

République du Sénégal
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche
École Supérieure de Commerce de Dakar (Sénégal)
Groupe SUP DE CO



7, Avenue Faidherbe –BP : 21354 Dakar – Sénégal

MÉMOIRE DE FIN D'ÉTUDES
en vue de l'obtention du diplôme du
« MASTER OF SCIENCE IN MANAGEMENT Option : FINANCE »
PROGRAMME GRANDE ÉCOLE (Bac + 5)

**LE FINANCEMENT DES BANQUES PAR APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE :
CAS DU GROUPE ECOBANK**

Présenté par :
Djeynaba DIAO

Encadreur :
Dr Aliou DIOP
Expert financier

JUILLET 2012

DÉDICACES

Ce travail est dédié :

- À mes parents pour leur soutien inconditionnel durant toute ma scolarité ;
- À mes sœurs, pour qui leur soutien a été pour moi une source d'inspiration ;
- À M. Babacar KANE qui a su me donner les conseils et le soutien nécessaires pour ma réussite personnelle et académique.

REMERCIEMENTS

Je ne saurais commencer ce mémoire de fin d'études sans remercier ceux qui m'ont soutenue durant mon parcours étudiant et durant la rédaction de ce mémoire.

Tout d'abord, mes remerciements vont à mes parents et à mes sœurs. Je ne saurais assez leur dire merci pour tout leur soutien.

Je remercie également Dr Aliou DIOP, expert financier à l'Observatoire de la Qualité des Services Financiers (OQSF) du Ministère de l'Économie et des Finances et professeur au groupe SUP DE CO Dakar, pour son encadrement, son soutien moral et pour tout ce qu'il m'a enseigné durant ces derniers mois. Je tiens également à lui manifester tout mon respect et ma gratitude.

Je tiens à remercier mes camarades de promotion et plus particulièrement ceux et celles avec qui j'ai passé les meilleurs moments de ma vie au cours de ma formation.

Je tiens particulièrement à remercier celui qui a été pour moi un parrain, un père et un guide. Il a su me conseiller, m'encourager et m'appuyer. Un grand merci à M. Babacar KANE.

Mes remerciements vont aussi au groupe Sup de Co Dakar ainsi qu'à tout son corps professoral et administratif. Je remercie M. Aboubacar Sedikhe SY, PDG - Fondateur du Groupe Sup de Co Dakar ainsi que Mme Marie Lefebvre VARRE Directrice du Programme Grande École pour nous avoir permis de réaliser nos objectifs durant ces cinq (05) dernières années.

République du Sénégal
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche
École Supérieure de Commerce de Dakar (Sénégal)
Groupe SUP DE CO



7, Avenue Faidherbe – BP : 21354 Dakar – Sénégal

MÉMOIRE DE FIN D'ÉTUDES
en vue de l'obtention du diplôme du
« MASTER OF SCIENCE IN MANAGEMENT Option : FINANCE »
PROGRAMME GRANDE ÉCOLE (Bac + 5)

**LE FINANCEMENT DES BANQUES PAR APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE :
CAS DU GROUPE ECOBANK**

Présenté par :
Djeynaba DIAO

Encadreur :
Dr Aliou DIOP
Expert financier

JUILLET 2012

RÉSUMÉ

Le thème développé dans ce travail de recherche, « le financement des banques par Appel Public à l'Épargne : cas du Groupe ECOBANK » a permis d'évaluer l'importance du recours au marché financier pour le financement des banques.

Notre objectif principal était d'analyser de façon empirique les déterminants de la faible valorisation boursière des actions ETI du Groupe ECOBANK. Nous retiendrons globalement que les actions ETI sont faiblement valorisées à cause principalement du niveau relativement faible des dividendes distribués ainsi qu'au manque de confiance observé chez les investisseurs vis-à-vis de cette forme d'action.

Nos hypothèses de recherche ont été vérifiées à travers l'exploitation des guides d'entretien conçus à cette fin et une application empirique réalisée sur la période allant de 2008 à 2010 à l'effet notamment d'analyser le comportement du titre ETI. Par ailleurs, le calcul du taux de rendement requis sur le titre ETI par le marché à travers le recours au Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) et au calcul du Price Earning Ratio (PER) a permis de voir que le bêta de l'action ETI est très élevé impliquant ainsi un titre très risqué et surévalué sur le marché financier. Toutefois, il ressort un grand volume d'échange de ce titre dans le marché de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM).

Il est ressorti de nos analyses plusieurs recommandations allant dans le sens d'augmenter la présence des banques dans le marché financier et surtout d'améliorer le cours de l'action ETI. Parmi ces recommandations, nous mettons en relief la mise en place d'un fonds d'appui pour l'introduction en bourse des entreprises et plus particulièrement des banques. De plus l'augmentation des dividendes distribués par le Groupe ECOBANK contribuerait à améliorer son cours.

SUMMARY

The subject issued on this research work, “**The banks’ funding through Initial Public Offering: the case of the Group ECOBANK**”, has helped us evaluate the importance of the resort of the financial market for banks funding.

Our main aim is to analyze empirically the determinants of the weak stock exchange valuations of Ecobank Transnational Incorporated (ETI) shares. We consider in general that the ETI’s shares are slightly valued mainly because of low dividends payouts and the lack of trust noticed among the investors towards these kinds of actions as well.

Our research assumptions have been checked throughout the exploitation of the interview guides made for that effect and also an empirical application realized between 2008 and 2011 in order to study the attitude of the ETI shares.

Moreover, the calculation of the required outturn rate on ETI shares of the market through the Capital Asset Pricing Model and the Price Earning Ratio have helped us notice that the beta of the ETI shares is too high. Therefore, it leads to a very risky and over valued share on the stock market. However, a big exchange volume of that share came out in the regional stock exchange for securities.

Our analyses carried out many recommendations to help increase the presence of the banks in the financial market and particularly to improve the share price of ETI.

Among other recommendations, the idea of the introduction of a support fund has been raised to assist companies and especially banks to be listed on a stock exchange.

Furthermore, the increase of the dividends payments by ECOBANK group would help improve its price.

SIGLES ET ABRÉVIATIONS

APE	Appel Public à l'Épargne
ASR	Actif Sans Risque
Bd-fin	Base de Données Financières de la BRVM
BIDC	Banque d'Investissement et de Développement de la CEDEAO
BISF	Bon des Institutions et Sociétés Financières
BMTN	Bon à Moyen Terme Négociable
BOA	Bank Of Africa
BPA	Bénéfice Par Action
BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
BT	Billet de Trésorerie
BTN	Bon de Trésor Négociable
CAF	Capacité d'AutoFinancement
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDN	Certificat de Dépôt Négociable
CEDEAO	Communauté Économique Des États de l'Afrique de l'Ouest
CEPC	Caisse d'Épargne de Prévoyance et de Crédit
CREPMF	Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers
DC/BR	Dépositaire Central/Banque de Règlement
DLMT	Dette à Long et Moyen Terme
DPA	Dividende Par Action
EPS	Earning Per Share
ETI	Ecobank Transnational Incorporated
FCFA	Franc de la Communauté Financière Africaine
FCP	Fonds Commun de Placement
IRVM	Impôts sur le Revenu des Valeurs Mobilières
MEDAF	Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPV	Offre Publique de Vente
PER	Price Earning Ratio
SFD	Systèmes Financiers Décentralisés
SGI	Société de Gestion et d'Intermédiation

SGP	Société de Gestion de Patrimoine
SICAV	Société d'Investissement À Capital Variable
TCN	Titres de Créances Négociables
UEMOA	Union Économique et Monétaire Ouest Africaine
UMOA	Union Monétaire Ouest Africaine

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

❖ Tableaux

<i>Tableau 1: Marché primaire et marché secondaire</i>	19
<i>Tableau 2: Comparaison entre les principaux outils de financement des banques</i>	28
<i>Tableau 3: Structure et répartition du capital du Groupe ECOBANK</i>	32

❖ Figures

<i>Figure 1: Répartition du Capital du Groupe ECOBANK (en %)</i>	32
<i>Figure 2: Répartition du capital du Groupe ECOBANK (en%)</i>	33
<i>Figure 3 : Extrait de l'organigramme du groupe ECOBANK</i>	35
<i>Figure 4: Évolution du cours de l'action ETI</i>	40
<i>Figure 5 : Bénéfice Net Par Action de l'action ETI (en cents dollars)</i>	41
<i>Figure 6 : Évolution de l'indice BRVM10</i>	42
<i>Figure 7 : Évolution comparative entre BRVM10 et ETI</i>	42
<i>Figure 8: Rentabilité à l'équilibre (2008-2010)</i>	53
<i>Figure 9: Résultat net consolidé en milliers de dollar US</i>	ix
<i>Figure 10: Dividende par action en dollar US</i>	ix

❖ Tables

<i>Table 1: Application empirique MEDAF 2008</i>	50
<i>Table 2: Application empirique MEDAF 2009</i>	51
<i>Table 3: Application empirique MEDAF 2010</i>	52
<i>Table 4: Rentabilité à l'équilibre (2008-2010)</i>	52
<i>Table 5: Application empirique du PER sur ETI (2008-2010)</i>	54
<i>Table 6 : Calcul du cours ETI avec le PER (2008-2010)</i>	54
<i>Table 7: Quelques chiffres du Groupe 2006-2010</i>	ix

Sommaire

DÉDICACES

REMERCIEMENTS

RÉSUMÉ

SUMMARY

SIGLES ET ABRÉVIATIONS

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

INTRODUCTION.....	1
1^{ère} PARTIE : CADRE-THÉORIQUE	4
Section 1 : Problématique et pertinence du sujet.....	5
Section 2 : Objectifs de recherche	7
Section 3 : Hypothèses de recherche.....	8
Section 4 : Revue critique de littérature	8
Section 5 : Cadre conceptuel	12
2^{ÈME} PARTIE : CADRE MÉTHODOLOGIQUE.....	21
Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude	22
Section 1 : L'UEMOA et son marché financier	22
Section 2 : Présentation du groupe Ecobank : historique et organisation, organigramme, produits et services.....	28
Chapitre 2 : Méthodes d'investigations et difficultés de recherche	37
Section 1 : Présentation des outils et techniques d'investigation.....	37
Section 2 : Difficultés de recherche.....	38
3^{ÈME} PARTIE : CADRE ANALYTIQUE	39
Chapitre 1 : Analyse empirique des déterminants de la faible valorisation boursière des actions ETI de Ecobank	40
Section 1 : Analyse du comportement de l'action ETI et de son indice BRVM10	40
Section 2 : Analyse des résultats issus des guides d'entretien	43
Section 3 : Étude de la faiblesse de la valorisation boursière des actions ETI.....	45
Section 4 : Vérification des hypothèses.....	55
Chapitre 2 : Recommandations.....	57
Section 1 : Recommandations générales.....	57
Section 2 : Recommandations spécifiques	58
CONCLUSION.....	59
ANNEXES	i
BIBLIOGRAPHIE.....	x
TABLE DES MATIÈRES	xii

INTRODUCTION

Le système financier international a été marqué par le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché. En effet, à partir des années 1990, le financement de l'économie s'est fait de plus en plus par le recours aux marchés financiers.

Les institutions financières ont souvent besoin de mobiliser des ressources externes pour financer leurs activités. En même temps, la recherche de croissance des banques a donné naissance à une augmentation des besoins de financement de celles-ci. Dans un tel contexte, elles ont recours aux marchés des capitaux. En particulier, pour répondre à de tels besoins, les banques se tournent de plus en plus vers le marché monétaire à travers le marché interbancaire ou le marché des titres de créances négociables (TCN). Le marché monétaire permet non seulement aux banques de procéder à des levées de fonds mais également de trouver des financements à moindres coûts. Ainsi, la principale préoccupation des banques et des investisseurs de manière générale, reste la recherche de rentabilité quel que soit le mode de financement utilisé.

Face à ces enjeux, les banques, ont parfois recours à l'appel public à l'épargne (APE) qui passe le plus souvent par une offre publique de vente (OPV). Pour cela, les émissions par OPV doivent recevoir le visa préalable de l'organe de régulation des marchés.

En Afrique, les banques ont rarement recours à ce mode de financement car elles optent pour la conservation de leur capital et par conséquent de la structure de leur actionnariat. En effet, faire un appel public à l'épargne suppose une distribution de dividendes en fin d'exercice mais également de faire bénéficier aux anciens actionnaires d'un droit préférentiel de souscription et d'autres avantages liés à leur statut. Par ailleurs, ce mode de financement externe présente des risques notamment la volatilité de la rentabilité des actions mises en vente.

En Afrique de l'Ouest, très peu de banques sont présentes sur le marché financier contrairement dans les pays développés. Cette situation pourrait s'expliquer entre autres par le manque d'approfondissement du marché financier. Dans les pays de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africain (UEMOA), la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) a été créée sous forme de société anonyme avec comme principale mission le service public

communautaire. Elle a une représentation dans les différents pays de l'UEMOA¹. Le projet de création du marché commun a été adopté par le Conseil des ministres de l'UEMOA en décembre 1993. La BRVM a démarré ses activités en 1998. Elle comprend actuellement trente-neuf (39) entreprises cotées dont sept (7) institutions financières.

La BRVM offre ainsi aux banques cotées la possibilité de bénéficier d'offre publique d'achat ou de vente, ou de vente d'obligation. L'objectif est de permettre une rapide levée de fonds pour ces dernières sans pour autant avoir recours à la Banque Centrale. Cependant cette opportunité n'est pas souvent utilisée par les banques cotées. Ces dernières préfèrent se financer par le marché inter bancaire.

En conséquence, le financement par appel public à l'épargne constitue, pour une banque, un moyen de mobiliser à brefs délais des fonds. Cette mobilisation peut se faire par la vente d'actions ou d'obligations sur le marché.

De même, pour protéger le marché financier au sein de l'Union Économique et Monétaire (UEMOA), le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), créé en 1996, fixe les modalités pratiques de l'organisation, du fonctionnement et du contrôle du marché financier régional. Son rôle consiste essentiellement à l'organisation de l'appel public à l'épargne, l'habilitation des structures de gestion du marché et de la BRVM, l'agrément des intervenants commerciaux, notamment les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) le contrôle des structures de marché et des intervenants commerciaux ainsi que le contrôle de la régularité des opérations de bourse.

Dans le cadre de notre travail de mémoire, nous mettrons l'accent, sur la BRVM et particulièrement sur l'émission publique d'actions des banques par APE. En effet, ce moyen de financement, peu connu par la plupart des banques africaines et des entreprises, nécessite de s'interroger sur son objectif, ses avantages et inconvénients et le lien entre l'émission de l'action par un APE et sa performance.

En vue d'apporter des réponses à cette série de questionnements, notre travail de recherche s'articulera principalement autour de trois (03) parties. D'abord, nous présenterons le cadre théorique de l'étude suivi d'une présentation du cadre méthodologique. Ensuite, une analyse

¹ Bénin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo

empirique sera établie sur la base des informations collectées. Enfin, des recommandations seront formulées et destinées aux différents acteurs concernés par cet appel public à l'épargne à savoir le CREPMF, la BRVM et le Groupe Ecobank.

1^{ère} PARTIE : CADRE-THÉORIQUE

Section 1 : Problématique et pertinence du sujet

1.1 Problématique

Les entreprises ainsi que les banques se posent souvent la question de savoir où trouver le financement immédiat, nécessaire à leurs activités ou à leurs besoins de liquidités. Depuis une dizaine d'années, les banques s'orientent de plus en plus vers les marchés financiers pour résorber leurs besoins. Ainsi, étant souvent des agents à besoin de financement (ABF), les banques voient le recours au financement marchéisé, comme une opportunité de trouver les fonds dont elles ont besoin et à un coût moindre que celui du marché inter bancaire.

Le financement est un processus par lequel une entreprise fait appel à ses propres fonds ou à des ressources externes (emprunts) pour satisfaire un besoin immédiat ou d'investissement. Parmi les formes de financement des entreprises, nous pouvons citer l'appel public à l'épargne (APE). Celui-ci peut être défini comme le processus par lequel un émetteur vend directement ses titres au public épargnant. L'APE constitue ainsi une ouverture du capital d'une entreprise aux investisseurs extérieurs. Ces derniers peuvent être aussi bien des particuliers ou des ménages que des entreprises. On parle d'appel public à l'épargne lorsqu'une société émet des actions, des titres de créances négociables sur un marché réglementé, grâce à la publicité, au démarchage ou à l'intermédiation financière.

Ainsi, la vente d'actions constitue un moyen rapide pour financer le développement de l'entreprise. On comprend ainsi le recours des entreprises cotées à ce genre de financement.

La globalisation étant à la fois économique et financière et du fait de la concurrence, chaque banque veut s'agrandir voire s'internationaliser. Dans ce processus d'expansion, les besoins de liquidités se sont également accrus. De ce fait, un moyen complémentaire pour satisfaire ses besoins de financement est de faire appel au marché financier.

Depuis des décennies, il est observé un début de dynamisme de marchés financiers en Afrique. C'est ce que souligne Luc Rigouzzo² (Mars 2010), dans la note éditoriale du cinquième numéro de la revue « *Secteur privé et développement* » : « Les marchés financiers africains ont connu depuis le début des années 1990, une croissance spectaculaire (...). La capitalisation boursière a été multipliée par neuf, (...) permettant à certaines banques ou à des entreprises de lever des

² Directeur général de Proparco

capitaux considérables ». Toutefois, il est globalement relevé la faiblesse du nombre de sociétés ayant eu recours au marché financier sauf durant les trois (03) dernières années (2007-2009).

La zone UEMOA dispose d'un marché financier naissant et très peu de banques sont encore présentes sur ce marché pour se financer. Ce constat constitue par ailleurs un obstacle à son réel développement.

Entre 2005 et 2006, d'après les données publiées par le CREPMF, il n'y a pas eu d'offre publique de vente. En 2007, des augmentations de capital ont été notées notamment avec Bank Of Africa (BOA) du Niger et du Bénin, la société UNIWAX ainsi qu'une émission complémentaire d'actions de la Caisse d'Épargne de Prévoyance et de Crédit (CEPC) du Togo. Par ailleurs, en 2008 le groupe Ecobank Transnational Incorporated (ETI) a émis un appel public à l'épargne d'une très grande envergure en lançant sur le marché une OPV de plus de sept (7) milliards d'actions pour un montant total de 2,5 milliards de dollars. Cette opération qui s'était opérée sur les trois places boursières du Ghana, du Nigéria et de la BRVM (Côte-d'Ivoire), avait comme objectif principal l'augmentation du capital de la banque.

Par ailleurs, les actions étaient vendues au grand public pour un montant de 0,29 dollars soit un prix unitaire de 135 FCFA l'action, contre 0,27 dollars pour les actionnaires actuels. Malgré le volume d'actions vendues par Ecobank Transnational Incorporated, la question de la faiblesse de la valeur de l'action mérite d'être étudiée. En effet, en novembre 2011, l'action Ecobank valait 47 FCFA. Son cours boursier le plus élevé a été noté neuf (9) mois plus tôt, en février pour un montant de 50 FCFA et le plus bas en juillet pour une valeur de 40 FCFA. Au mois de décembre 2011, l'action cotait 38 FCFA.

Face à ce constat, il nous paraît nécessaire de s'interroger à la question centrale de recherche suivante « pourquoi les actions ETI affichent un niveau faible de valorisation boursière ? ».

1.2 Pertinence du sujet

Le financement des entreprises est une question prépondérante pour les gestionnaires et les dirigeants. En effet, les entreprises sont appelées à disparaître lorsqu'elles n'acquièrent pas dans le temps les liquidités nécessaires au financement de leurs activités. En outre, aucune entreprise ne peut s'assurer une pérennité sans une analyse précise des moyens de financement à sa disposition.

En particulier, l'étude du financement des banques est importante dans la mesure où elle permet de comprendre les différents canaux de financement disponibles ou possibles pour leurs investissements et/ou leur développement. Le financement de ces besoins peut se faire par plusieurs moyens : sur fonds propres, par la banque centrale, par le marché, etc.

Parmi ces modes de financement, le financement par le marché est considéré comme étant le plus approprié notamment pour une banque cotée. En effet, celle-ci aura plusieurs avantages en optant pour le financement direct. Entre autres, elle verra sa capitalisation boursière augmenter c'est-à-dire la valeur de marché de ses capitaux propres. Elle pourra également accroître sa notoriété et diversifier ses possibilités de financement par l'Offre Publique de Souscription (OPS), par l'Offre Publique de Vente (OPV) ou par des produits spécifiques (Actions à Dividendes Prioritaires, Certificats d'Investissement et Titres Participatifs).

Dans les pays de l'UEMOA, l'utilisation de l'APE n'est pas très développée par les banques. C'est ce qui justifie le choix de notre sujet qui, outre l'analyse de l'importance de l'APE pour les banques, étudie les déterminants de la faiblesse du cours de l'action ETI de ECOBANK.

Section 2 : Objectifs de recherche

En tenant compte de la méthodologie de recherche, nos objectifs seront ainsi déclinés : un objectif général et trois objectifs spécifiques.

2.1 Objectif général

L'objectif principal de ce travail de recherche est d'analyser de façon empirique les déterminants de la faible valorisation boursière des actions ETI de ECOBANK.

2.2 Objectifs spécifiques

- Comprendre le processus de lancement des appels publics à l'épargne des banques ainsi que le rôle de la BRVM dans ces opérations ;
- Appréhender les facteurs et déterminants de la capitalisation boursière des actions ETI ;
- Formuler des recommandations aux différents acteurs allant dans le sens d'une meilleure introduction par APE notamment pour les banques.

Section 3 : Hypothèses de recherche

L'hypothèse est une supposition à partir de laquelle on construit un raisonnement. L'hypothèse doit être confirmée ou infirmée au cours de la recherche et nous en retiendrons trois (3) :

- **Hypothèse 1** : l'opération de l'APE de Ecobank en 2008 n'a pas connu un succès ;
- **Hypothèse 2** : le cours des actions ETI a été sous-évalué par le marché de la BRVM ;
- **Hypothèse 3** : les prévisions sur l'action ETI au niveau de la BRVM ne sont pas bonnes.

Section 4 : Revue critique de littérature

Toutes les entreprises ont des besoins de financements pour mener à bien leurs activités et ainsi atteindre leurs objectifs. On distingue les sociétés de personnes et les sociétés de capitaux. Toutefois, l'avantage des sociétés de capitaux est qu'elles offrent la possibilité de trouver du financement par les marchés financiers.

La banque est, comme toute entité économique, structurée et organisée. Elle a besoin de financements notamment pour son développement et son exploitation. Pour cela, la banque peut recourir à une vente d'actions en faisant un appel public à l'épargne (APE) entre autres leviers financiers.

4.1 Sociétés de personnes et sociétés de capitaux

Richard A. BREALEY, Stewart MYERS, Franklin ALLEN (2006) « *Principes de gestion financière* », tentent d'établir la différence entre la société de personnes et celle de capitaux. Selon les auteurs, il existe une différence fondamentale entre ces deux types de structures. Une comparaison entre une société de personnes et une société de capitaux fait ressortir la différence suivante : d'une part, les sociétés de personnes sont une constitution de personnes pour la formation du capital et la gestion de la société, d'autre part les sociétés de capitaux sont le plus souvent des Sociétés Anonymes (SA) qui présentent, en cas de faillite, une responsabilité limitée des actionnaires. En d'autres termes, les actionnaires ne seront poursuivis qu'à hauteur de leur apport au capital de la société.

4.2 Évaluation des titres

Gérard HIRIGOYEN et Jean-Guy DEGOS (1988) présentent les différentes méthodes d'évaluation d'une entreprise cotée et de son titre. Ces méthodes, basées notamment sur le Price Earning Ratio (PER) sont :

- L'évaluation par les dividendes : dans ce modèle, le cours de l'action s'évalue par une actualisation des dividendes futurs. Le taux d'actualisation est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires ou par le marché.
- Le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) : les auteurs décrivent ce modèle non pas comme un moyen de fournir une valeur pour les titres mais plutôt comme une méthode pour la détermination du taux de rentabilité exigé par les investisseurs.

4.3 Particularités des marchés financiers africains

Dans son article paru dans le numéro 5 de la revue Proparco intitulé « *Les marchés financiers en Afrique : véritable outil de développement ?* », Laurent DEMEY (Mars 2010) fait référence au niveau de la pauvreté relevée dans la plupart des pays africains qui rend difficile la mise en place d'un marché financier. Selon l'auteur, les places boursières déjà existantes sont peu liquides et sont par nature risquées.

L'auteur considère que les bourses africaines ont des caractéristiques telles que :

- un taux de rendement sur dividendes très élevé et supérieur au marché monétaire ;
- une liquidité relativement très faible.

DEMEY (2010) considère l'investissement en bourse en Afrique comme une épargne à long terme, adaptée aux petits épargnants qui sont exclus du secteur financier classique.

Toutefois, l'auteur précise que les pouvoirs publics utilisent souvent l'actionnariat populaire comme un moyen pour privatiser des entreprises. C'est le cas notamment des pays comme la Côte d'Ivoire, le Ghana ou le Sénégal. Selon DEMEY la bourse peut contribuer à l'atteinte de certains objectifs économiques tels que la réduction de la pauvreté ou le relèvement du niveau de croissance économique.

Dans l'article intitulé «*La cotation en Afrique : avantages et inconvénients*», Mahmud JANMOHAMED (Mars 2010) présente la cotation des titres d'un groupe hôtelier. L'auteur précise qu'il n'y a pas seulement des avantages dans l'introduction en bourse mais aussi des inconvénients à prendre en compte.

En effet, l'entrée en bourse améliore la notoriété de l'entreprise en développant ses activités tout en favorisant la confiance des investisseurs. La bourse permet également de collecter des fonds en émettant des actions, des droits ou des obligations. En outre, le principal avantage d'une cotation est la possibilité de bénéficier de la confiance des institutions financières. Cette confiance acquise, la société cotée peut bénéficier de la part de ces derniers d'un emprunt à un niveau de taux d'intérêt relativement bas que celui accordé à celle non cotée.

Toutefois, les inconvénients liés à la cotation sont notamment d'ordre financier. En effet, en étant cotée, la société doit s'assurer de distribuer des dividendes aux actionnaires et contribuer à une croissance des profits de celle-ci. Comparée à la société non cotée qui peut décider de verser ou non des dividendes aux actionnaires au profit d'un autre objectif, la société cotée doit, en dehors de la distribution de dividendes et des profits élevés, être conforme avec la législation et la réglementation en matière de cotation boursière. De plus, en se conformant à ces exigences, la société cotée divulgue des informations non seulement au public mais également à ses concurrents.

JANMOHAMED (2010) souligne que les marchés financiers africains ne sont pas très bien organisés. L'inefficacité de la réglementation fait que souvent le cours boursier, affecté par plusieurs facteurs, ne peut être contrôlé par les dirigeants.

4.4 Sociétés et marchés financiers

Richard A. BREALEY et al (2006), expliquent la distinction entre les marchés financiers et les marchés de capitaux. En effet, le premier concerne les marchés à long et court terme (marché monétaire) tandis que le deuxième ne concerne que les titres échangés sur le long terme. De plus, outre la définition de l'APE, les auteurs donnent une idée des différentes sources de financement à la disposition de l'entreprise.

Zvi BODIE et Robert C. MERTON (2007) définissent les actions et les droits provenant à leur détention. Ainsi, une action est un titre de propriété qui, lorsqu'elle est cotée s'échange sur les marchés financiers. De plus, les actions sont considérées comme des créances de dernier rang.

En d'autres termes, les actionnaires ne seront remboursés, en cas de faillite de l'entreprise, qu'en dernier recours.

D'autre part, les auteurs expliquent les sources de rentabilité par deux éléments à savoir :

- la perception d'un revenu courant tel que les dividendes distribués ;
- l'appréciation ou la dépréciation de la valeur de marché du cours de l'action.

Ainsi, le retour sur investissement de l'achat d'actions est fonction de la rentabilité de l'entreprise mais aussi de sa notoriété. En effet, la distribution de dividendes pour l'entreprise nécessite un niveau de résultat net assez important à l'effet de pouvoir opérer des réserves et distribuer ainsi des dividendes à ses différents actionnaires. Le cours de l'action dépend donc de plusieurs facteurs. En effet, une entreprise mal connue ou ayant des difficultés, aura tendance à voir son cours boursier baisser. Au contraire, une entreprise saine verra son cours augmenter.

Pour Gérard HIRIGOYEN et al (1988), lorsqu'une société est cotée en bourse, son cours reflète la façon dont elle est évaluée par le marché financier. En d'autres termes, le prix d'un titre ne dépend pas seulement de sa liquidité ou de sa maturité mais également de la manière dont l'entreprise est perçue par le marché.

Ce constat peut être dicté par les activités de l'entreprise, la culture d'entreprise et la responsabilité sociétale de celle-ci. En effet, bien souvent sur le marché international, lorsque des rumeurs se propagent sur une entreprise donnée, le marché financier anticipe la baisse de son cours.

Selon Aswath DAMODARAN (2007), il y'a plusieurs possibilités pour l'entreprise d'effectuer une augmentation de fonds propres. Pour celle-ci, le choix de financement est large. Ainsi, la société non cotée, dans le cadre de l'augmentation de fonds propres, se retourne vers les actionnaires, les « *private equity* » c'est-à-dire le capital-risque ou le financement privé. L'entreprise cotée quant à elle a diverses possibilités qui vont de l'émission d'actions aux droits de souscriptions ainsi qu'aux options sur actions. L'émission d'actions est plus utilisée pour une augmentation de capital. Toutefois, l'auteur précise que plus les entreprises cotées deviennent matures, moins elles utilisent l'émission d'actions.

Section 5 : Cadre conceptuel

Cette partie de notre mémoire est d'autant plus importante qu'elle permet de définir et d'explicitier certains concepts et terminologies liés à notre thème de recherche.

5.1 Appel public à l'épargne

L'Appel Public à l'Épargne peut être défini comme une émission de nouvelles actions pour augmenter le capital. Chaque action émise offre des dividendes et un prix. Ainsi, nous notons de prime abord que l'introduction en bourse est une condition à remplir pour pouvoir émettre des actions sous forme d'Appel Public à l'Épargne.³

Dans l'Acte Uniforme Relatif au Droit des Sociétés Commerciales et du Groupement d'Intérêt Économique, les procédures d'appel public à l'épargne font l'objet d'un titre particulier. On y stipule que « *sont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs d'un État partie ainsi que les sociétés qui, pour offrir au public d'un État partie des titres, quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédits ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque soit au démarchage* ».

Il est important de préciser qu'un tel mode de financement est une épargne du point de vue des consommateurs. L'épargne est définie comme la partie du revenu qui n'est pas consommée et qui ne se détruit pas immédiatement. Au sens large, l'épargne permet d'obtenir des rendements futurs meilleurs. Toutefois, l'épargne est soit liquide c'est-à-dire disponible immédiatement soit investie c'est-à-dire placée dans des valeurs mobilières, des livrets ou plans d'épargne ou des moyens de production, etc.

Le marché financier primaire (marché du neuf) est le compartiment où est opéré l'Appel Public à l'Épargne. Au sein de l'UEMOA, l'APE s'opère sous l'autorité et le contrôle du CREPMF. Il doit respecter une procédure réglementée.

Le CREPMF est le seul organe habilité à octroyer un visa autorisant le lancement d'une procédure d'Appel Public à l'Épargne. Ainsi, toute société faisant une émission d'actions par APE sur le marché financier de l'Union Monétaire Ouest Africain (UMOA) doit informer les

³ Richard A. BREALEY, Stewart MYERS, Franklin ALLEN (2006) « *Principes de gestion financière* » 8ème édition

actionnaires. Cette information ne doit pas être erronée. Elle doit également « faire l'objet d'un dépôt auprès du Conseil Régional au plus tard le jour de leur publication⁴ ».

5.2 Financement

Finance vient du latin « *financia* » qui veut dire redevance. Le mot « *financement* » est un dérivé du mot « *finance* » et signifie l'action de fournir les capitaux nécessaires à la création et/ou au fonctionnement, au développement d'une entreprise, d'un secteur économique.

On distingue, dans la sphère économique, différentes formes de financement à savoir le financement interne et le financement externe, ainsi que différents modes de financement tels que le financement par ressources propres, le financement par emprunts et le financement alternatif.

Une entreprise est sujette à des besoins de différentes natures. Pour faire face à ceux-ci, elle a à sa disposition plusieurs modes de financement. La structure de financement d'une entreprise correspond à la façon dont les sources de financement sont réparties entre les prêteurs et les propriétaires de l'entreprise. Ainsi, on distingue le financement par fonds propres, le financement par quasi fonds propres et le financement par endettement.

5.2.1 Financement par fonds propres

Il est composé pour l'essentiel de l'autofinancement et de l'augmentation de capital.

5.2.1.1 Autofinancement

L'autofinancement est l'ensemble des ressources nouvelles engendrées par l'activité de l'entreprise et conservées durablement par celle-ci pour financer ses opérations à venir. C'est la source de financement optimale d'une entreprise. Elle est importante dans la mesure où elle est disponible dans l'entreprise. À ce titre l'entreprise ne fait pas appel à des bailleurs extérieurs.

Après déduction des charges d'impôts, le bénéfice net sera soit distribué aux actionnaires sous forme de dividendes ou soit réinvesti dans l'entreprise. L'autofinancement peut être également considéré comme une rétention de tout ou une partie des dividendes. En effet, avec le bénéfice net, il ne reste à l'entreprise qu'à rémunérer les actionnaires sous forme de dividendes.

⁴ Instruction n° 29/2001 relative aux informations à diffuser par les sociétés faisant Appel Public à l'Épargne sur le marché financier de l'UMOA

A contrario, si elle a comme objectif une augmentation de sa capacité d'autofinancement, elle peut décider de ne pas distribuer de dividendes. Il s'agit d'une épargne réalisée pour la société dans celle-ci. L'autofinancement constitue donc la part liquide de la capacité d'autofinancement (CAF) consacrée au financement de l'entreprise. La CAF est générée pendant l'exercice du fait de l'exploitation. C'est la ressource interne disponible après rémunération des associés.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{Dividendes}$$

De cette formule, on peut en tirer deux conclusions : opter soit pour une politique de distribution généreuse de dividende ou soit une distribution restrictive.

L'autofinancement présente des avantages certains. En effet, il assure une indépendance financière à l'entreprise dans la mesure où elle pourra faire face à ses engagements vis à vis de ces débiteurs. De plus, il accroît la capacité d'endettement de celle-ci. En augmentant les capitaux propres de l'entreprise, l'autofinancement permet une amélioration des ratios d'endettement.

- $DLMT^5/CAF$ qui mesure le nombre d'années nécessaires à l'entreprise pour rembourser sa dette à long et moyen terme. Ce ratio doit être inférieur à 4, le cas contraire, l'entreprise est considérée comme trop endettée.
- $DLMT/\text{Capitaux propres}$, mesure le degré d'indépendance financière de l'entreprise par rapport au financement extérieur. Il doit être inférieur ou égale à 1.

Cependant, dans le cas d'une entreprise en croissance ou en expansion, l'autofinancement ne répond pas totalement à ses besoins.

5.2.1.2 Augmentation de capital

L'augmentation de capital est une modalité de croissance de l'entreprise et sert à renforcer la structure financière de celle-ci. C'est une décision qui se prend lors d'assemblée générale extraordinaire et survient que lorsque le Conseil d'Administration émet tous les motifs indiquant la nécessité d'une augmentation de capital.

⁵ DLMT : Dette à Long et Moyen Terme

Il existe plusieurs façons de faire une augmentation de capital par fonds propres. En effet, l'entreprise a à sa disposition les possibilités suivantes :

- **Apport en numéraire** : il suppose la création d'actions nouvelles ou de parts sociales nouvelles. Il existe un droit préférentiel de souscription c'est-à-dire une compensation de la perte occasionnée par l'émission d'actions nouvelles vis-à-vis des anciens actionnaires.
- **Apport en nature** : l'apport est fait sous forme d'actifs (bâtiments, machines, matériel, etc.). Ces actifs seront réévalués afin de déterminer la valeur réelle de l'apport. Il n'existe pas de droit préférentiel de souscription dans le cadre d'un apport en nature.
- **Incorporation de réserves** : elle permet une amélioration de l'image financière de l'entreprise vis-à-vis de ses partenaires. Elle augmente la taille de l'entreprise et lui donne plus de crédibilité. Cette forme d'augmentation ne nécessite pas l'apport de capitaux donc les capitaux propres restent inchangés.
- **Conversion de dettes** : il s'agit de proposer aux différents fournisseurs une conversion de leurs dettes en actions. Une conversion de dettes augmentera le montant des capitaux propres en diminuant ainsi celui de la dette. Cela permettra à l'entreprise d'améliorer son ratio de liquidité de l'entreprise et de pouvoir faire appel à de nouveaux emprunts.

Une augmentation de capital n'engendre toutefois aucune charge financière ultérieure. Néanmoins, elle comporte des limites, notamment la modification de la structure du capital. En effet, une augmentation de capital laisse entrer de nouveaux actionnaires dans le capital ce qui pourrait entraîner un risque de dilution du capital.

5.2.2 Financement par quasi fonds propres

Ce type de financement fait référence au financement hybride, c'est-à-dire un financement qui fait appel à des dettes et fonds propres. On y distingue généralement les comptes courants d'associés.

Les comptes courants sont constitués des apports que font les actionnaires assimilables à des prêts. Contrairement à l'augmentation de capital, les fonds mis dans les comptes courants associés peuvent être retirés à tout moment sauf clause contraire lors de la réalisation. Les actionnaires sont rémunérés à un taux prédéterminé et fixe séparément des résultats de l'activité de l'entreprise.

Cette rémunération est fiscalement déductible du résultat imposable car étant considérée comme une charge déductible. Toutefois, elle n'augmente en rien la responsabilité du propriétaire vis-à-vis du patrimoine. La répartition du capital et le pouvoir ne sont pas modifiés. L'inconvénient majeur de ce mode de financement réside dans le fait que les montants versés dans un compte courant d'associés peuvent être retirés à tout moment par les dépositaires. Ainsi, leur retrait à court terme peut entraîner un déséquilibre financier pour l'entreprise.

5.2.3 Endettement

Ce type de financement est privilégié par certaines entreprises surtout celles africaines. En effet, le niveau de développement de la bourse régionale de l'Afrique de l'Ouest en particulier et le manque d'informations des entreprises par rapport aux activités de la bourse ou aux avantages d'être cotée, font de ce mode de financement, un instrument le plus utilisé.

Ce type de financement réduit la capacité d'emprunt des entreprises vis-à-vis des banques et autres institutions de crédit.

Généralement on distingue :

- **Emprunts indivis** : ce sont des emprunts contractés auprès des banques et institutions de crédit. Le caractère indivis est dû au fait de l'indivisibilité de la dette. En d'autres termes, l'entreprise n'a d'interlocuteur que la banque. Ces emprunts peuvent être des prêts (dette versée une ou plusieurs fois et le remboursement est prévu dans le contrat) ou des crédits (versement non obligatoire des fonds, l'entreprise disposant d'un montant précis qu'elle utilise en fonction de ces besoins)
- **Emprunts obligataires** : ils supposent un nombre élevés d'interlocuteurs pour l'entreprise. La dette est par conséquent fractionnée en obligations. Une obligation est une dette ou une créance émise à moyen ou long terme. Les détenteurs d'obligations sont les créanciers de l'entreprise émettrice. L'émission obligataire peut également se faire par l'État, les collectivités locales, etc. Ainsi, l'entreprise émettrice s'engage à rembourser le principal à une date déterminée et à verser des intérêts appelés coupons. L'obligation est remboursable in fine, c'est-à-dire, que le capital est remboursé en une fois à l'échéance. Entre temps, l'obligataire ne reçoit que des coupons ou par tranches annuelles égales par annuités constantes.

5.3 Marchés

On entend par marché tout lieu faisant rencontrer l'offre et la demande. En finance, il existe plusieurs types de marchés. Nous donnerons ci-après une brève explication du marché financier et du marché monétaire.

5.3.1 Marchés financiers

Lorsqu'on parle de marchés financiers, on fait référence au marché des capitaux à court et long terme. Les marchés financiers englobent le marché monétaire et le marché financier.

C'est un lieu où s'échangent des actifs financiers. En d'autres termes, on y négocie des instruments financiers (actions, obligations, warrants, etc.) et des instruments dérivés (contrats à terme, options etc.). Il permet la rencontre directe entre les agents à besoin de financement et les agents à capacité de financement.

5.3.2 Marché monétaire

C'est le marché sur lequel sont émis et sont échangés les titres du court terme. Il se différencie du marché financier de par sa durée. Le marché monétaire est donc celui de la liquidité temporaire. Le marché monétaire peut être défini comme le marché des capitaux à court et moyen terme par opposition au marché financier sur lequel s'effectuent les emprunts et placements à long terme. Avec l'apparition de la déréglementation financière, le marché monétaire est désormais ouvert aux agents non financiers. Ceux-ci y achètent et vendent des Titres de Créances Négociables (TCN).

Il existe donc deux compartiments du marché monétaire :

- le marché monétaire au sens étroit ou marché interbancaire
- le marché monétaire au sens large ou marché des TCN

Marché interbancaire

Le marché interbancaire est exclusivement réservé aux professionnels du secteur bancaire. Il est principalement destiné à l'échange d'actifs financiers entre les institutions financières notamment les banques. Il permet en outre, à celles-ci de faire face au risque de liquidité. Ce marché est influencé par la Banque Centrale qui y exerce sa fonction de régulation monétaire.

Les principaux intervenants sont les établissements de crédit, le trésor public et la banque centrale. Ces derniers y mènent diverses activités. La principale étant les échanges entre les établissements de crédit.

Marché des titres de créances négociables

Le marché des TCN a été développé à l'effet d'ouvrir le marché monétaire à tous les investisseurs grâce à la création de nouveaux titres tels que : les bons du trésor négociables (BTN), les certificats de dépôts négociables (CDN), les billets de trésorerie (BT), les bons des institutions et sociétés financières (BISF) ainsi que les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Ce marché peut être soit réglementé soit de gré à gré. Ces titres sont émis au gré de l'émetteur et négociables sur le marché régional. Ils représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée.

5.3.3 Marché financier

Le marché financier est le lieu où s'échangent les capitaux à long terme, sur lequel s'échangent des valeurs mobilières principalement les actions et les obligations. On y opère les emprunts et placements à long terme. Les opérations qui se déroulent sur ce marché ont deux caractéristiques à savoir une matière première (l'argent) et un prix (un taux d'intérêt ou un rendement et des plus-values)⁶. Son fonctionnement et le flottement des cours reposent sur l'offre et la demande des acteurs du marché.

Le marché financier se structure comme suit :

- Le marché des actions où sont échangés les titres de propriétés ;
- Le marché obligataire où se négocient les titres de créances négociables.

⁶ Pasqual QUIRY et Yann LE FUR (2010) « *Finance d'entreprise Pierre Vernimmen* » 8^{ème} édition

Encore appelé bourse, le marché financier est divisé en deux compartiments différents mais complémentaires. Il s'agit du :

- marché primaire où s'échange les titres nouvellement émis. Ce marché a une fonction de financement et d'allocation du capital notamment.
- marché secondaire qui prend en compte que les titres déjà émis. La variation des cours de ces titres n'est donc possible que sur le marché secondaire. Toutefois, selon Moez JOUDI (2006) « *Bourse des valeurs et marché financier* », ces cours boursiers peuvent s'écarter du prix fixé à l'émission sur le marché primaire mais ils ne sont déterminés que par les offres et les demandes.

Tableau 1: Marché primaire et marché secondaire

Marché primaire	Marché secondaire
=	=
Marché du neuf	Bourse (marché de l'occasion)
=	=
Émission de nouvelles valeurs mobilières	Échange et cotation des valeurs mobilières déjà émises

Source : Moez JOUDI (2005-2006) : « Bourse des valeurs et marché financier »

5.4 Titres financiers

Le titre financier est un contrat qui se déroule dans le temps et qui ne se traduit que par des flux de trésorerie⁷. En d'autres termes, un titre financier est un actif négociable sur un marché financier.

On distingue plusieurs catégories de titres financiers dont notamment :

- **les titres de dette** : ce sont des titres qui confèrent à son détenteur le droit de percevoir, à la fin d'une période déterminée à la signature, une rémunération et un remboursement de son capital. Cela peut être une obligation (titre de créance représentant un emprunt émis par une entreprise, un État...), un billet de trésorerie (titre de créance représentant un emprunt à court terme émis par entreprise) ;

⁷ Pasqual QUIRY, Yann LE FUR (2010) « *Finance d'entreprise Pierre Vernimmen 8^e édition* »

- **les titres de propriété** : ce sont des titres qui permettent à son détenteur de participer aux prises de décisions de l'entreprise. En d'autres termes, ils confèrent le droit de vote lors des assemblées générales. En plus de ce droit, les titres de propriétés donnent droit à des dividendes selon les statuts de l'entreprise émettrice.

Dans le cadre de notre étude, nous nous intéressons aux titres de propriétés et plus particulièrement aux actions.

Les actions sont définies comme des actifs financiers non remboursables mais offrant un droit de contrôle dans l'entreprise matérialisé par un droit de vote. Elles sont négociables sur le marché primaire lors de la première émission et ensuite au niveau du marché secondaire. Les actionnaires ont droit à des flux futurs indexés sur le bénéfice net de l'entreprise et cela dépendant des statuts de celle-ci. En effet, une entreprise peut opter pour une distribution ou non de dividendes au profit d'investissements jugés plus rentables.

- **Bénéfice net par action (BPA)** : c'est le rapport entre le résultat net et le nombre d'actions en circulation de l'entreprise. En anglais Earning Per Share (EPS), il exprime l'enrichissement de l'actionnaire par action.
- **Dividende par action (DPA)** : le dividende est la répartition du bénéfice net de l'entreprise pour l'exercice clos.
- **Rendement de l'action** : il représente le rapport entre le dividende et le cours de l'action. « Le rendement se calcule par rapport à une valeur financière (un cours), et en aucun cas par rapport à une valeur comptable (les capitaux propres au bilan) »⁸.
- **Taux de distribution** : il représente le pourcentage du bénéfice distribué. Il faut éviter que ce taux soit proche de 0% le cas échéant, l'entreprise a réinvesti ses bénéfices au détriment des actionnaires ; si le taux est supérieur à 100% l'entreprise a distribué des dividendes plus que son bénéfice.

⁸ Pasqual QUIRY, Yann LE FUR (2010) « Finance d'entreprise Pierre Vernimmen 8^é édition »

2^{EME} PARTIE : CADRE MÉTHODOLOGIQUE

Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude

Section 1 : L'UEMOA et son marché financier

1.1 Présentation de l'UEMOA

Créée le 10 janvier 1994 à Dakar par les Chefs d'État et de gouvernement des sept pays⁹ de la zone franc de l'Afrique de l'Ouest, le traité instituant la création de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) a été ratifié et est entré en vigueur le 1^{er} Août de la même année. La Guinée Bissau est devenue le huitième pays de l'union en Mai 1997. Ces pays ont en commun l'usage d'une monnaie commune (F CFA¹⁰) et la volonté de bâtir un marché régional fort en unifiant leurs potentialités économiques et leurs ressources humaines.

Avec une superficie de 3 509 600 km² et une population de 95 millions d'habitants, l'UEMOA a un taux de croissance démographique de 3% en 2009. La zone a un PIB nominal de 33 662,8 milliards de FCFA en 2010. L'UEMOA affiche un taux de croissance du PIB réel de 2,8% en 2009. L'inflation s'est accélérée au troisième trimestre de l'année 2010 pour atteindre 3,9% au quatrième trimestre de la même année.

Sa principale mission est la création d'un espace économique harmonisé et intégré au sein duquel est assurée une totale liberté de circulation des personnes, des capitaux, des services et des facteurs de production, ainsi que les droits des résidences et d'établissements. L'accomplissement de cette mission passe par deux volets :

- l'unification des espaces économiques nationaux, pour transformer l'Union en un marché porteur et attractif pour les investisseurs ;
- la consolidation du cadre macro-économique des États membres, à travers l'harmonisation de leurs politiques économiques, notamment budgétaires, ainsi que par le renforcement de leur monnaie commune.

⁹ Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal et Togo

¹⁰ Franc de la Communauté Financière d'Afrique

Comme toute organisation structurée, l'UEMOA poursuit différents objectifs par le biais de ses États membres. Ces objectifs visent à :

- renforcer la compétitivité des activités économiques et financières des États membres dans le cadre d'un marché ouvert et concurrentiel et d'un environnement juridique rationalisé et harmonisé ;
- assurer la convergence des performances et des politiques économiques des États membres par l'institution d'une procédure de surveillance multilatérale ;
- créer entre États membres un marché commun basé sur la libre circulation des personnes, des biens, des services, des capitaux et le droit d'établissement des personnes exerçant une activité indépendante ou salariée ainsi que sur un tarif extérieur commun et une politique commerciale;
- instituer une coordination des politiques sectorielles nationales par la mise en œuvre d'actions communes, et éventuellement, de politiques communes notamment dans les domaines suivants : ressources humaines, aménagement du territoire, agriculture, énergie, industrie, mines, transports, infrastructures et télécommunications ;
- harmoniser, dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun, les législations des États membres et particulièrement le régime de la fiscalité.

Depuis 1996, outre les organes de direction (Commission bancaire, Conseil des ministres, Conférence des chefs d'États et de gouvernement), les organes de contrôle juridictionnel et parlementaire (Cour de justice, Cour des comptes et Comité interparlementaire), les organes consultatifs (Chambre consulaire régionale) et les institutions spécialisées autonomes (Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest et Banque Ouest Africaine de Développement), d'autres institutions ont vu le jour dans le but de réglementer et d'organiser le marché financier régional. Ces institutions sont le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) et la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM).

1.2 Organisation du marché financier

Le marché financier régional a une organisation mixte. Il est subdivisé en deux pôles. Un pôle public et un pôle privé. Le CREPMF représente le pôle public du marché financier régional.

Le pôle privé se présente sous deux structures : d'une part, une structure centrale composée de la BRVM et le dépositaire central/banque de règlement (DC/BR) ; d'autre part, il y a les intervenants commerciaux.

Le marché financier a comme principale mission une meilleure intégration des économies des États membres de la zone. Ses objectifs s'articulent autour du relèvement du taux d'épargne, du renforcement de la structure financière des entreprises et de la réduction des coûts d'intermédiation financière.

1.2.1 Intervenants

Il y a plusieurs intervenants dans le marché financier régional de l'UEMOA. On distingue :

- Structure privée agréée par le CREPMF, **la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)** est chargée de gérer le marché boursier et de diffuser les informations relatives à la bourse. Elle participe à la promotion du marché financier régional, l'assistance des Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) et des autres intervenants. La BRVM est composée de trois (03) compartiments : deux (02) pour les actions et un (01) pour les obligations.
- **Le Dépositaire Central/Banque de Règlement (DC/BR)** a pour rôle la centralisation et la conservation des titres inscrits en compte pour les intervenants, la livraison des titres, la gestion des opérations sur les titres ainsi que les fonds de garantie du marché.
- **Les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI)** sont agréées pour des activités de négociateur de valeurs mobilières pour le compte de tiers. Elles ont l'exclusivité sur la négociation des titres. Il en existe trois (03) types : les SGI de réseau qui sont créées par des Institutions Financières telles que les Banques ; les SGI de place émanant d'un ensemble d'opérateurs d'un même État ; les SGI indépendantes ont pour origine des groupes de sociétés et/ou de personnes physiques.
- **Les Sociétés de Gestion de Patrimoine (SGP)** sont des personnes morales qui, par le biais de placements et négociations en bourse effectués par les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI), interviennent de manière discrétionnaire dans la

gestion des titres qui leur sont confiés sur la base d'un mandat de gestion établi avec leurs clients. Ces sociétés ne doivent pas détenir les titres ni les fonds de leurs clients.

- **Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)** collectent l'épargne des acteurs économiques afin de constituer un portefeuille de valeurs mobilières, par une émission d'actions ou de parts. Ils sont regroupés en : Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV), Fonds Communs de Placement (FCP) ou en toute autre forme d'organisme de placement collectif agréé par le Conseil Régional. Cette épargne sera ainsi utilisée pour le financement des entreprises.
- **Les conservateurs** sont les banques de l'Union, habilitées à exercer des activités de teneurs de compte et de compensateurs pour le compte des clients. Elles sont sous le contrôle du Conseil Régional.
- **Les autres acteurs commerciaux** : les Apporteurs d'Affaires sont des personnes physiques ou morales qui transmettent les ordres de leurs clients aux SGI, les mettent en relation avec les SGI ou les SGP pour l'ouverture de compte de titres. Les démarcheurs ont pour métier de faire des offres de service ou de donner des conseils de façon habituelle, en vue de susciter la souscription, l'achat, l'échange, la vente de valeurs mobilières ou, la participation à des opérations sur ces valeurs. Les Conseils en Investissements Boursiers sont des personnes physiques ou morales qui orientent le choix de leurs clients sans se substituer à eux s'agissant de leurs décisions finales.

1.2.2 Autorité de régulation des marchés financiers

Au sein de l'UEMOA, il existe un organe chargé de la mise en place d'un système normatif qui est le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF).

Créé en juillet 1996 par les États membres, sa mission est la réglementation de l'épargne en valeurs mobilières. Il normalise les appels publics à l'épargne, habilite et contrôle les structures privées du marché, agréé la bourse régionale et a des pouvoirs de sanctions administratives et disciplinaires.

Le CREPMF est doté de la personnalité morale et finance ses activités par les commissions, redevances, frais ou toute autre recette perçue au titre de ses activités comme la délivrance de l'agrément des structures, des visas et des cartes professionnelles. Les ressources, reçues sous forme de subventions ou legs, peuvent être considérées comme faisant partie de son mode de financement si elles n'entament en rien son autonomie et son indépendance.

Il est régi par une convention signée en juillet 1996 entre les États membres de l'UEMOA. Son statut d'organe de l'UEMOA fait suite à la volonté de faire valoir la transparence, la sécurité et l'intégrité du marché financier.

1.2.3 Compartiments de la BRVM

La BRVM est divisée en trois compartiments qui sont ainsi répartis : un (01) pour les obligations et deux (02) pour les actions.

❖ Compartiment obligataire

Depuis 1988, le compartiment obligataire n'a pas enregistré beaucoup de transactions. Il est accessible aux emprunts obligataires ayant les caractéristiques suivantes : le nombre de titres à l'émission doit être au minimum de 25 000 et la valeur nominale minimale de l'émission de 500 millions de Francs CFA. Pour permettre une meilleure émission d'obligation sur ce marché, il a été divisé en deux rubriques depuis 2007 :

- Une rubrique pour les obligations régionales où sont inscrits les titres de créances des émetteurs privés et publics d'emprunts obligataires en FCFA émis dans la zone UEMOA ;
- Une rubrique pour les obligations « kolas » où sont inscrits les émissions d'organismes internationaux d'emprunts obligataires en FCFA émises dans la zone UEMOA.

❖ **Compartiment des actions**

Depuis la mise en place de la BRVM, le compartiment des actions est beaucoup plus actif que celui des obligations.

Il est subdivisé en deux sous compartiments :

Le compartiment A : il est composé des entreprises présentant les critères suivants :

- ✓ une capitalisation boursière de plus de 500 millions de francs CFA ;
- ✓ une marge nette sur chiffre d'affaires sur chacune des trois dernières années de 3% ;
- ✓ avoir cinq (05) années de comptes certifiés ;
- ✓ la signature de contrat d'animation de marché ;
- ✓ la diffusion dans le public au moins 20% de son capital, dès l'introduction en bourse ;
- ✓ l'engagement à publier les estimations semestrielles de chiffres d'affaires et les tendances de résultats.

Au compartiment B, l'admission est soumise aux conditions suivantes :

- ✓ présenter une capitalisation boursière de plus de 200 millions de francs CFA ;
- ✓ présenter 2 années de comptes certifiés ;
- ✓ s'engager à signer un contrat d'animation de marché ;
- ✓ s'engager à diffuser dans le public au moins 20% de son capital dans un délai de deux ans ou 15% en cas d'introduction par augmentation de capital

1.3 Comparaison entre les principaux outils de financement des banques

Pour faire face à leurs besoins de financement, les banques se tournent principalement vers le marché interbancaire. Le financement par le marché financier constitue un outil privilégié pour certaines banques comme un nouveau levier d'endettement.

Dans l'Union, les institutions financières ont tendance à recourir le plus au marché interbancaire pour satisfaire leurs besoins de financement. En outre, de plus en plus, l'APE se développe dans la zone, par une émission d'actions ou d'obligations. Toutefois, ces principaux modes de financement présentent des avantages et des inconvénients répertoriés dans le tableau indicatif suivant :

Tableau 2: Comparaison entre les principaux outils de financement des banques

OUTILS	Avantages	Inconvénients
<p>Marché Interbancaire</p>	<ul style="list-style-type: none"> • possibilités de prêts et d'emprunts entre établissements de crédit d'une même place ou de différentes places • possibilités de bénéficier de taux d'emprunts préférentiels 	<ul style="list-style-type: none"> • dépendance vis-à-vis des autres banques • obligation de se conformer aux taux interbancaire en vigueur dans la zone • pas de possibilités de négociations du taux d'intérêt prêteur ou emprunteur
<p>Appel Public à l'Épargne (APE)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • pas d'endettement ni de remboursement mais augmentation des fonds propres • distribution de dividendes dépendant du bénéfice • permet de lever des fonds sur un marché financier international 	<ul style="list-style-type: none"> • risque de dispersion du capital • risque de rachat de l'entreprise cotée par une entreprise concurrente (OPA hostile) • diffusion d'informations financières aux concurrents
<p>Financement interne (autofinancement)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Image d'une entreprise saine et prospère • Pas d'intérêts à payer car l'entreprise utilise les bénéfices et réserves ; • Pas de frais financier ; 	<ul style="list-style-type: none"> • Dépend des profits • Restrictions de l'investissement en cas de faibles profits • Restriction des dividendes

Source : Données collectées par l'auteur

Section 2 : Présentation du groupe Ecobank : historique et organisation, organigramme, produits et services

2.1 Bref rappel historique de la création du groupe ECOBANK

Au début des années 80, l'industrie bancaire en Afrique de l'Ouest était dominée par des filiales de banques étrangères et des banques à participation majoritaire publique ou parapublique. La quasi-inexistence de banques commerciales appartenant aux secteurs privés locaux a poussé la Fédération des Chambres de Commerce de l'Afrique de l'Ouest à initier un projet de création d'une institution bancaire régionale du secteur privé en Afrique de l'Ouest. Avec le soutien de la Communauté Économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO), elle transmettait l'exécution de ce projet à Eco promotions S.A. créée à cet effet en 1984.

En 1985, Ecobank Transnational Incorporated (ETI ou Ecobank) est né avec le statut de holding de banque. Elle fût la première expérience bancaire du genre en Afrique de l'Ouest. Avec un capital autorisé de 100 millions de dollars US, le capital initial souscrit et libéré était de 32 millions de dollars US et était mobilisé auprès de 1 200 personnes physiques et morales, des 14 pays de l'Afrique de l'Ouest. Ecobank est devenu le principal groupe bancaire régional.

ECOBANK débuta ses activités avec sa première filiale au Togo en mars 1988. Aujourd'hui, le Groupe est une banque régionale intégrée qui emploie plus de 24 000 personnes et compte 1 151 filiales et bureaux dans 32 États d'Afrique de l'Ouest, du Centre, du Sud et de l'Est¹¹. La banque a également plusieurs filiales spécialisées : Ecobank Development Corporation (EDC), EDC Investment Corporation, EDC Securities Limited, EDC Stockbrokers Limited, Ecobank Asset Management, eProcess International (eProcess), ECV Servicios Financieros Agencia de Cambios et EBI SA.

EDC a été créée avec pour mission de développer les activités de banque d'investissement et de marchés des capitaux à travers les différents pays d'implantation du Groupe. Quant à eProcess, il consiste en l'harmonisation des systèmes d'information et opérations avec un objectif ultime de centralisation des services opérationnels du Groupe afin d'améliorer l'efficacité des opérations et de réduire les coûts. ECV Servicios, a été créée pour offrir des services de

¹¹Angola, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cap Vert, Cameroun, Congo Brazzaville, Côte d'Ivoire, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée Bissau, Guinée Equatoriale Kenya, Libéria, Malawi, Mali, Niger, Nigéria, Ouganda, Rwanda, République Centrafricaine, République Démocratique du Congo, Sao Tomé et Principe, Sénégal, Sierra Léone, Tanzanie, Tchad, Togo, Zambie et Zimbabwe.

transferts d'argent au Cap-Vert. EBI SA, basé à Paris (France) est pour sa part spécialisée dans le financement des opérations des multinationales en Afrique et des sociétés africaines commerçant avec l'Europe.

ECOBANK conforte ainsi son positionnement en qualité de banque panafricaine. Le plan stratégique du Groupe inclut l'ouverture de nouvelles filiales et agences dans d'autres pays de l'Afrique Subsaharienne. À ce jour, Londres est la dernière de la plateforme de distribution internationale d'Ecobank. Celle-ci comprend une filiale à Paris et d'autres bureaux à Dubaï et Johannesburg. De plus, le groupe prévoit une ouverture prochaine de bureaux à New York et Pékin. Récemment, Ecobank a fusionné avec la banque Nigériane Oceanic International Plc et possède ainsi 100% des actions de cette banque Nigériane.

2.1.1 Présentation des missions et activités

ECOBANK se fixe comme objectif d'être une banque africaine de dimension mondiale et de contribuer à l'intégration et au développement économique et financier de l'Afrique. Pour cela, le Groupe contribue à fournir notamment aux particuliers et aux entreprises des produits et services bancaires pratiques, accessibles et de qualité.

ECOBANK exerce ses activités en tant que « banque unique » dotée d'une marque commune, avec des normes, politiques et procédures communes. En d'autres termes, ECOBANK a des services semblables dans tout son réseau quel que soit le pays où il se trouve. À cet égard, son portefeuille d'activité est diversifié.

Le groupe ECOBANK s'efforce également de respecter les meilleures pratiques internationales en matière d'éthique professionnelle et de lutte contre le blanchiment d'argent notamment. Il s'intéresse aussi à la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) notamment aux changements climatiques par le biais de sa Fondation.

2.1.2 Organisation fonctionnelle du Groupe ECOBANK

ECOBANK est devenu une banque de référence en Afrique. Elle poursuit une politique de développement et de modernisation de son réseau. Ainsi, ECOBANK est la deuxième banque de l'Afrique de l'Ouest après la fusion acquisition avec la banque Nigériane Oceanic Bank.

Le Groupe est administré par un Conseil d'administration. Chaque filiale fonctionne comme une structure autonome locale. Chaque filiale a un Conseil d'administration dont la majorité des membres sont des administrateurs non-exécutifs. ETI détient une participation majoritaire

dans le capital de toutes ses filiales mais les particuliers et les institutions du pays hôtes sont les investisseurs. ETI fourni à ses différentes filiales une assistance technique en gestion des opérations, en formation, en développement des affaires et des services de conseil.

En 2010, ECOBANK a mis en place un nouveau modèle opérationnel. En effet, la gestion du groupe se fait par secteur d'activités contrairement à la gestion par secteur géographique précédemment adoptée. Dans ce sens, la banque a adopté une organisation en trois pôles : banque d'entreprise, banque domestique et banque d'affaires. L'objectif étant de figurer parmi les premières banques sur chacun des trois marchés sur lesquels Ecobank est coté.

Les comptes Ecobank sont établis par rapport aux normes International Financial Reporting Standards (IFRS), présentés en dollar Américain et certifiés par les Commissaires aux Comptes du Groupe ETI que sont PricewaterhouseCoopers Lagos (Nigéria) et PricewaterhouseCoopers Abidjan (Côte d'Ivoire).

2.1.3 Structure du capital et de l'actionnariat

Le groupe Ecobank Transnational Incorporated a un capital autorisé de 1 276 millions de dollars répartis en 50 milliards d'actions ordinaires. Le capital libéré s'élevait à 867 millions de dollars en 2010. Au mois de juillet 2009, la banque est détenue par plus de 170 000 actionnaires privés et institutionnels

ECOBANK a ouvert son capital au public depuis le 11 septembre 2006 avec une entrée simultanée au Ghana Stock Exchange (GSE), au Nigéria Stock Exchange (NSE) et à la BRVM. À la fin Mars 2010, le Groupe comptait 180 000 actionnaires. ECOBANK est admis au premier compartiment de la BRVM et fait partie de l'indice BRVM 10.

L'actionnariat se compose à la fois d'institutions, de particuliers et du personnel du groupe. Il n'y a pas d'actionnaire majoritaire.

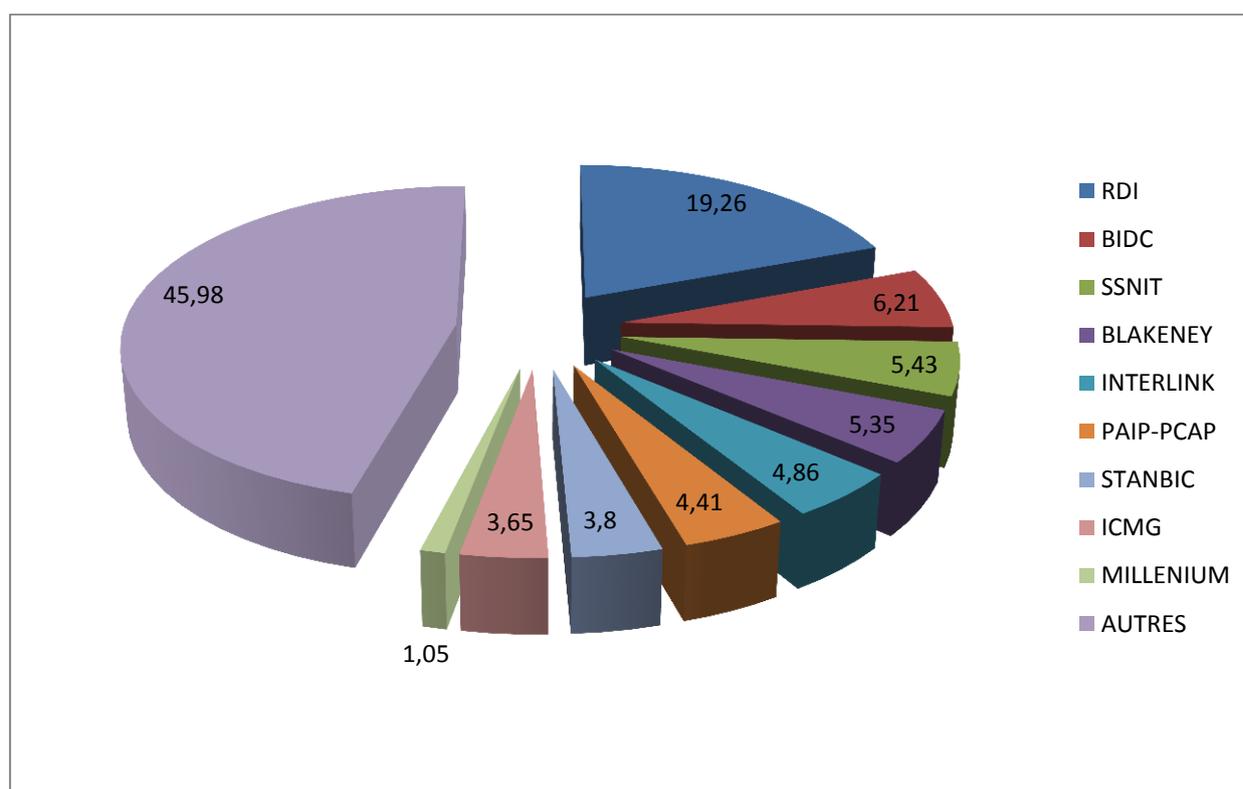
En 2007, le capital du groupe Ecobank était ainsi réparti :

Tableau 3: Structure et répartition du capital du Groupe ECOBANK

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Renaissance Direct Investments	235 871 760	19,26
B.I.D.C.	76 032 000	6,21
Social Security & National Insurance Trust (SSNIT)	66 540 594	5,43
Blakeney GP III Ltd.- Main	65 500 000	5,35
Interlink Securities Limited	59 567 058	4,86
PAIP-PCAP Sub 1 Limited	54 000 000	4,41
Stanbic Nominees Nig. Limited	46 562 826	3,80
ICMG Securities Limited	44 635 864	3,65
Millennium Global High Yield	12 900 432	1,05
SOUS TOTAL	661 610 534	54,02
TOTAL	1 224 575 994	100

Source : ECOBANK (2007)

Figure 1: Répartition du Capital du Groupe ECOBANK (en %)

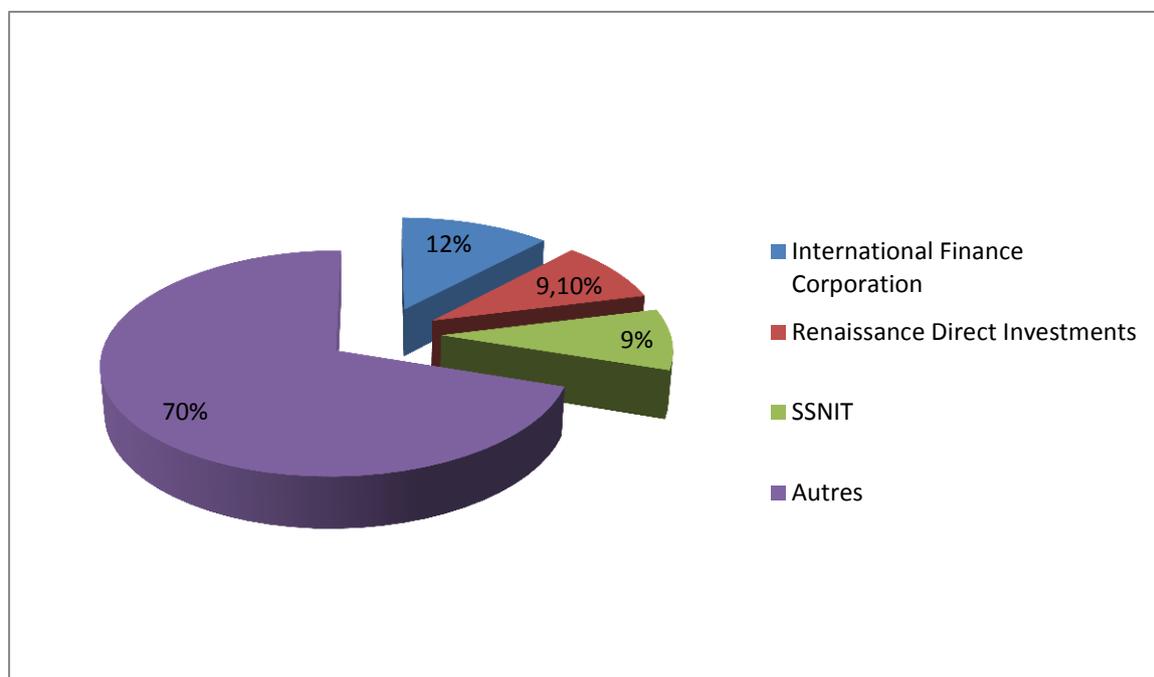


Source : ECOBANK (2007)

Nous remarquons à travers ce graphique qu'après le premier APE du Groupe, son capital était très dispersé. En effet, Renaissance Direct Investment (RDI) était l'actionnaire principal avec 19,26% du capital. Le reste des actionnaires détient entre 6 et 1%. De plus, 45,98% du capital était détenu par les petits épargnants.

Aujourd'hui, les principaux actionnaires d'ECOBANK sont notamment : International Finance Corporation (11.9%), Renaissance Direct Investment Ltd (9.1%), Social Security and National Insurance Trust (9%). À eux trois, ils détiennent 30% des actions ETI.

Figure 2: Répartition du capital du Groupe ECOBANK (en%)



Source : ECOBANK (2010)

Nous remarquons à travers ce graphique que le capital du Groupe ECOBANK est majoritairement détenu par une filiale de la Banque Mondiale (International Finance Corporation), ce qui a entraîné une diminution de près de 10% de la part de Renaissance Direct Investment dans le capital du groupe ECOBANK. Ainsi, il devient le deuxième actionnaire du Groupe avec 9,1% du capital. Il est également noté une forte dilution de ce capital dans la mesure où 70% de celui-ci est réparti entre les actionnaires et des entreprises qui ne possèdent qu'entre 1 et 5%. La majeure partie de ces actionnaires sont des particuliers.

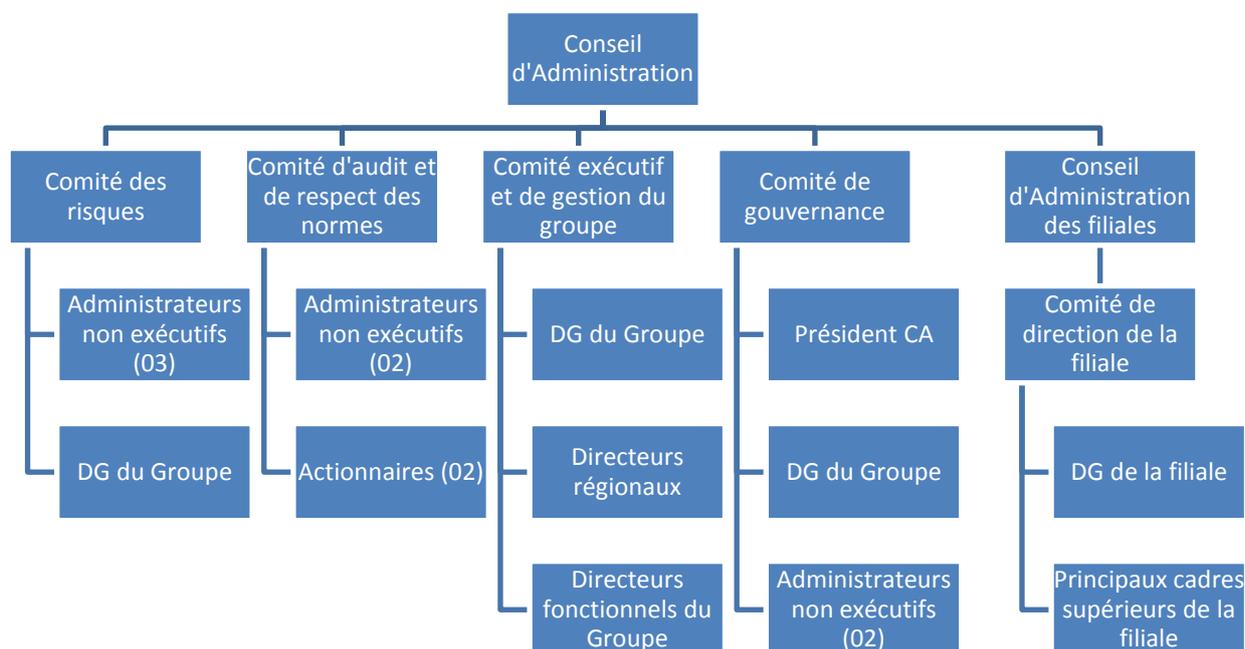
2.1.4 Organigramme

La structure du groupe ECOBANK est la suivante :

- Le Conseil d'Administration : il est élu par les actionnaires à qui il rend compte de la bonne gestion et de l'administration du Groupe. Sa principale mission est de veiller à la rentabilité à long terme de l'institution et à la protection des intérêts des actionnaires.

- Le Comité de gouvernance : il a comme mission de formuler et planifier des politiques. Il veille à leur mise en œuvre par toutes les entités du Groupe. De plus, il s'occupe de gérer les relations entre la société mère, les actionnaires et les filiales y compris avec les conseils d'administration de celles-ci.
- Le Comité d'audit et de respect des normes : il examine les contrôles internes effectués ainsi que les contrôles financiers et opérationnels. Il veille également au respect de toutes les lois, réglementations et normes opérationnelles.
- Le Comité des risques : il participe à la détermination et à l'élaboration des politiques et procédures d'approbation de crédits, la gestion des risques opérationnels, définit les risques acceptables et les critères d'acceptation de risques. Il examine aussi périodiquement les rapports sur le portefeuille de crédits et évalue les performances du portefeuille.
- Le Conseil d'administration des filiales : les filiales ECOBANK fonctionnent comme des structures autonomes. Il rend compte aux actionnaires de la gestion correcte et efficace de la filiale. Leurs obligations statutaires sont déterminées par le droit des affaires et les réglementations bancaires en vigueur dans les pays respectifs.
- Le Comité exécutif et de gestion du groupe : il gère la stratégie globale et les grandes orientations du Groupe.

Figure 3 : Extrait de l'organigramme du groupe ECOBANK



Source : ECOBANK

2.2 Produits et services commercialisés

ECOBANK offre des produits destinés à la clientèle de détail, d'investissement et de transaction, aux gouvernements, aux institutions financières, aux sociétés multinationales, aux agences internationales, aux PME ainsi qu'aux particuliers. ETI sert plus de 2,7 millions de clients.

Ecobank intervient dans plusieurs domaines d'activités notamment :

- la gestion et la mise à disposition de moyens de paiement ;
- le commerce international ;
- le marché de capitaux ;
- le courtage en bourse ;
- la gestion d'actifs ;
- le conseil en placements.

À ce titre, ECOBANK offre une gamme diversifiée de produits et services dont :

- le compte courant ;
- le transfert de fonds par Rapidtransfer ;
- le dépôt à terme ;
- le paiement et la collecte de fonds de valeur ;
- les produits e-banking ;
- les services de transferts rapides par Western Union et de change ;
- les crédits particuliers ;
- les prêts commerciaux ;
- la mise à disposition de cartes de paiement et de crédit à travers notamment la carte régionale ;
- le compte d'épargne ;
- les crédits immobiliers.

Chapitre 2 : Méthodes d'investigations et difficultés de recherche

Section 1 : Présentation des outils et techniques d'investigation

Tout travail de recherche implique une démarche structurée et cohérente afin d'en assurer sa pertinence. Plusieurs investigations ont été réalisées dans le cadre de ce travail de recherche. Elles comprennent pour l'essentiel la collecte de données, la collecte documentaire et l'élaboration de guides d'entretiens.

1.1 Collecte des données

Elle a été établie sur la base des données chiffrées issues de nos recherches et portant notamment sur le groupe ECOBANK, la BCEAO, la BRVM et l'environnement économique de l'UEMOA.

1.2 Collecte documentaire

Pour la réalisation de notre étude, nous avons entrepris une recherche documentaire basée sur des rapports publiés par le Groupe Ecobank et la BRVM notamment à travers des publications les plus récentes et disponibles (2008-2010). Cette recherche documentaire a été complétée par des études et ouvrages spécialisés en finance, lesquels constitueront un grand apport au niveau de la définition de notre cadre analytique.

1.3 Élaboration de guides d'entretien

Il nous a paru également nécessaire de recueillir l'avis de certains responsables de BRVM, du Groupe ECOBANK et de la CGF Bourse. L'objectif étant d'avoir une meilleure connaissance notamment du contexte et des conditions d'introduction de l'action ECOBANK mais également d'avoir leur appréciation sur les perspectives de cette action au niveau de la BRVM. L'exploitation de ces guides d'entretien permet aussi de conforter nos recherches et analyses empiriques vis-à-vis de l'action ETI.

Section 2 : Difficultés de recherche

Nous avons fait face à plusieurs difficultés dans la réalisation de ce mémoire. D'abord, le manque de documentation précise sur l'appel public à l'épargne dans l'UEMOA. Ensuite, la difficulté d'obtention de stage a été un facteur bloquant dans la collecte de certaines données notamment celles concernant l'organigramme du Groupe, le nombre d'actions en circulation, le cours de l'action ETI, etc.

De plus, nous avons rencontrés des difficultés par rapport à la prise de contacts avec les responsables de CGF et du Groupe ECOBANK pour administrer les guides d'entretiens.

Ainsi, ces difficultés susmentionnées ont constitué des limites dans notre travail de recherche.

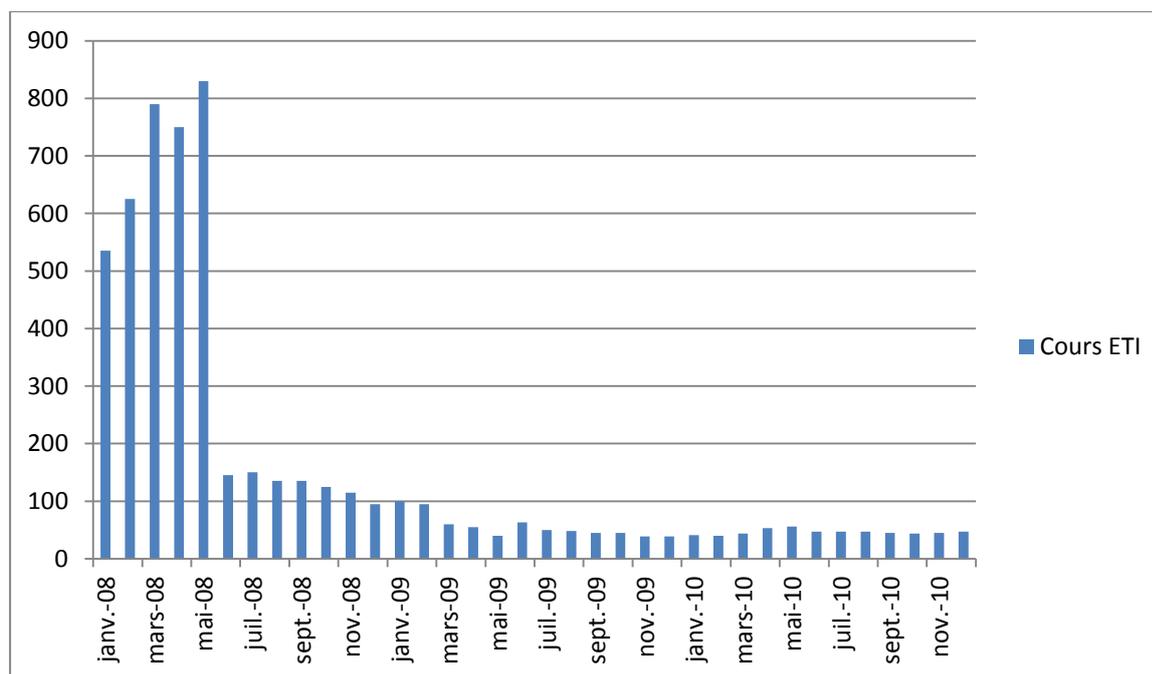
3^{EME} PARTIE : CADRE ANALYTIQUE

Chapitre 1 : Analyse empirique des déterminants de la faible valorisation boursière des actions ETI de Ecobank

Section 1 : Analyse du comportement de l'action ETI et de son indice BRVM10

Le groupe ECOBANK a introduit pour la première fois, simultanément, son action en 2006 au niveau de trois places boursières (Nigerian Stock Exchange, Ghana Stock Exchange et BRVM) pour des objectifs stratégiques. En effet, l'objectif principal du Groupe est de devenir une banque de renom et de grande envergure sur le plan financier. Ainsi, pour atteindre cet objectif, il a décidé de faire une Offre Publique de Vente afin d'augmenter son capital. En 2008, le Groupe a effectué un nouvel appel public à l'épargne, au moment où l'action cotait plus de 500 FCFA. L'action ETI est en baisse continue depuis Juin 2008. La figure suivante illustre l'évolution du cours de l'action ETI entre 2008 et 2010.

Figure 4: Évolution du cours de l'action ETI



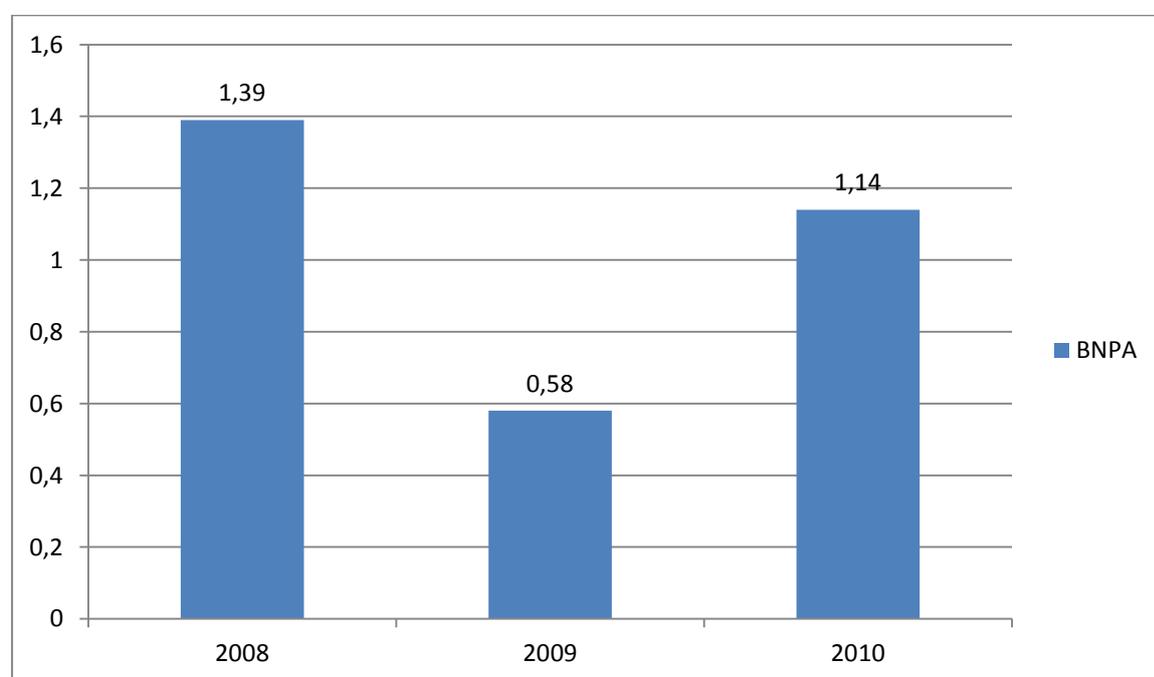
Source : BRVM – bdfin¹²

¹² Base de Données Financières de la BRVM

Nous remarquons une évolution constante de janvier à mai 2008. Durant cette période, l'action est passée exactement de 535 FCFA à 830 FCFA, soit une hausse de 55,14%. Ce qui constitue la plus forte croissance relevée du cours durant la période. De mai 2008 à Juin 2008, le cours de l'action est passé respectivement de 830 à 145 FCFA soit une baisse mensuelle de 82,53%. À partir de juin 2008 et jusqu'en décembre 2010, le cours n'a cessé de baisser pour atteindre 39 FCFA en novembre et décembre 2009 représentant ainsi le cours le plus bas de la période. Le cours de l'action est passé en deçà de 100 FCFA à partir de Novembre 2009 avant de remonter en janvier 2009 pour ensuite connaître une tendance baissière depuis février 2009.

Ecobank a connu durant cette même période des bénéfices par action en dents de scies.

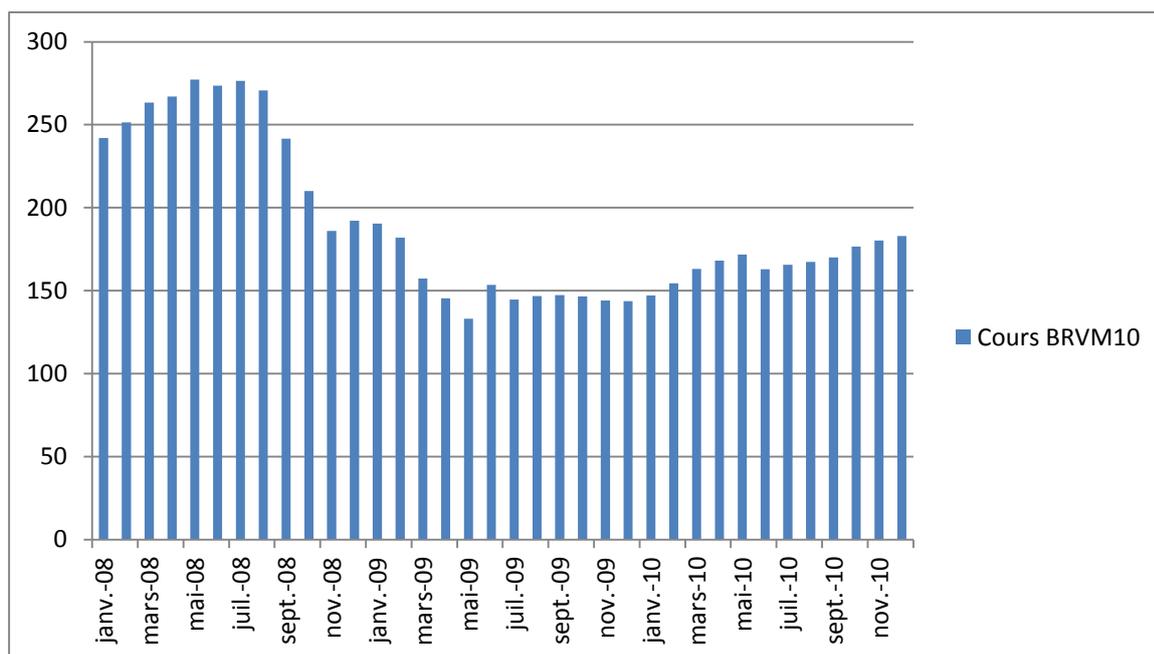
Figure 5 : Bénéfice Net Par Action de l'action ETI (en cents dollars)



Source : Rapports d'activités Ecobank (2008-2010)

Après un BNPA qui s'est établi à 1,39 cents \$US en 2008, les actionnaires de ECOBANK ont connu une forte baisse de leur rentabilité sur l'action ETI de 0,58% pour atteindre 0.58 cents dollars en 2009. Le BNPA a ensuite connu une hausse de 0,96% pour l'année 2010. Globalement, le bénéfice net par action de l'action ETI a connu une baisse de 0,17%.

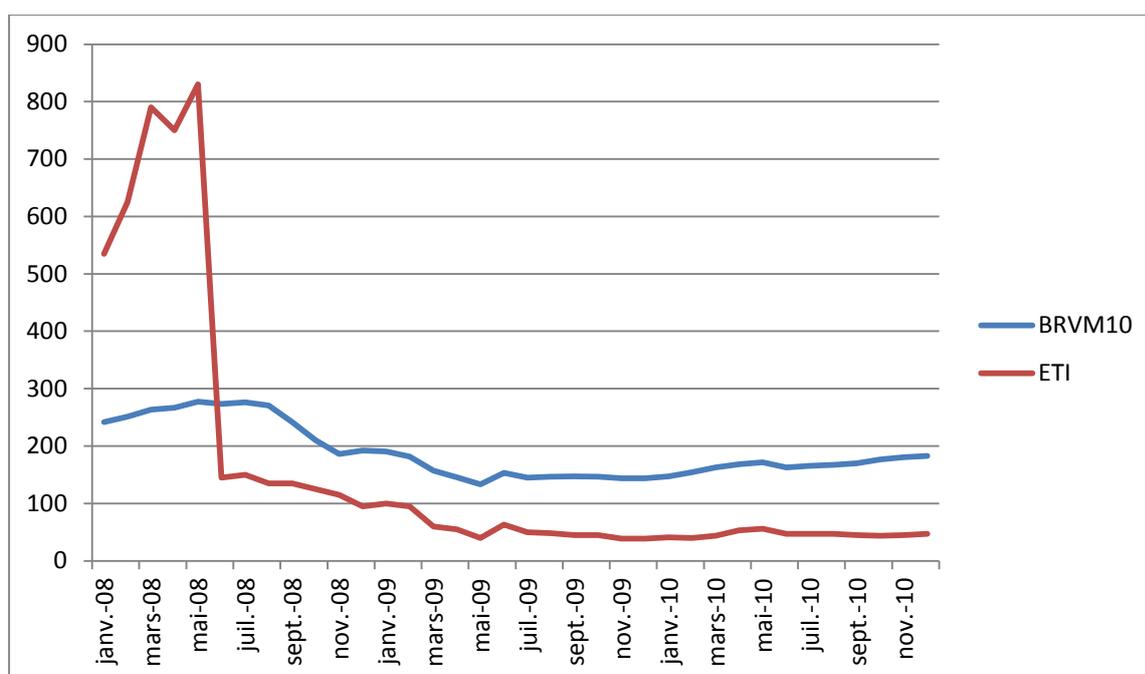
Figure 6 : Évolution de l'indice BRVM10



Source : BRVM – bdfin

Ce graphique nous renseigne sur l'évolution de l'indice BRVM10 entre 2008 et 2010. Nous remarquons une faible baisse de cet indice boursier. Son plus haut niveau a été noté en mai 2008 avec 277,28 points et le plus bas un an plus tard (mai 2009) avec 133,16 points.

Figure 7 : Évolution comparative entre BRVM10 et ETI



Source : BRVM – bdfin

L'observation du graphique n°7 montre que le cours de l'action ETI a été au-dessus de son indice boursier jusqu'en juin 2008 ; à partir de juillet 2008, c'est-à-dire quelques mois après le second APE, l'action a connu une baisse plus importante que son indice.

Section 2 : Analyse des résultats issus des guides d'entretien

2.1 Profil des interviewé(e)s

Pour les besoins de renseignements de nos guides d'entretiens, nous avons ciblé notamment les responsables financiers et des opérations en bourse du groupe ECOBANK. En effet, nous avons jugé opportun de recueillir leurs avis à l'effet de mieux conforter notre analyse et nos résultats empiriques.

En outre, un entretien a été réalisé avec la Responsable de l'Antenne nationale de Dakar, afin d'avoir son point de vue sur les conditions et le contexte de l'APE de l'action ETI ECOBANK. Par ailleurs, nous avons également soumis une grille d'entretien à la CGF Bourse au regard de son rôle dans la gestion des opérations de vente de l'action sus-mentionnée.

2.2 Appel Public à l'Épargne

L'appel public à l'épargne au sein de l'UEMOA suit une procédure pré établie. L'APE est sous le contrôle du CREPMF et est régi par un règlement qui met en évidence l'organisation, le fonctionnement et le contrôle du marché financier régional de l'UMOA.

Il existe un contrôle à priori exercé au niveau du Conseil Régional pour l'APE. En effet, il consiste à mettre à la disposition du CREPMF les documents relatifs aux émetteurs faisant l'APE pour un visa. Ce visa étant obligatoire, sa non obtention entraîne la nullité de l'opération. Cette non-conformité aux exigences du CREPMF peut faire l'objet de sanctions sans poursuites judiciaires. Toutefois, certains titres ne sont pas obligés de bénéficier d'un visa du Conseil Régional. Ce sont les titres nouveaux attribués à l'occasion d'une incorporation de réserves, émis avec une augmentation de capital en substitution de titres déjà cotés, émis avec augmentation de capital et réservés en totalité aux salariés de l'émetteur ou de son groupe, créés en contrepartie de l'exercice de droits de souscription, d'échange ou autres dans le cadre d'une précédente émission de valeurs mobilières inscrites à la cote, attribués en paiement de dividendes.

Le contrôle à posteriori de l'appel public à l'épargne par le Conseil Régional s'exerce par la vérification des publications légales, réglementaires, judiciaires ou autres, mise à la charge des émetteurs.

Après le contrôle à priori, s'en suit l'introduction en bourse de ses titres. Cette introduction peut faire l'objet d'un veto du CREPMF lorsque celui-ci pense que les titres présentés à l'émission sont très risqués pour les épargnants.

Le rôle de la BRVM dans cette procédure est de gérer les titres mis à la disposition du public de façon à faciliter leur échange. Elle organise le marché boursier ainsi que la diffusion des informations. Elle a aussi l'obligation de communiquer les cours des titres, et toutes informations susceptibles d'aider les potentiels acheteurs à mieux décider.

2.3 Difficultés rencontrées lors de l'APE

En analysant le guide d'entretien de l'Antenne Nationale de la BRVM, il a été noté qu'aucune difficulté majeure n'a été notée durant cet Appel Public à l'Épargne. En effet, avant et pendant l'APE, le Groupe a respecté les procédures pré établies par le CREPMF. De plus, la publicité lors de l'APE a beaucoup marqué les esprits ce qui témoigne de la réussite de cet APE du point de vue propagande. Les personnes ciblées ont été très réceptives et ont souscrit en majorité. La possibilité de souscrire aux actions dans tous les agences du Groupe Ecobank a, aussi, contribué à un grand nombre de nouveaux souscripteurs.

La seule difficulté constatée a été du point de vue des souscripteurs. En effet, la plupart des nouveaux actionnaires se sont retrouvés avec moins d'actions qu'initialement souscrites. Pour les émetteurs, cela est dû à un problème de conversion du dollar en FCFA.

2.4 Perspectives de la BRVM sur l'action ETI

Les interviewés, notamment la BRVM n'ont pas souhaité s'exprimer sur la question relative aux perspectives de l'action ETI. Mais, d'après nos recherches et au regard de la tendance baissière observée sur celle-ci, nous pouvons dire que l'action ETI constitue le titre le plus négocié sur le marché financier. Ceci s'explique par la faiblesse de son cours qui favorise ainsi une augmentation des opérations d'achat et de ventes.

Section 3 : Étude de la faiblesse de la valorisation boursière des actions ETI

3.1 Présentation des modèles théoriques d'évaluation des titres

En vue de l'étude empirique de la faible valorisation boursière des actions ETI, nous allons utiliser deux (02) modèles théoriques. D'une part, le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou Capital Asset Pricing Model (CAPM) a été utilisé en vue de déterminer une estimation du taux de rendement attendu par le marché (les investisseurs) pour un titre financier en fonction de son risque systématique. D'autre part, le Price Earning Ratio (PER) est présenté pour vérifier si le cours ETI est bien évalué par le marché de la BRVM.

3.1.1 Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF)

C'est un modèle qui stipule que seul le risque de marché est rémunéré par les investisseurs. Markowitz (1959) est le précurseur des travaux sur la théorie moderne de portefeuille en rapport à la gestion des actifs financiers. Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966) et Black (1972) ont ainsi développé un modèle permettant d'identifier la relation linéaire entre la rentabilité des actifs financiers et leur niveau de risque. Cette théorie est appelée Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF).

Le MEDAF permet de connaître la rémunération exigée par un investisseur sur un titre financier. La rentabilité espérée est égale au taux sans risque majoré d'une prime de risque uniquement liée au risque de marché de l'actif. D'où la formule du MEDAF :

$$\widetilde{R}_{it} = r_f + \beta_i \times (\widetilde{R}_{mt} - r_f)$$

$$\text{avec } \beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

✓ Arguments du modèle

\widetilde{R}_{it} : taux de rendement exigé par les investisseurs sur le titre i à la période t

r_f : taux sans risque du marché mesuré par le taux de rendement des bons du trésor

\widetilde{R}_{mt} : taux de rendement du marché à la période t

β_i : coefficient de volatilité du rendement du titre i par rapport au rendement de marché boursier.

✓ Interprétation du Bêta

Le ratio bêta permet d'anticiper le comportement d'une action par référence à son marché.

- Si $\beta > 1$: il y a une forte volatilité du titre par rapport au marché autrement dit, le titre est risqué (agressif) ;
- Si $0 < \beta < 1$: il y a une moindre exposition du titre au risque, en d'autres termes, le titre est dit défensif ;
- Si $\beta = 1$: le titre évolue strictement dans la même direction que le marché boursier, le risque est neutre. Ceci est un cas exceptionnel.

Le MEDAF prend en compte deux paramètres :

- Le taux de rendement de l'actif sans risque (r_f) qui est approximé par les rendements des bons du trésor ;
- La prime de risque pour l'investisseur $(E(R_m) - r_f) \times \beta_i$: elle permet de rémunérer le risque associé au placement opéré par l'investisseur sur le titre. S'il est inférieur à zéro, il n'y a pas de risque encouru, s'il est supérieur à zéro, l'investisseur encours un risque et il n'existe pas de risque lorsque la prime est égale à zéro.

Le taux de rendement calculé par le biais du MEDAF peut être calculé sur la base de deux types de données : données historiques et données probabilisées.

- **Méthode des données historiques**

$$\text{cov}(R_i, R_m) = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{N}$$

$$\text{Var}(X) = \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{N}$$

$$\text{Var}(R_m) = \frac{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}{N}$$

avec :

R_i : rendement associé au titre i à la période t

$\bar{R}_i = \frac{\sum R_{it}}{N}$: rendement moyen espéré calculé par la méthode des données historiques

R_m : rendement du marché boursier à la période t

$$\overline{R_m} = \frac{\sum R_{mt}}{N} : \text{rendement moyen espéré du marché}$$

N : nombre d'observations (années, semaines, mois ...)

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: covariance associée au rendement du titre i et au rendement du marché

- **Méthode des données probabilisées**

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \sum P_{it} (R_{it} - E(R_i))(R_{mt} - E(R_m))$$

$$\text{Var}(R_m) = \sum P_{it} (R_{mt} - E(R_m))^2$$

$$E(R_m) = \sum P_{it} \times R_{mt}$$

Dans ce cas, on considère qu'à chaque rendement possible on va y associer une probabilité de réalisation.

$$\forall i, R_i \rightarrow P_i$$

$$\sum P_i = 1 \text{ avec}$$

R_i : rendement possible du titre i

P_i : probabilité de réalisation associée au rendement du titre i

$E(R_i) = \sum P_{it} \times R_{it}$: rendement espéré du titre i calculé par la méthode des données probabilisées

$E(R_m) = \sum P_{it} \times R_{mt}$: rendement espéré associé au marché boursier

P_t : probabilité de réalisation associé au rendement du marché boursier à la période t

$\text{Var}(R_m) = \sigma^2(R_m)$: variance (risque) associée au rendement du marché boursier

3.1.2 Price Earning Ratio (PER)

Le PER, encore appelé multiplicateur boursier, permet d'estimer la valeur d'une action d'une société à l'instant t . Cette méthode consiste, pour obtenir la valeur d'une action d'une société, à multiplier son bénéfice net après impôts par le PER. La formule du PER est la suivante :

$$PER = \frac{\text{cours de l'action}}{BPA HT}$$

avec

$$BPA_{HT} = \frac{\text{Bénéfice avant impôt (BAI)}}{\text{nombre d'actions}}$$

✓ **Interprétation du PER**

- Lorsque le PER >1, le cours de l'action est supérieur au BPA. Le cours de l'action est considéré comme surévalué ;
- Lorsque le PER <1, le BPA est supérieur au cours de l'action. Dans ce cas, on dira que le cours de l'action est sous-évalué ;
- Lorsque le PER =1, le cours de l'action est égal au BPA, l'action n'est ni surévalué ni sous-évalué.

3.2 Méthodologie et choix des données

Nous nous intéressons à l'évaluation du taux de rendement attendu pour l'action ETI ECOBANK à partir de l'utilisation des modèles d'évaluation des titres financiers notamment par le recours au MEDAF et au PER.

La base de collecte de données utilisée s'établit sur la période allant de 2008 à 2010. Il a été retenu principalement les taux de rendements de l'action ETI, les taux de rendements de son indice boursier (BRVM10) ainsi que d'autres données permettant d'opérer cette évaluation (cours action ETI, BNPA etc.). Pour le taux sans risque du marché, le taux moyen des bons de trésor de la zone UEMOA a été retenu.

3.3 Application empirique à l'action ETI ECOBANK

Pour l'application empirique à l'action ETI, nous avons utilisé le tableur Excel pour un calcul rapide des données.

3.3.1 Application empirique du MEDAF à l'action ETI ECOBANK

Pour l'application empirique, nous avons d'abord calculé pour les trois années (2008-2010) les rendements périodiques du titre ETI et de l'indice BRVM10. Ensuite, nous avons déterminé les

variances associées aux rendements de l'action ETI et de son indice boursier ainsi que leur covariance, le bêta de l'action, les rentabilités moyennes annuelles et la prime de risque.

- Les rendements périodiques (R_t) : ont été calculés sur la base de la formule

$$\frac{\text{cours } t - \text{cours } t - 1}{\text{cours } t - 1}$$

Toutefois, nous précisons que le calcul du rendement périodique de l'action ETI n'a pas tenu compte des dividendes.

- Les variances (Var) : nous avons utilisé la formule VAR.P.N (rendement 1 à n) des deux variables ;
- La covariance : a été calculée par la formule COVARIANCE. PEARSON (rendement 1 à n BRVM10 ; rendement 1 à n titre ETI) ;
- Le bêta : son calcul résulte du rapport entre la covariance et la variance du marché (indice BRVM10) ;
- La prime de risque : correspond à la différence entre la rentabilité annuelle (RA) du marché et le taux de l'actif sans risque (ASR) à laquelle nous avons multiplié par le bêta. La rentabilité annuelle du marché est la résultante du rapport suivant

$$\frac{\text{cours décembre} - \text{cours janvier}}{\text{cours janvier}}$$

- La rentabilité à l'équilibre ou MEDAF est obtenue par :

$$\text{Actif sans risque} + \text{bêta} \times \text{prime de risque} .$$

Ci-après, nous présentons l'application empirique du MEDAF sur les trois années (2008-2010) :

Table 1: Application empirique MEDAF 2008

	BRVM10	ETI		
Date	Cours fin	Cours fin	Rt BRVM10	Rt ETI
janv-08	241,92	535		
févr-08	251,39	625	0,03914517	0,1682243
mars-08	263,38	790	0,04769482	0,264
avr-08	267	750	0,0137444	-0,05063291
mai-08	277,28	830	0,03850187	0,10666667
juin-08	273,53	145	-0,01352424	-0,8253012
juil-08	276,5	150	0,01085804	0,03448276
août-08	270,62	135	-0,02126582	-0,1
sept-08	241,65	135	-0,10705048	0
oct-08	210,08	125	-0,13064349	-0,07407407
nov-08	186,01	115	-0,1145754	-0,08
déc-08	192,08	95	0,03263265	-0,17391304
VAR	0,00410457	0,07253296		
Covariance	0,00325798			
Beta	0,7937461			
RA	-0,20601852	-0,82242991		
ASR	0,0649			
prime de risque	-0,21504052			
Rentabilité à l'équilibre	-15,01%			

Source : Données collectées et calculées par l'auteur

Nous remarquons qu'en 2008, l'action ETI et son indice BRVM10 ont une covariance positive (0,0032). Ce qui signifie que le titre évolue dans le même sens que le marché. En d'autres termes, lorsque le marché est à la baisse, le titre l'est aussi. De plus, nous trouvons, un bêta compris entre 0 et 1 (0,7937). Ce qui implique que le titre ETI est défensif et est relativement moins risqué. Avec une prime de risque de -0,2150, on peut conclure que la rentabilité du marché est inférieure à l'actif sans risque. Cela signifie qu'il pourrait être préférable de détenir des bons du trésor (ASR) plutôt que le titre ETI.

Table 2: Application empirique MEDAF 2009

	BRVM10	ETI		
Date	Cours fin	Cours fin	Rt BRVM10	Rt ETI
janv-09	190,4	100		
févr-09	181,91	95	-0,04459034	-0,05
mars-09	157,41	60	-0,13468199	-0,368421053
avr-09	145,49	55	-0,07572581	-0,083333333
mai-09	133,16	40	-0,08474809	-0,272727273
juin-09	153,56	63	0,15319916	0,575
juil-09	144,74	50	-0,05743683	-0,206349206
août-09	146,78	48	0,01409424	-0,04
sept-09	147,35	45	0,00388336	-0,0625
oct-09	146,57	45	-0,00529352	0
nov-09	144	39	-0,01753428	-0,133333333
déc-09	143,6	39	-0,00277778	0
Var	0,004964976	0,05260159		
Covariance	0,015278953			
Beta	3,077346499			
RA	-0,245798319	-0,61		
ASR	0,0638			
prime de risque	-0,952741304			
Rentabilité à l'équilibre	-88,89%			

Source : Données collectées et calculées par l'auteur

En 2009, la covariance reste encore positive avec une évolution de 3,68 points pour atteindre 0,0152. Ici aussi, le titre évolue dans le même sens que le marché. Autrement, lorsque le marché est en baisse, le titre va baisser aussi. De plus, il est relevé un bêta élevé car il est supérieur à 1 ce qui implique que l'action est très risqué. La prime de risque a évolué entre les deux années de 3,4305 points. En 2009, elle s'élève à -0,9527, ce qui peut se traduire par un manque de confiance des investisseurs par rapport au titre ETI ECOBANK. Ainsi, les investisseurs préféreront investir dans les bons du trésor que dans ce titre.

Table 3: Application empirique MEDAF 2010

	BRVM10	ETI		
Date	Cours fin	Cours fin	Rt BRVM10	Rt ETI
janv-10	147,22	41		
févr-10	154,48	40	0,04931395	-0,02439024
mars-10	163,03	44	0,05534697	0,1
avr-10	168,08	53	0,03097589	0,20454545
mai-10	171,84	56	0,0223703	0,05660377
juin-10	162,89	47	-0,05208333	-0,16071429
juil-10	165,7	47	0,01725091	0
août-10	167,3	47	0,009656	0
sept-10	169,98	45	0,01601913	-0,04255319
oct-10	176,5	44	0,03835745	-0,02222222
nov-10	180,3	45	0,02152975	0,02272727
déc-10	182,96	47	0,01475319	0,04444444
Var	0,00072063	0,007578962		
Covariance	0,00148093			
Beta	2,05503349			
RA	0,24276593	0,146341463		
ASR	0,0540			
prime de risque	0,38792031			
Rentabilité à l'équilibre	44,19%			

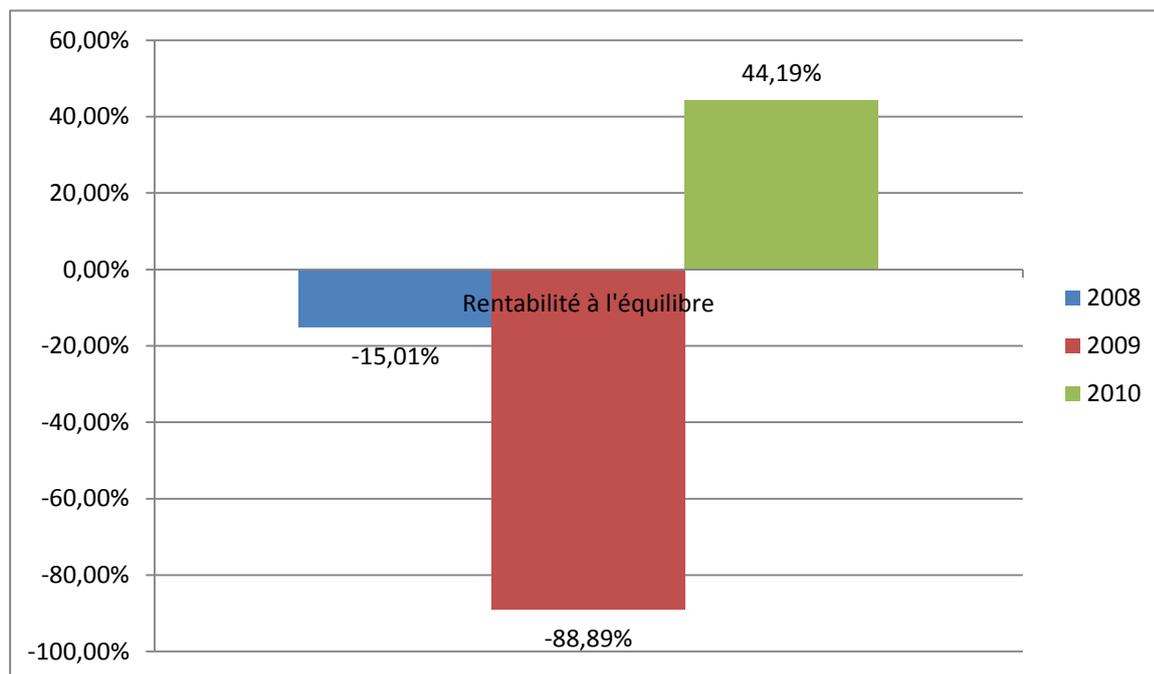
Source : Données collectées et calculées par l'auteur

La covariance du titre ETI et de l'indice BRVM10 s'est établie à 0,0014 en 2010. Elle reste positive mais le titre est moins lié au marché. Le bêta a connu une baisse de 33,22% en atteignant 2,0550 en 2010. Il reste, toutefois, supérieur à 1 ce qui implique que le titre reste volatile. L'action ETI est dite cyclique et amplifie les réactions du marché. La prime de risque a connu une baisse de 1,4071 et atteint 0,3879 en 2010. Ce qui veut dire que la rentabilité du marché est supérieure à celle de l'actif sans risque. Le titre ETI reste toutefois à un niveau risqué à cause de son bêta élevé.

Table 4: Rentabilité à l'équilibre (2008-2010)

	2008	2009	2010
Rentabilité à l'équilibre	-15,01%	-88,89%	44,19%

Source : Données collectées et calculées par l'auteur

Figure 8: Rentabilité à l'équilibre (2008-2010)

Source : Données traitées par l'auteur

Le calcul du MEDAF sur les trois années permet d'obtenir les résultats ci-dessus. La rentabilité requise par le MEDAF pour le titre ETI reste négative sur les deux années 2008 et 2009. En effet, elle est passée de -15,01% à -88,89%. En 2010, elle connaît un bon spectaculaire de 149% passant de -88,89% à 44,19%. Cela peut s'expliquer par le nombre de titre échangé sur l'action.

3.3.2 Application empirique du PER à l'action ETI ECOBANK

Le calcul du PER sur l'action ETI n'a pas tenu compte de l'incidence fiscale. À cet effet, nous nous sommes basés sur le Bénéfice Avant Impôts (BAI).

Dans cette partie, nous avons travaillé aussi bien avec des données collectées (cours moyen du titre ETI, nombre d'actions ETI) à travers le rapport de la CGF que sur des données issues des rapports d'ECOBANK (bénéfice avant impôt pour les années 2008, 2009 et 2010).

Table 5: Application empirique du PER sur ETI (2008-2010)

	2008	2009	2010
BAI (en \$ US)	162 385 000	101 066 000	169 026 000
Taux de change au 31 décembre	471,18122	457,99057	489,86742
BAI (en FCFA)	76 512 762 410	46 287 274 948	82 800 330 533
Nombre d'actions	8 733 443 154	9 914 499 017	12 402 055 557
Cours moyen	132	57	46
BPA HT (en FCFA)	8,76	4,67	6,68
PER	15,0670	12,2091	6,8900

Source : Données collectées et calculées par l'auteur

L'action ETI a connu une évolution de son BAI qui est passé de 76 512 762 410 FCFA à 82 800 330 533 FCFA en 2010 soit une hausse de 8,2177%. Ce qui traduit un bon résultat commercial pour ces trois (3) années. Par contre, le cours moyen de l'action pour les trois années (2008-2010) est passé de 132 FCFA à 46 FCFA soit une baisse de 65,15% imputable à la baisse continue du cours de l'action ETI. Le PER est supérieur à 1 sur toute la période, ce qui veut dire que le BPA Hors Taxes (valeur comptable) est inférieur au cours de l'action (valeur de marché). Il est ainsi passé de 15,0670 en 2008 à 12,2091 en 2009 et 6,8900 en 2010. Nous remarquons une baisse du PER de 54,27% sur les trois années.

Étant donné que le Groupe ECOBANK est basé au Togo, nous avons consulté le Code Général des Impôts du Togo pour savoir le taux d'imposition dans ce pays. Le taux est de 30%. Il a été appliqué au BPA HT pour déterminer le BNPA afin de pouvoir déterminer le cours de l'action ETI avec le PER.

Table 6 : Calcul du cours ETI avec le PER (2008-2010)

BPA HT (en FCFA)	8,76	4,67	6,68
PER	15,0670	12,2091	6,8900
Bénéfice Net Par Action (BNPA)	6,13	3,27	4,67
Cours	92,40	39,90	32,20

Source : Données collectées et calculées par l'auteur

Nous constatons ici que le cours moyen du titre ETI calculé avec le PER est plus faible. Notre évaluation nous a donné un cours moyen de 92,40 FCFA au lieu de 132 FCFA précédemment établi par la CGF cette tendance est similaire pour les deux autres années.

Section 4 : Vérification des hypothèses

D'après nos interviewés, l'APE du groupe ECOBANK a suivi et respecté toutes les procédures. En effet, l'APE a su relever le défi de la communication à grande envergure et respecter les dispositions du CREPMF, du DC/BR, de la BRVM et des SGI concernées. De plus, la cotation multiple avait comme objectif, selon l'ancien Directeur du Groupe, de répondre aux besoins futurs en capitaux du Groupe et de lever des capitaux additionnels pour soutenir ses projets de développement et consolider sa croissance. L'atteinte de cet objectif est controversée. En effet, il était prévu un levé de fonds de 2,5 milliards de dollars soit 1 140 milliards de FCFA au terme de l'opération mais le Groupe n'a pu mobiliser que 550 millions \$US (22%) soit 252 milliards de FCFA selon les résultats publiés en février 2009.

Partant de ce constat, on peut aisément dire que le groupe a globalement respecté les procédures dictées par le CREPMF mais l'objectif de l'introduction n'a pas été atteint.

Ce qui nous permet de confirmer notre première hypothèse à savoir : l'opération d'APE d'Ecobank de 2008 n'a pas connu un succès.

Le MEDAF permet de déterminer une rentabilité à l'équilibre requis par l'investisseur pour un titre financier. Pour le cas du titre ETI, nous avons calculé les taux de rentabilités exigées. Il ressort de ces calculs que les valeurs obtenues sont négatives sauf pour la dernière année (2010).

De plus, le calcul du PER a révélé un PER inférieur à 1 donc des titres sous évalués par leur marché. Nous avons noté précédemment qu'un PER >1 signifie que le BPA est inférieur au cours de celle-ci. Ainsi, étant donné que les valeurs du PER issu de l'action ETI sont respectivement de 15,0670, 12,2091 et 6,8900 en 2008, 2009 et 2010, nous pouvons conclure que l'action ETI est surévaluée.

Ce qui permet d'infirmer notre deuxième hypothèse selon laquelle, le cours des actions ETI a été sous-évaluée par le marché de la BRVM.

En effet, le titre ETI est la seule action dont le cours cote moins de 100 FCFA depuis presque trois ans. Le titre est très risqué mais reste toutefois le plus échangé en termes de volume de transactions sur le marché de la BRVM. Par ailleurs, son bêta est très élevé sur les trois ans (2008-2010). Même si la Responsable de l'Antenne nationale de la BRVM au Sénégal n'a pas voulu s'avancer sur la question, l'avenir de l'action ETI sur le marché financier de l'UEMOA reste incertain. Selon Gabriel FAL (2011) dans l'article de Stéphane BALLONG dans Jeune Afrique, « ETI a été une déception au cours de ces trois dernières années à la BRVM(...) ».

Son entrée à la BRVM en 2006 s'est fait avec un cours au-dessus de 1000 FCFA. Puis ensuite, l'action ETI a connu une chute continue de sa valeur. Elle est devenue le titre le plus bas au niveau du marché financier. Ces cours très faibles cachent paradoxalement les bons résultats financiers enregistrés par le Groupe.

Les prévisions de l'action ETI au niveau de la BRVM ne sont pas bonnes. Notre troisième hypothèse est ainsi confirmée.

Chapitre 2 : Recommandations

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons dégagé des recommandations dans le sens d'une meilleure facilitation de la collecte de fonds par APE des banques. Ces recommandations seront d'ordre général et d'ordre spécifique.

Ces recommandations vont à l'endroit du groupe ECOBANK, de la BRVM et du CREPMF.

Section 1 : Recommandations générales

Les recommandations d'ordre général sont adressées à toutes les entreprises (banques) souhaitant faire une introduction en bourse ainsi qu'aux États partis de l'UEMOA.

Les entreprises africaines devraient faire preuve de bonne volonté dans la gouvernance économique et la transparence financière. Cela passe d'abord par une divulgation et une amélioration de la qualité des états financiers, afin de créer un climat de confiance entre elles et le marché financier.

Dans le but de mieux inciter les institutions financières à faire recours à l'Appel Public à l'Épargne, les États devraient :

- Accompagner les efforts des antennes nationales de la BRVM dans leurs pays respectifs en incitant celles-ci à aller vers les entreprises pour leur expliquer les avantages d'une cotation sur le marché de la BRVM ;
- Accompagner les entreprises par la mise en place d'un fonds d'appui pour l'introduction en bourse ;
- Harmoniser les politiques fiscales en matière de valeurs mobilières. En effet, le taux pour l'Impôt sur le Revenu des Valeurs Mobilières (IRVM) dans l'UEMOA est laissé à la libre application des pays membres. Ainsi, pour les dividendes, la situation est la suivante : 10% pour le Bénin, 12,5% (6.25% pour les distributions des 3 premiers exercices) pour le Burkina-Faso. Pour la Côte-d'Ivoire, le taux est de 10% pour les dividendes de sociétés cotées à la BRVM, 18% pour les distributions de bénéfice exonérés de l'impôt sur les BIC, 12% dans les autres cas. La Guinée-Bissau, le Mali, le Niger ainsi que le Sénégal ont un taux de 10%. Quant au Togo, le taux est de 10% pour les sommes versées à une personne physique, 20% pour les sommes versées à une personne morale pour le Togo. Le projet d'harmonisation de cette fiscalité est en cours d'étude.

Section 2 : Recommandations spécifiques

Même si le marché financier de l'UEMOA est entrain de connaitre de nouvelles réformes visant à le rendre plus performant et efficace, il est toutefois opportun de formuler des recommandations aux différents acteurs concernés (BRVM, CREPMF, Ecobank).

2.1 Recommandations pour la BRVM

Il faut reconnaître que la culture boursière n'est pas très élevée en Afrique et notamment en Afrique de l'Ouest. Aussi, il n'est pas très répandu dans les entreprises de trouver des responsables chargés de la cotation ou de l'introduction en bourse. Ainsi, nous conseillons à la BRVM de renforcer sa politique de communication et de sensibilisation de masse afin de mieux développer cette culture boursière aussi bien chez les particuliers que chez les dirigeants d'entreprises.

2.2 Recommandations pour le CREPMF

Étant le seul organe habilité à délivrer des visas pour l'acceptation ou non d'une entreprise sur le marché financier, il serait opportun pour le CREPMF de mettre en place un organe de notation des titres, lequel permettra notamment aux investisseurs de mieux apprécier le risque encouru sur leurs placements financiers.

2.3 Recommandations pour le Groupe Ecobank

Le Groupe ETI devrait, pour mieux mettre en confiance les investisseurs, augmenter le niveau de rémunération des dividendes distribués sur l'action ETI. Selon certains observateurs, le montant des dividendes est trop bas, moins de 5 FCFA.

CONCLUSION

Quel que soit le type d'entreprise, le choix d'un mode de financement est une des décisions les plus importantes des managers. Il existe plusieurs types de financement aussi bien pour l'entreprise cotée que celle non cotée. La première a beaucoup plus d'opportunités pour financer ses besoins de développement et d'exploitation.

Les avancées des marchés financiers ont permis une diversification des modes de financement et une rapidité de collecte de fonds. Raison pour laquelle, les entreprises africaines ont, de nos jours, de plus en plus recours à ce marché.

Le marché de l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) reste à ce jour très peu développé, peu liquide mais offre à ces émetteurs une grande opportunité de collecte des fonds nécessaire à leur développement. Le titre ETI de Ecobank, reste, malgré son cours très bas, le titre le plus échangé sur le marché de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Il est dans le top10 des capitalisations boursières et cela depuis plus de six (06) mois.

Notre thème de recherche intitulé « le financement des banques par Appel Public à l'Épargne : cas du Groupe Ecobank » nous a permis de mieux comprendre le faible niveau du cours de l'action ETI. La collecte documentaire, l'exploitation des guides d'entretien notamment celui de la BRVM ainsi que l'analyse empirique issue des modèles d'évaluation nous ont permis d'une part de vérifier nos hypothèses, d'autre part, de vérifier un taux de rentabilité exigé de l'action ETI par le marché de la BRVM.

Aujourd'hui, les banques ne sont pas très présentes dans le marché financier de l'UEMOA. Il n'y a que sept (07) banques cotées au niveau de la BRVM. Néanmoins, plusieurs raisons peuvent motiver l'augmentation de leur nombre au niveau du marché financier. Entre autres, nous pouvons citer la compétitivité, la confiance vis-à-vis des épargnants et investisseurs, la rapidité de collecte de fonds etc.

L'évolution de l'environnement économique augmente les besoins des banques et elles doivent, par conséquent, revoir leurs ressources à la hausse. C'est pourquoi, le comité de Bâle II a préconisé l'augmentation des fonds propres réglementaires. Aussi, les banques non cotées doivent penser à mettre sur place des comités pour une facilitation de leur entrée en bourse. En d'autres termes, les banques doivent mieux s'imprégner de la culture boursière afin de favoriser

leurs introductions et ainsi faciliter leurs collectes de fonds nécessaires à leur expansion, leurs activités.

En définitive, le financement des banques par APE est important pour une meilleure collecte de fonds, une rapidité dans cette collecte mais aussi et surtout pour mettre en confiance les investisseurs.

Même si le secteur bancaire est un secteur à risque, c'est un secteur en pleine expansion surtout pour l'Afrique. En effet, les banques se prolifèrent de plus en plus, soit par fusion-acquisition soit par création d'une nouvelle banque. À côté de celles-ci, il existe les Systèmes Financiers Décentralisés (SFD) qui sont très connus par la partie pauvre des populations. Par exemple, au Sénégal, il existe aujourd'hui dix-neuf (19) banques et plus d'une dizaine d'institutions de micro finance.

Les autorités de la BRVM devraient penser à trouver un moyen d'offrir la possibilité à ces SFD la possibilité d'entrer en bourse pour y échanger des actions et/ou obligations.

Nous avons fourni un travail de recherche et souhaitons très sincèrement que d'autres chercheurs puissent s'en servir et l'améliorer.

ANNEXES

Annexe 1 : Guides d'entretien

Mémoire sur l'APE de l'action ETI d'ECOBANK

Guide d'entretien à l'attention de la BRVM

Date de l'entretien/...../2012

Prénoms et nom du Répondant.....

Département / Chef concerné

Fonction exercée

Contact

QUESTION 1 : Dans quel contexte a eu lieu l'introduction en bourse des actions ETI ?

.....
.....

QUESTION 2 : quels étaient les objectifs visés à travers cette opération ?

.....
.....

QUESTION 3 : quels étaient les effets escomptés ?

.....
.....

QUESTION 4: quels étaient les principales difficultés liées à cette introduction ?

.....
.....

QUESTION 5 : Selon vous, qu'est-ce qu'un APE réussi ?

.....
.....

QUESTION 6 : quelles sont vos perspectives à moyen et long terme pour l'action Ecobank ?

.....
.....

Mémoire sur l'APE de l'action ETI d'ECOBANK

Guide d'entretien à l'attention de CGF Bourse

Date de l'entretien/...../2012

Prénoms et nom du Répondant.....

Département / Chef concerné

Fonction exercée

Contact

QUESTION 1 : Dans quel contexte a eu lieu l'introduction en bourse des actions ETI ?

.....
.....

QUESTION 2 : quels étaient les objectifs visés à travers cette opération?

.....
.....

QUESTION 3 : quels étaient les effets escomptés ?

.....
.....

QUESTION 4: quels étaient les principales difficultés liées à cette introduction ?

.....
.....

QUESTION 5 : pourquoi ECOBANK avait choisi de faire une introduction simultanée dans les trois bourses (Ghana Stock Exchange, Nigerian Stock Exchange, BRVM) ?

.....
.....

**QUESTION 6 : quelles sont vos perspectives à moyen et long terme pour l'action
Ecobank ?**

.....
.....

Mémoire sur l'APE de l'action ETI d'ECOBANK

Guide d'entretien à l'attention d'Ecobank

Date de l'entretien/...../2012

Prénoms et nom du Répondant.....

Département / Chef concerné

Fonction exercée

Contact

QUESTION 1 : Dans quel contexte a eu lieu l'introduction en bourse des actions ETI ?

.....
.....

QUESTION 2 : quels étaient les objectifs visés à travers cette opération?

.....
.....

QUESTION 3 : quels étaient les effets escomptés ? Quel était le taux de rendement exigé par les actionnaires ?

.....
.....

QUESTION 4: quels étaient les principales difficultés liées à cette introduction ?

.....
.....

QUESTION 5 : pourquoi ECOBANK avait choisi de faire une introduction simultanée dans les trois bourses (Ghana Stock Exchange, Nigerian Stock Exchange, BRVM) ?

.....
.....

QUESTION 6 : quelles sont vos perspectives à moyen et long terme pour l'action Ecobank ?

.....
.....

QUESTION 7 : ECOBANK envisage-t-elle un nouvel APE ? POURQUOI ?

.....
.....

QUESTION 8 : Combien d'actions avez-vous en circulation pour les années 2008, 2009, 2010 ?

.....
.....

Mémoire sur l'APE de l'action ETI d'ECOBANK

Guide d'entretien à l'attention d'Ecobank

Date de l'entretien...../...../2012

Prénoms et nom du Répondant.....

Département / Chef concerné

Fonction exercée

Contact

QUESTION 1 : pourquoi avoir opté pour une augmentation de capital par APE ?

.....
.....

QUESTION 2 : avant l'APE, quelle était la (les) principale(s) source(s) de financement de Ecobank ?

.....
.....

QUESTION 3 : quel a été l'impact de cette introduction sur la structure financière du capital d'Ecobank ?

.....
.....

QUESTION 4 : avez-vous atteint vos objectifs d'équilibre financier après cette introduction ?

.....
.....

QUESTION 5 : Pourquoi avez-vous choisi le marché financier plutôt que le marché interbancaire ?

.....
.....

QUESTION 6 : Quels avantages tirez-vous du marché boursier ?

.....
.....

**QUESTION 7 : Quels sont les autres moyens de financement à la disposition d'Ecobank
outre la bourse ?**

.....
.....

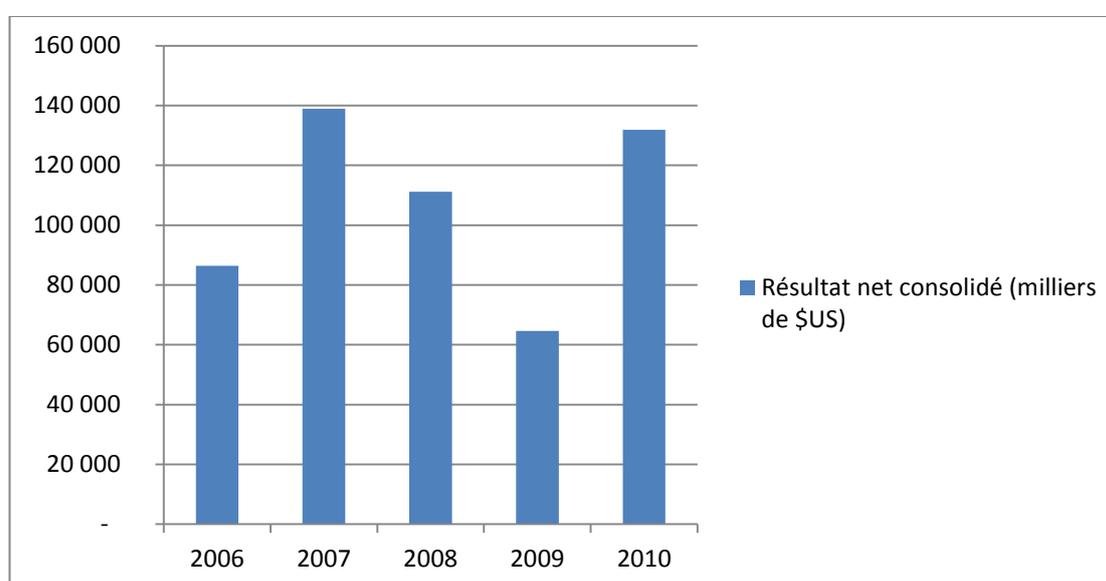
Annexe 2 : Évolution des résultats du Groupe ETI de 2006 à 2010

Table 7: Quelques chiffres du Groupe 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Résultat net consolidé (milliers de \$US)	86 365	138 936	111 140	64 600	131 819
Dividende par action (cents \$US)	3	2	0,2	0,3	0,4

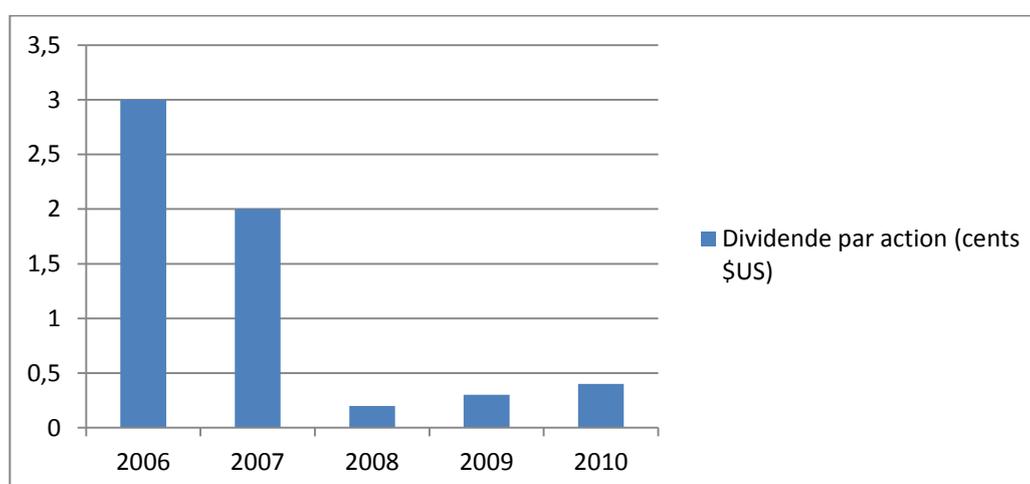
Source : Rapport d'activités ECOBANK

Figure 9: Résultat net consolidé en milliers de dollar US



Source : Données collectées par l'auteur

Figure 10: Dividende par action en dollar US



Source : Données collectées par l'auteur

BIBLIOGRAPHIE

❖ Ouvrages

Gérard HIRIGOYEN & Jean-Guy DEGOS (1988) : « *Evaluation des sociétés et de leurs titres*, Vuibert.»

Richard BREALEY, Stewart C. MYERS & Franklin ALLEN (2006) : « *Principes de gestion financière*, Pearson Education 8^e édition.»

Aswath DAMODARAN (2007) : « *Finance d'entreprise, Théorie et Pratique*, Nouveaux Horizons 2^e édition. »

Zvi BODIE, Robert MERTON & Christophe THIEBIERGE (2007) : « *Finance*, Pearson education 2^e édition.»

Pascal QUIRY & Yann FUR (2010) : « *Finance d'entreprise Pierre Vernimmen*, Dalloz, 8^{ème} édition.»

Jacqueline DELAHAYE & Florence DELAHAYE (2011), *Finance d'entreprise DCG6 : Manuel et applications*. DUNOD

❖ Mémoires déjà soutenus

AIDARA Mouhamed Cherif (2011) « L'APE comme moyen de financement de l'investissement des entreprises de l'UEMOA : Cas des entreprises Sénégalaises »

❖ Support de cours

Bourse des valeurs et marché financier (2006), Moez JOUDI

Cours Finance Internationale (2012), Dr Aliou DIOP

❖ Reuves

Laurent DEMEY (2010), «L'actionnariat en Afrique, un outil tant politique que financier», *Secteur Privé & Développement, La revue de Proparco*, Mars, pp. 6-8.

Luc RIGOUZZO (2010), note éditoriale « *Secteur privé et développement* » Mars,

Mahmud JANMOHAMED (2010), « La cotation en Afrique : avantages et inconvénients », *Secteur Privé & Développement La revue de Proparco*, Mars, pp. 9-11.

❖ **Internet**

Consulté le Mars 4, 2012, sur

<http://www.oeconomia.net/private/cours/economieentreprise/themes/Lefinancementdesentreprise.pdf>

Consulté le Mai 28, 2012, sur <http://fr.exchange-rates.org/HistoricalRates/F/USD/31-12-2010>

Consulté le Mai 28, 2012, sur <http://fr.exchange-rates.org/HistoricalRates/F/USD/31-12-2009>

Consulté le Mai 28, 2012, sur <http://fr.exchange-rates.org/HistoricalRates/F/USD/31-12-2008>

TABLE DES MATIÈRES

DÉDICACES

REMERCIEMENTS

RÉSUMÉ

SUMMARY

SIGLES ET ABRÉVIATIONS

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

INTRODUCTION..... 1

1^{ère} PARTIE : CADRE-THÉORIQUE 4

Section 1 : Problématique et pertinence du sujet..... 5

1.1 Problématique..... 5

1.2 Pertinence du sujet..... 6

Section 2 : Objectifs de recherche 7

2.1 Objectif général 7

2.2 Objectifs spécifiques 7

Section 3 : Hypothèses de recherche..... 8

Section 4 : Revue critique de littérature 8

4.1 Sociétés de personnes et sociétés de capitaux 8

4.2 Évaluation des titres 9

4.3 Particularités des marchés financiers africains 9

4.4 Sociétés et marchés financiers..... 10

Section 5 : Cadre conceptuel 12

5.1 Appel public à l'épargne 12

5.2 Financement 13

5.2.1 Financement par fonds propres 13

5.2.2 Financement par quasi fonds propres 15

5.2.3 Endettement..... 16

5.3 Marchés 17

5.3.1 Marchés financiers 17

5.3.2 Marché monétaire..... 17

5.3.3 Marché financier..... 18

5.4 Titres financiers..... 19

2^{ÈME} PARTIE : CADRE MÉTHODOLOGIQUE..... 21

Chapitre 1 : Cadre et délimitation de l'étude 22

Section 1 : L'UEMOA et son marché financier	22
1.1 Présentation de l'UEMOA	22
1.2 Organisation du marché financier	24
1.2.1 Intervenants	24
1.2.2 Autorité de régulation des marchés financiers	25
1.2.3 Compartiments de la BRVM	26
1.3 Comparaison entre les principaux outils de financement des banques.....	27
Section 2 : Présentation du groupe Ecobank : historique et organisation, organigramme, produits et services.....	29
2.1 Bref rappel historique de la création du groupe ECOBANK	29
2.1.1 Présentation des missions et activités.....	30
2.1.2 Organisation fonctionnelle du Groupe ECOBANK	30
2.1.3 Structure du capital et de l'actionnariat.....	31
2.1.4 Organigramme.....	33
2.2 Produits et services commercialisés	35
Chapitre 2 : Méthodes d'investigations et difficultés de recherche	37
Section 1 : Présentation des outils et techniques d'investigation	37
1.1 Collecte des données	37
1.2 Collecte documentaire.....	37
1.3 Élaboration de guides d'entretien.....	37
Section 2 : Difficultés de recherche.....	38
3^{EME} PARTIE : CADRE ANALYTIQUE	39
Chapitre 1 : Analyse empirique des déterminants de la faible valorisation boursière des actions ETI de Ecobank	40
Section 1 : Analyse du comportement de l'action ETI et de son indice BRVM10	40
Section 2 : Analyse des résultats issus des guides d'entretien	43
2.1 Profil des interviewé(e)s.....	43
2.2 Appel Public à l'Épargne	43
2.3 Difficultés rencontrées lors de l'APE.....	44
2.4 Perspectives de la BRVM sur l'action ETI	44
Section 3 : Étude de la faiblesse de la valorisation boursière des actions ETI	45
3.1 Présentation des modèles théoriques d'évaluation des titres.....	45
3.1.1 Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF).....	45
3.1.2 Price Earning Ratio (PER).....	47

3.2	Méthodologie et choix des données	48
3.3	Application empirique à l'action ETI ECOBANK	48
3.3.1	Application empirique du MEDAF à l'action ETI ECOBANK.....	48
3.3.2	Application empirique du PER à l'action ETI ECOBANK	53
Section 4 : Vérification des hypothèses		55
Chapitre 2 : Recommandations		57
Section 1 : Recommandations générales		57
Section 2 : Recommandations spécifiques		58
2.1	Recommandations pour la BRVM	58
2.2	Recommandations pour le CREPMF	58
2.3	Recommandations pour le Groupe Ecobank	58
CONCLUSION		59
ANNEXES		i
Annexe 1 : Guides d'entretien.....		ii
Annexe 2 : Évolution des résultats du Groupe ETI de 2006 à 2010		ix
BIBLIOGRAPHIE.....		x
TABLE DES MATIÈRES		xii



7, Avenue Faidherbe, BP : 21354 Dakar – Sénégal

Tel : 338496919

supdeco@supdeco.sn