562	0,000073
86,90	0,9704	-0,030039	0,000902
86,19	0,9918	-0,008204	0,000067
86,25	1,0007	0,000696	0,000000
86,06	0,9978	-0,002205	0,000005
84,47	0,9815	-0,018648	0,000348
78,73	0,9320	-0,070372	0,004952
75,88	0,9638	-0,036871	0,001359
76,67	1,0104	0,010357	0,000107
77,03	1,0047	0,004684	0,000022
77,27	1,0031	0,003111	0,000010
75,21	0,9733	-0,027022	0,000730
72,33	0,9617	-0,039045	0,001525
73,36	1,0142	0,014140	0,000200
73,02	0,9954	-0,004645	0,000022
83,42	1,1424	0,133155	0,017730
79,68	0,9552	-0,045869	0,002104
72,63	0,9115	-0,092641	0,008582
73,01	1,0052	0,005218	0,000027
72,91	0,9986	-0,001371	0,000002
72,22	0,9905	-0,009509	0,000090
71,76	0,9936	-0,006390	0,000041
84,11	1,1721	0,158798	0,025217
77,10	0,9167	-0,087022	0,007573

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE  
Indice BRVM Composite ©

Volatilité Indice Composite

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,001831
m'	=somme(L')	0,098863
d	=m'/(N-1)	0,001831
variance	=d*8	0,014646
volatilité	=variance^0.5	12,102%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = (L - m)²
97,78	0,0000	0,000000	0,000000
89,53	0,9156	-0,088146	0,007770
87,35	0,9757	-0,024651	0,000608
87,13	0,9975	-0,002522	0,000006
87,68	1,0063	0,006293	0,000040
87,70	1,0002	0,000228	0,000000
91,34	1,0415	0,040667	0,001654
86,25	0,9443	-0,057339	0,003288
84,83	0,9835	-0,016601	0,000276
83,21	0,9809	-0,019282	0,000372
87,74	1,0544	0,053010	0,002810
82,19	0,9367	-0,065344	0,004270
82,16	0,9996	-0,000365	0,000000
80,00	0,9737	-0,026642	0,000710
75,40	0,9425	-0,059219	0,003507
73,30	0,9721	-0,028247	0,000798
73,69	1,0053	0,005306	0,000028
73,92	1,0031	0,003116	0,000010
74,76	1,0114	0,011300	0,000128
73,01	0,9766	-0,023687	0,000561
71,66	0,9815	-0,018664	0,000348
71,62	0,9994	-0,000558	0,000000
71,38	0,9966	-0,003357	0,000011
77,88	1,0911	0,087151	0,007595
74,74	0,9597	-0,041154	0,001694
69,63	0,9316	-0,070820	0,005015
69,40	0,9967	-0,003309	0,000011
68,65	0,9892	-0,010866	0,000118
68,03	0,9910	-0,009072	0,000082
67,53	0,9927	-0,007377	0,000054
77,46	1,1470	0,137190	0,018821
73,23	0,9454	-0,056157	0,003154
71,57	0,9773	-0,022929	0,000526

## PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Industries

Volatilité Indice BRVM Industries (Ind)

## RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,001650
m'	=somme(L')	0,089096
d	=m'/(N-1)	0,001650
variance	=d*8	0,013199
volatilité	=variance^0,5	11,489%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = ( L - m ) <sup>2</sup>
101,07	0,0000	0,000000	0,000000
94,52	0,9352	-0,067002	0,004489
91,99	0,9732	-0,027132	0,000736
92,42	1,0047	0,004664	0,000022
94,42	1,0216	0,021410	0,000458
92,18	0,9763	-0,024010	0,000576
97,27	1,0552	0,053747	0,002889
86,23	0,8865	-0,120472	0,014514
84,32	0,9778	-0,022399	0,000502
84,39	1,0008	0,000830	0,000001
84,81	1,0050	0,004965	0,000025
83,96	0,9900	-0,010073	0,000101
84,10	1,0017	0,001666	0,000003
81,60	0,9703	-0,030177	0,000911
78,50	0,9620	-0,038731	0,001500
76,45	0,9739	-0,026462	0,000700
76,42	0,9996	-0,000392	0,000000
77,28	1,0113	0,011191	0,000125
78,31	1,0133	0,013240	0,000175
75,56	0,9649	-0,035748	0,001278
76,20	1,0085	0,008434	0,000071
76,75	1,0072	0,007192	0,000052
75,49	0,9836	-0,016553	0,000274
80,98	1,0727	0,070202	0,004928
76,66	0,9467	-0,054822	0,003005
74,16	0,9674	-0,033155	0,001099
71,76	0,9676	-0,032898	0,001082
73,46	1,0237	0,023414	0,000548
72,63	0,9887	-0,011363	0,000129
72,31	0,9956	-0,004416	0,000019
80,23	1,1095	0,103935	0,010803
74,59	0,9297	-0,072891	0,005313
71,29	0,9558	-0,045250	0,002048

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Services Publics

Volatilité Indice BRVM Services Publics (SP)

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,002673
m'	=somme(L')	0,144353
d	=m'/(N-1)	0,002673
variance	=d*8	0,021385
volatilité	=variance^0.5	14,624%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = ( L - m ) <sup>2</sup>
101,22	0,0000	0,000000	0,000000
90,40	0,8931	-0,113052	0,012781
87,61	0,9691	-0,031349	0,000983
87,57	0,9995	-0,000457	0,000000
88,70	1,0129	0,012821	0,000164
89,54	1,0095	0,009426	0,000089
92,88	1,0373	0,036623	0,001341
89,03	0,9585	-0,042335	0,001792
88,48	0,9938	-0,006197	0,000038
87,03	0,9836	-0,016524	0,000273
86,31	0,9917	-0,008307	0,000069
86,44	1,0015	0,001505	0,000002
86,35	0,9990	-0,001042	0,000001
83,81	0,9706	-0,029856	0,000891
74,68	0,8911	-0,115340	0,013303
71,84	0,9620	-0,038771	0,001503
74,53	1,0374	0,036760	0,001351
74,59	1,0008	0,000805	0,000001
73,89	0,9906	-0,009429	0,000089
72,47	0,9808	-0,019405	0,000377
67,54	0,9320	-0,070453	0,004964
68,75	1,0179	0,017757	0,000315
69,47	1,0105	0,010418	0,000109
80,00	1,1516	0,141132	0,019918
81,73	1,0216	0,021394	0,000458
70,97	0,8683	-0,141164	0,019927
72,39	1,0200	0,019811	0,000392
69,60	0,9615	-0,039304	0,001545
68,21	0,9800	-0,020173	0,000407
67,61	0,9912	-0,008835	0,000078
74,78	1,1060	0,100795	0,010160
69,99	0,9359	-0,066198	0,004382
69,16	0,9881	-0,011930	0,000142

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Finance

Volatilité Indice BRVM Finance (Fin)

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,008347
m'	=somme(L')	0,450755
d	=m'/(N-1)	0,008347
variance	=d*s	0,066779
volatilité	=variance^0.5	25,842%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln(Rj)	L' = (L - m)²
104,69	0,0000	0,000000	0,000000
101,67	0,9712	-0,029271	0,000857
102,49	1,0081	0,008033	0,000065
101,45	0,9899	-0,010199	0,000104
101,45	1,0000	0,000000	0,000000
105,92	1,0441	0,043118	0,001859
125,12	1,1813	0,166589	0,027752
115,72	0,9249	-0,078100	0,006100
115,21	0,9956	-0,004417	0,000020
107,07	0,9293	-0,073274	0,005369
107,07	1,0000	0,000000	0,000000
107,07	1,0000	0,000000	0,000000
107,05	0,9998	-0,000187	0,000000
106,36	0,9936	-0,006466	0,000042
106,30	0,9994	-0,000564	0,000000
102,04	0,9599	-0,040900	0,001673
98,01	0,9605	-0,040295	0,001624
98,21	1,0020	0,002039	0,000004
106,95	1,0890	0,085253	0,007268
107,57	1,0058	0,005780	0,000033
108,38	1,0075	0,007502	0,000056
99,77	0,9206	-0,082776	0,006852
101,95	1,0219	0,021615	0,000467
103,65	1,0167	0,016537	0,000273
93,53	0,9024	-0,102738	0,010555
86,72	0,9272	-0,075598	0,005715
90,26	1,0408	0,040010	0,001601
87,38	0,9681	-0,032428	0,001052
90,28	1,0332	0,032650	0,001066
90,44	1,0018	0,001771	0,000003
133,70	1,4783	0,390912	0,152812
125,14	0,9360	-0,066165	0,004378
125,78	1,0051	0,005101	0,000026

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Transports

Volatilité Indice BRVM Transport (Trsp)

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,002186
m'	=somme(L')	0,118038
d	=m'/(N-1)	0,002186
variance	=d*8	0,017487
volatilité	=variance^0.5	13,224%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln(Rj)	L' = (L - m)²
95,96	0,0000	0,000000	0,000000
84,67	0,8823	-0,125170	0,015668
84,54	0,9985	-0,001537	0,000002
81,64	0,9657	-0,034905	0,001218
81,25	0,9952	-0,004789	0,000023
82,63	1,0170	0,016842	0,000284
81,29	0,9838	-0,016350	0,000267
81,02	0,9967	-0,003327	0,000011
77,45	0,9559	-0,045063	0,002031
74,96	0,9679	-0,032678	0,001068
74,96	1,0000	0,000000	0,000000
73,56	0,9813	-0,018853	0,000355
78,98	1,0737	0,071093	0,005054
77,76	0,9846	-0,015567	0,000242
76,38	0,9823	-0,017906	0,000321
75,00	0,9819	-0,018233	0,000332
75,00	1,0000	0,000000	0,000000
74,45	0,9927	-0,007360	0,000054
74,13	0,9957	-0,004307	0,000019
74,05	0,9989	-0,001080	0,000001
75,44	1,0188	0,018597	0,000346
74,64	0,9894	-0,010661	0,000114
74,20	0,9941	-0,005912	0,000035
73,02	0,9841	-0,016031	0,000257
73,02	1,0000	0,000000	0,000000
72,73	0,9960	-0,003979	0,000016
72,90	1,0023	0,002335	0,000005
70,22	0,9632	-0,037455	0,001403
70,22	1,0000	0,000000	0,000000
70,49	1,0038	0,003838	0,000015
86,56	1,2280	0,205367	0,042176
86,56	1,0000	0,000000	0,000000
86,56	1,0000	0,000000	0,000000

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Distribution

Volatilité Indice BRVM Distribution (Dist)		
RESULTATS		
N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,001430
m'	=somme(L')	0,077210
d	=m'/(N-1)	0,001430
variance	=d*8	0,011439
volatilité	=variance^0.5	10,695%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = (L - m)²
95,69	0,0000	0,000000	0,000000
89,69	0,9373	-0,064755	0,004193
86,28	0,9620	-0,038761	0,001502
84,17	0,9755	-0,024759	0,000613
86,43	1,0269	0,026496	0,000702
85,74	0,9920	-0,008015	0,000064
85,80	1,0007	0,000700	0,000000
86,97	1,0136	0,013544	0,000183
86,79	0,9979	-0,002072	0,000004
82,99	0,9562	-0,044771	0,002004
82,99	1,0000	0,000000	0,000000
82,95	0,9995	-0,000482	0,000000
82,65	0,9964	-0,003623	0,000013
81,62	0,9875	-0,012540	0,000157
80,57	0,9871	-0,012948	0,000168
79,70	0,9892	-0,010857	0,000118
79,52	0,9977	-0,002261	0,000005
79,21	0,9961	-0,003906	0,000015
78,46	0,9905	-0,009514	0,000091
77,08	0,9824	-0,017745	0,000315
75,92	0,9850	-0,015164	0,000230
77,11	1,0157	0,015553	0,000242
76,87	0,9969	-0,003117	0,000010
78,06	1,0155	0,015362	0,000236
73,89	0,9466	-0,054900	0,003014
73,49	0,9946	-0,005428	0,000029
64,81	0,8819	-0,125689	0,015798
62,20	0,9597	-0,041105	0,001690
72,49	1,1654	0,153094	0,023438
70,67	0,9749	-0,025427	0,000647
69,55	0,9842	-0,015975	0,000255
67,90	0,9763	-0,024010	0,000576
66,66	0,9817	-0,018431	0,000340

PROGRAMME DE CALCUL DE VOLATILITE

Indice BRVM Agriculture

Volatilité Indlce BRVM Agriculture (Agr)

RESULTATS

N	=nombre(Sj)	55
m	=moyenne(L)	0,005799
m'	=somme(L')	0,313121
d	=m'/(N-1)	0,005799
variance	=d*8	0,046388
volatilité	=variance^0.5	21,538%

Sj	Rj = Sj / Sj-1	L = ln (Rj)	L' = ( L - m )²
94,71	0,0000	0,000000	0,000000
75,70	0,7993	-0,224041	0,050195
76,37	1,0089	0,008812	0,000078
75,75	0,9919	-0,008152	0,000066
66,65	0,8799	-0,127983	0,016380
70,31	1,0549	0,053459	0,002858
75,28	1,0707	0,068300	0,004665
72,78	0,9668	-0,033773	0,001141
68,46	0,9406	-0,061192	0,003744
61,77	0,9023	-0,102832	0,010574
61,77	1,0000	0,000000	0,000000
59,19	0,9582	-0,042665	0,001820
57,67	0,9743	-0,026016	0,000677
55,37	0,9601	-0,040699	0,001656
51,67	0,9332	-0,069161	0,004783
51,70	1,0006	0,000580	0,000000
49,66	0,9605	-0,040258	0,001621
48,80	0,9827	-0,017469	0,000305
49,41	1,0125	0,012423	0,000154
47,44	0,9601	-0,040687	0,001655
47,44	1,0000	0,000000	0,000000
47,72	1,0059	0,005885	0,000035
45,40	0,9514	-0,049838	0,002484
46,16	1,0167	0,016602	0,000276
42,34	0,9172	-0,086381	0,007462
41,10	0,9707	-0,029724	0,000884
40,95	0,9964	-0,003656	0,000013
41,61	1,0161	0,015989	0,000256
39,68	0,9536	-0,047493	0,002256
39,27	0,9897	-0,010386	0,000108
50,96	1,2977	0,260580	0,067902
48,44	0,9505	-0,050715	0,002572
47,40	0,9785	-0,021704	0,000471





# Bulletin Officiel de la Cote

## BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES S.A.

SOCIETE ANONYME AU CAPITAL DE FCFA 596 030 000  
 Siège Social: Abidjan - CÔTE D'IVOIRE  
 Adresse: 18, Rue Joseph Anoma (Rue des Banques) - Abidjan E-mail: brvm@brvm.org  
 Tel: (225) 20 326 685 / 20 326 686 Fax: (225) 20 326 684  
 Site Internet: www.brvm.org

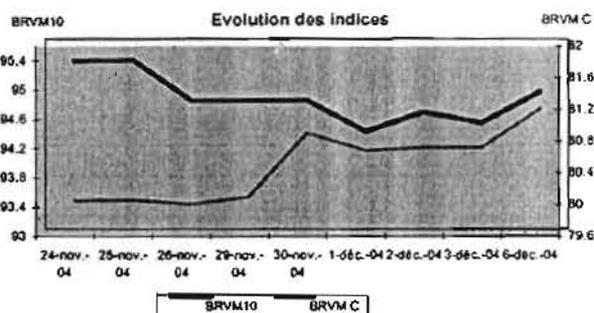
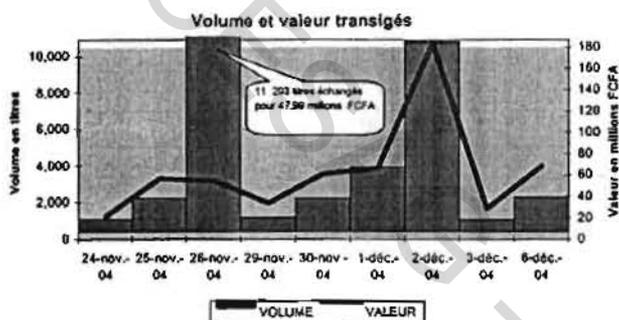
Bulletin du 06 décembre 2004

Vol : 7 N° : 235

Séance du 06 décembre 2004

### Indices de référence

Base = 100 au 15 septembre 1998	Fermeture	Variation		Fermeture Précédente	Capitalisation Boursière en F CFA
		en valeur	en %		
BRVM 10	94.87	0.42	0.44%	94.45	560,953,189,400
BRVM Composite	81.11	0.48	0.60%	80.63	930,499,036,495
Capitalisation du marché obligataire ( en F CFA)					285,022,138,675



### Indices sectoriels

Base = 100 au 14 Juin 1999	Fermeture	Variation		Fermeture Précédente	Nombre de sociétés
		en valeur	en %		
BRVM - Industrie	65.33	0.00	0.00%	65.33	15
BRVM - Services Publics	110.18	0.00	0.00%	110.18	3
BRVM - Finances	116.79	5.40	4.85%	111.39	5
BRVM - Transport	75.36	0.00	0.00%	75.36	3
BRVM - Agriculture	45.98	0.00	0.00%	45.98	5
BRVM - Distribution	66.99	0.00	0.00%	66.99	7
BRVM - Autres Secteurs	85.19	0.00	0.00%	85.19	1

### Sommaire du marché

	Volume Transigé	Valeur Totale Transigée (F CFA)	Nombre de Transactions	Nombre de titres échangés	Titres		
					Gains	Pertes	Inchangés
Actions	1,880	61,332,400	27	10	2	0	8
Obligations	0	0	0	0	0	0	0
Droits	0	0	0	0	0	0	0

Titres les plus actifs				Plus fortes hausses			Plus fortes baisses		
Titres	Volume	Titres	Cours	Variation	Titres	Cours	Variation		
SONATEL SN	1,509	BICI CI	26,500	1500					
BICI CI	260	SGB CI	13,975	975					
SGB CI	30								
SHELL CI	20								
SIVOAI CI	20								

### Indices boursiers internationaux

Places financières africaines	Indices	Clôture 8-déc-04	Variation Séance précédente	Indices au 31-déc-03	Autres places financières	Indices	Clôture 8-déc-04	Variations Séance précédente	Indices au 31-déc-03
CASABLANCA (*)	MADEX	3144.1	0.86%	3174.66	LONDRES (**)	FOOTSIE 100	4721.2	-0.68%	4476.9
LAGOS (*)	NSE	ND	-	20085.05	NEW YORK (*)	DJIA	10592.21	0.07%	10463.9
TUNIS (*)	BVMT	992.85	-0.07%	939.76	TOKYO (**)	NIKKEI 225	10981.96	-0.84%	10676.64

(\*) Indices de la veille

(\*\*) Indices à 11 H GMT

### Coupons annoncés

Symbole	Titre	Coupon		
		Montant net (FCFA)	Date de détachement	Date de paiement

Mentions : NC: Non Coté Ex: Ex-coupon ou Ex-droit SP: Suspendu DIF: Différé



## BOURSE REGIONALE DES VALEURS MOBILIERES S.A.

### Afrique de l'Ouest

SOCIETE ANONYME AU CAPITAL DE F.CFA 596 080 000

Siège Social : Abidjan - COTE D'IVOIRE

Adresse : 18, Rue Joseph ANOMA – 01 BP 3802 Abidjan 01

Tél.: (225) 20 32 66 85 / 20 32 66 86 Fax : (225) 20 32 66 84

Email : [brvm@brvm.org](mailto:brvm@brvm.org)

## AVIS N°85-2004 / BRVM / DG

### Nouvelle composition de l'indice BRVM 10

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières porte à la connaissance des intervenants du marché qu'à l'issue de la révision trimestrielle des Indices boursiers, elle a procédé à la modification de l'indice BRVM 10.

La nouvelle composition se présente comme suit:

1- SONATEL SN	-	SNTS
2- FILTISAC CI	-	FTSC
3- CIE CI	-	CIEC
4- BOA BN	-	BOAB
5- BICI CI	-	BICC
6- SAPH CI	-	SPHC
7- SODE CI	-	SDCC
8- SIVOA CI	-	SIVC
9- PALM CI	-	PALC
10- SITAB CI	-	STBC

Sociétés sortant de l'indice :

NESTLE CI	-	NTLC
SOGB CI	-	SOGC
SGB CI	-	SGBC
SHELL CI	-	SHEC

Sociétés entrant dans l'indice :

BICI CI	-	BICC
SODE CI	-	SDCC
SIVOA CI	-	SIVC
SITAB CI	-	STBC

Par cette mise à jour, la Bourse Régionale continue d'assurer le respect des critères d'éligibilité pour chacun des titres composant l'indice BRVM 10 afin qu'il offre une meilleure représentation de la liquidité du marché.

Fait à Abidjan, le 1<sup>er</sup> octobre 2004





