

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de Gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 117 - Juin 2009

ANALYSE BOURSIERE

La BRVM poursuit sa tendance à la baisse

Au terme du mois de mai, la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) enregistre une baisse sur l'ensemble de ses indicateurs. En effet, les indices **BRVM 10** et **BRVM Composite** se dégradent de 8,47%, à 133,16 points et 6,32%, à 129,89 points, respectivement. La BRVM continue de subir l'impact de la baisse d'activités observée sur le marché depuis le début de l'année avec une chute de 71,32% du volume global des transactions entre fin janvier et fin mai 2009. Cette situation se traduit par la baisse des cours de certains titres de capital, affectant ainsi les performances de la BRVM et dont les plus importantes concernent ETI (-27,27%), SOGB CI (-23,43%), FILTISAC CI (-18,92%), PALM CI (-16,67%), SHELL CI (-16,57%) et BERNABE CI (-14,43%). La capitalisation boursière des 39 sociétés cotées et celle des valeurs composant l'indice BRVM 10 affichent des baisses respectives de 2,92%, à 2 679 milliards de Fcfa et 3,72%, à 1 873 milliards de Fcfa.

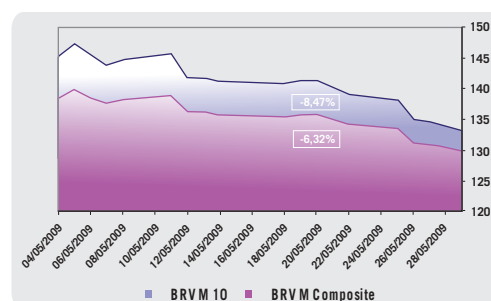
Le **marché des actions** enregistre 1 083 174 titres négociés pour une valeur globale de 3 787 929 019 Fcfa.

Le secteur « **Finances** » polarise la quasi-totalité des échanges du marché avec 1 025 472 titres négociés, soit 94,67% du volume mensuel. Toutefois, ce volume ne représente que 6,63% (251 millions de Fcfa) de la valeur globale des transactions. En effet, les échanges ont porté principalement sur le titre ETI (Ecobank) qui a terminé le mois en chute de 27,27%, à 40 Fcfa. A contrario, SGB CI affiche la plus forte hausse mensuelle du marché, soit 30,77%, à 34 000 Fcfa.

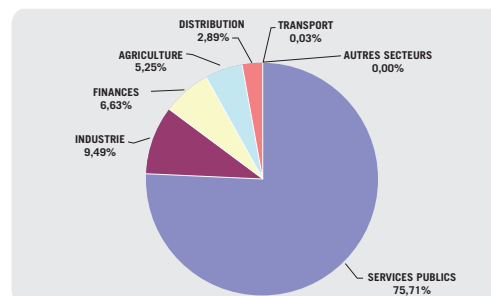
Le secteur « **Services Publics** » demeure le secteur le plus important en terme de valeur, représentant 75,71% (2,87 milliards de Fcfa) pour 28 366 titres transigés. SONATEL SN totalise 26 012 actions négociées, soit 91,7% du volume sectoriel mensuel pour une valeur totale de 2,77 milliards de Fcfa (73,1% de la valeur des échanges mensuels du marché). Cependant, le titre de la société de télécommunication du Sénégal perd 5,36%, à 106 000 Fcfa. CIE CI recule également de 3,03%, à 16 000 Fcfa. Pourtant CIE CI a réalisé, en 2008, un résultat net de 4,9 milliards de Fcfa, en hausse de 5,79% par rapport à l'exercice 2007. La société envisage, d'ailleurs, de distribuer un dividende net de 1 575 Fcfa par action, à partir du 06 juillet. De son côté, la nouvelle action du secteur, ONATEL BF (Office Nationale des Télécommunications du Burkina Faso), cotée le 30 avril dernier, offre une plus-value mensuelle de 4,38%, à 50 000 Fcfa. ONATEL BF a publié un résultat bénéficiaire sur l'exercice 2008 de 382 millions de Fcfa. L'Assemblée Générale tenue le 11 juin à Ouagadougou a décidé d'affecter 90% de ce résultat net, soit 344 millions de Fcfa, en réserve libre en vue de renforcer les fonds propres de la société. Le reliquat de 10%, soit 38 millions de Fcfa, est affecté à des réserves indisponibles.

Le secteur « **Agriculture** », enregistre 20 738 titres négociés, soit 1,91% des échanges mensuels du marché pour une valeur totale de 197 millions de Fcfa (5,25% de la valeur du marché). SAPH CI reste le titre le plus dynamique avec 16 866 titres échangés, soit 81,33% du volume sectoriel. Cependant le titre perd 6,67%, à 9 800 Fcfa. SOGB CI enregistre une importante moins-value de 23,43%, à 13 010 Fcfa. Malgré les difficultés liées à la baisse de la demande en matières premières sur le marché international, SOGB CI a réalisé un chiffre d'affaires de 65,89 milliards de Fcfa, en progression de 21,71% par rapport à 2007. Cette embellie s'est traduite par un résultat net en hausse annuelle de 30,61%, à 11,44 milliards de Fcfa. De plus, SOGB CI annonce la distribution d'un dividende annuel net de 2 070 Fcfa par action. De son côté, PALM CI enregistre une moins-value mensuelle de 16,67%, à 5 000 Fcfa. Le résultat net de PALM CI a accusé, sur l'exercice 2008, une baisse de 16,67%, à 10,66 milliards de Fcfa par rapport à l'exercice 2007.

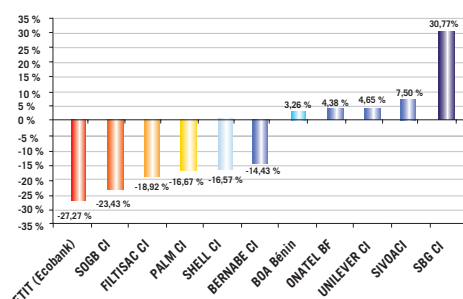
Evolution des indices - Mai 2009



Valeurs des échanges sectoriels - Mai 2009



Plus fortes baisses / hausses - Mai 2009



Suite en page 4

CGF BOURSE

ISO 9001
BUREAU VERITAS
Certification

1ère SGI Ouest africaine certifiée
ISO 9001 version 2000

THEME DU MOIS

LA TITRISATION : LES PRINCIPES DE BASE

La titrisation est une technique financière qui consiste, classiquement, à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société ad hoc, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

Née aux États-Unis dans les années 1960, la titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000 tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. En France, la titrisation a été introduite par la loi du 23 décembre 1988. Sous l'impulsion de Pierre Bérégovoy, l'idée était de faciliter le développement du crédit immobilier en permettant aux banques de sortir les créances de leurs bilans et d'améliorer leur ratio "Cooke". La crise des subprimes survenue en 2007 a provoqué un ralentissement du marché, tandis que les autorités de régulation des différents marchés considèrent la question de savoir si la titrisation devrait être mieux encadrée.

Dans l'UEMOA, la BOAD, la BCEAO et le CREPMF ont entrepris, depuis mai 2005, de promouvoir un marché hypothécaire et la titrisation dans les pays de l'UEMOA. L'étude sur le cadre juridique du marché hypothécaire et de la titrisation, financée par l'ACDI (Agence Canadienne pour le Développement International) a été achevée. Les deux projets de règlements ont été approuvés par le CREPMF lors de sa 38ème session ordinaire du 27 septembre 2008. Ils devraient être soumis à l'adoption du Conseil des Ministres de l'UEMOA lors d'une prochaine session. Il s'agit des projets de règlements relatifs, l'un, à la titrisation, et l'autre, à l'émission des obligations sécurisées. La titrisation et les obligations sécurisées sont deux des trois instruments de refinancement retenus par les institutions de l'Union au titre de la mise en place d'un marché hypothécaire régional. Le troisième instrument est la Caisse Régionale de Refinancement Hypothécaire.

Conscients des amalgames nés de la crise qui affecte les marchés financiers internationaux depuis le troisième trimestre 2007, concernant la titrisation et plus particulièrement la titrisation de créances hypothécaires, les autorités de l'UEMOA ont jugé nécessaire d'organiser, les 09 et 10 juillet 2009, à Lomé (Togo), un atelier de validation et d'information à propos de ces nouveaux instruments. Cet atelier devrait permettre de sensibiliser les administrations publiques et les principaux acteurs de la profession au projet et de valider les choix stratégiques opérés par le Groupe de travail quant aux conditions de mise en place d'un marché hypothécaire et de la titrisation dans l'UEMOA, lesquelles diffèrent de celles ayant conduit à la crise financière internationale. Cet atelier réunira notamment les représentants des administrations publiques compétentes des pays membres de l'Union, des membres des Conseils d'Administration de la BOAD et de la BCEAO, du Comité des Experts statutaires et de la Commission de l'UEMOA, les représentants de la Fédération des Associations

Professionnelles des Banques et Etablissements Financiers de l'Union, des Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (SGI) ainsi que des trois institutions membres du Groupe de travail.

Rappelons qu'en décembre 2006, l'Etat de Côte d'Ivoire avait utilisé ce procédé par la titrisation de sa dette de 22,91 milliards de Fcfa qu'il avait contracté à l'égard de l'UEMOA en raison d'une accumulation des arriérés de paiement du « Prélèvement Communautaire de Solidarité » (PCS). En effet, cette dette a été convertie en 2 291 obligations du Trésor d'une valeur nominale de 10 millions de Fcfa chacune.

La titrisation s'opère en regroupant un portefeuille de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation, factures...) que l'on cède alors à une structure ad hoc (société, fonds ou trust) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres (obligations, billets de trésorerie...) représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances (par exemple quand les factures sont payées, ou quand les prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

La titrisation peut également viser à ne transférer aux investisseurs que le risque financier lié aux actifs concernés, auquel cas les actifs ne sont pas vendus, mais le risque ou une partie du risque est transféré grâce à une titrisation synthétique. Cette dernière est une opération de titrisation pour laquelle les actifs sur lesquels sont normalement basés les flux des valeurs mobilières adossées (asset-backed security) ne sont pas vendus. Il n'y a pas de transfert de propriété vers le fonds commun de créances. Une opération synthétique est donc une opération où la propriété de l'actif n'est pas transférée, mais où on se limite à transférer le risque grâce à un instrument financier : le dérivé de crédit qui se présente comme un contrat utilisé comme instrument de crédit. En d'autres termes, c'est un contrat où quelqu'un (le vendeur de protection) s'engage à verser un certain montant à l'acheteur de protection (qui paiera une prime pendant la durée du contrat) au cas où une entreprise tomberait en défaut pendant la durée du dérivé de crédit

La titrisation peut s'appliquer à des portefeuilles de créances ou de biens immobiliers, comme à tout actif distribuant des paiements à venir, qu'il s'agisse ou non de créances. Dans sa forme la plus courante, elle consiste, pour une société détentrice d'actifs peu liquides, à vendre ceux-ci à une entité intermédiaire créée pour l'occasion qui finance cet achat en empruntant sur le marché par l'émission de titres de créance négociables garantis par les actifs.

Les titres sont acquis par des investisseurs qui participent à l'opération exclusivement sur la base d'une garantie sur les actifs dont les flux financiers futurs serviront au paiement des intérêts sur les titres et à leur remboursement.

Chaque investisseur acquiert donc en quelque sorte une fraction du portefeuille d'actifs titrisés : les titres acquis par les investisseurs sont dits « adossés » au portefeuille d'actifs. Sur les marchés financiers, ces titres adossés sont appelés de manière générique des « asset-backed security » (ABS), la société intermédiaire créée pour l'occasion étant appelée une « Special Purpose Vehicle » (SPV), « Special Purpose Company » (SPC) ou encore « Structured Investment Vehicle » (SIV).

Pour les investisseurs, la particularité de la titrisation est qu'ils sont rémunérés par le portefeuille cédé et en assument donc les risques ; des risques qui sont parfois partiellement couverts ou structurés, et généralement évalués par des agences de notation financière qui publient une note qualitative du risque sur les titres émis.

Afin de faciliter l'analyse du risque lié au portefeuille, c'est-à-dire de prévoir les flux financiers, les actifs ou droits cédés seront de préférence de même nature, comme par exemple :

- un portefeuille de crédits hypothécaires résidentiels ;
- un portefeuille de crédits hypothécaires commerciaux ;
- un ensemble de droits liés à des opérations de crédit-bail sur machines ;
- les loyers futurs d'un ou plusieurs immeubles résidentiels ou commerciaux.

Par ailleurs, afin de revendre des titres de qualité, le portefeuille fait l'objet d'une évaluation des risques de non paiement par l'établissement financier qui structure l'opération et, généralement, par au moins deux agences de notation financière. Un montant équivalent au premier risque (qui a le plus de chances de se produire) est constitué en titres secondaires subordonnés aux titres principaux et qui subiront les premières pertes du portefeuille. Ils sont alors généralement vendus à l'entreprise cédante, qui garde ainsi à sa charge le premier risque de non paiement de ses créances, la qualité des titres principaux s'en trouvant d'autant augmentée. Le plus souvent, les titres principaux sont eux-mêmes scindés en différentes classes subordonnées entre elles, chaque classe de titre présentant un profil de risque distinct, plus ou moins élevé, sanctionné par une notation de qualité donnée par les agences de notation et qui permet aux investisseurs d'évaluer leur risque.

Afin de créer la rencontre entre cédant et investisseurs, la titrisation obéit à certaines règles de mise en place et de structuration dont le but est de fournir à tous les acteurs de la transaction une évaluation transparente des risques, et donc l'établissement d'un prix « juste ».

Par ailleurs, dans la mesure où les investisseurs vont prendre leur décision d'investissement non pas sur la base de la qualité de l'entreprise, mais sur la base de la qualité des actifs cédés, même une entreprise qui ne serait pas en très bonne situation financière peut lever des fonds à des conditions raisonnables dans la mesure où elle peut identifier des actifs de qualité dans son bilan.

LU POUR VOUS

Canada Au Bonheur des banques

Une tradition de prudence et une réglementation stricte leurs ont permis d'éviter la banqueroute de leurs consœurs américaines. Un modèle à suivre ?

Au sommet du G20 à Londres, le 2 avril, Stephen Harper a raté la photo de famille des chefs d'Etat et de gouvernement réunis afin de remettre de l'ordre dans la finance mondiale. Un impair pour le représentant du seul pays occidental à pouvoir s'enorgueillir d'un système bancaire resté à l'écart des errements de ces dernières années. On a donc refait la photo. Cette bonne manière s'imposait d'autant plus que les sherpas d'Ottawa avaient largement imprimé leur marque sur le communiqué appelant à une meilleure régulation du système financier.

« Dire que la classe politique canadienne nous reprochait d'être trop prudents, voire timorés » soupire Ed Clark, PDG de la banque Toronto-Dominion (TD). Dans la tour dessinée par l'architecte Mies Van Der Rohe qui abrite, à Toronto, le siège de la deuxième banque du pays, l'homme avait senti venir la catastrophe. « A l'hiver 2005-2006, j'ai décidé d'abandonner tous ces produits financiers extrêmement rentables, mais où l'effet de levier était très élevé et aux quels personne ne comprenait plus rien, explique-t-il. Nos commerciaux étaient furieux, mais je ne pouvais plus vendre en conscience du papier incompréhensible même s'il était gratifié d'un AAA (la note maximale) par les agences de notation. » A la tête de la Royal Bank of Canada, la première banque du pays, Gordon Nixon raconte la même histoire : « Les trois quarts de notre business concerne la banque de détail et commerciale. A la différence des Européens, nous avons toujours voulu limiter nos activités sur le marché des capitaux et la banque d'investissement. Et ce malgré les médias et les analyses qui nous poussaient à débarquer en force sur le marché américain et se plaignaient parce qu'on était ennuyeux... »

Cette prudence s'est avérée payante. « Ennuyeux est devenu le nouveau mot sexy dans la finance », ironise Jim Flaherty, Ministre canadien des Finances, qui peut la jouer plus cool. A la différence du voisin américain, aucune grande institution de Toronto ou de Montréal n'a sombré dans la tourmente. De ce côté-ci des Grands Lacs, pas de plan de renflouement à coup de milliards de dollars, pas d'entités publiques montées en catastrophe pour isoler les actifs toxiques, pas de banqueroute. Le jugement du forum économique mondial, qui, en octobre 2008, estimait que le Canada avait le système financier le plus sain au monde (avec un note de 6,8 sur 7), a été confirmé par les faits. Mieux les banques canadiennes ont profité de la déconfiture de leurs rivales internationales pour hisser cinq des leurs dans le palmarès des 50 plus grosses capitalisations de la planète financière (trois seulement pour la France) : voilà dix ans, il n'y en avait aucune. Preuve de cette bonne santé, alors que l'économie mondiale souffrait d'un resserrement du crédit, les prêts bancaires canadiens aux entreprises ont continué de croître à un rythme de 9,4% entre février 2008 et février 2009.

La prudence naturelle et le bon sens du petit monde des banquiers de Toronto, pétris d'une culture protestante et d'une discrétion toute canadienne, peuvent-ils tout expliquer ? Ce serait trop simple. La réglementation nationale a aussi joué un rôle positif. Le bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), autorité de contrôle à l'indépendance reconnue, a imposé très vite l'application des normes dites de Bale II, qui encadrent le risque de crédit. Les établissements canadiens ont surenchéri dans la précaution : alors que le ratio sur l'exigence de fonds propres de leurs homologues européens était probablement entre 3 et 4%, celui des canadiens était de 9,6% en décembre 2007. « Ce qui en fait les mieux dotés au monde », confirme Terry Campbell, vice-président de l'Association des banquiers canadiens. L'effet de levier était ici de 1 à 20, alors qu'au Royaume-Uni il a grimpé de 1 à 60.

Suite en page 4

Suite Analyse boursière (page 1)

Le secteur « **Industrie** » totalise 6 701 titres transigés, soit 0,62% des échanges mensuels du marché. Néanmoins, ce volume représente 9,49% de la valeur totale mensuelle du marché, soit 359,51 millions de Fcfa. UNILEVER CI reste le titre le plus dynamique du secteur avec 3 670 titres négociés, soit 54,77% du volume sectoriel et offre une plus-value mensuelle de 4,65%, à 83 250 Fcfa ; un cours encore tiré par les perspectives du détachement d'un fort coupon de 34 200 Fcfa à partir du 08 juin. SIVOA CI progresse également de 7,5%, à 7 525 Fcfa tandis que FILTISAC CI et TRITURAF CI reculent de 18,92%, à 3 000 Fcfa et 7,35%, à 4 410 Fcfa, respectivement. Le faible dividende annuel net de 331,7 Fcfa annoncé par FILTISAC CI, pour un versement à partir du 16 juillet, n'a pas encouragé les investisseurs.

Les secteurs « **Distribution** » et « **Transports** » ne totalisent que 1 870 et 27 titres échangés, soit à peine 0,17% du volume mensuel du marché pour les deux secteurs. Le secteur « Distribution » a été beaucoup affecté par la chute des cours de plusieurs titres : SHELL CI de 16,67%, à 15 000 Fcfa, BERNABE CI de 14,43%, à 18 825 Fcfa, SARI CI de 7,5%, à 55 405 Fcfa et ABIDJAN CATERING CI de 7,48%, à 4 450 Fcfa. Notons que BERNABE CI a réalisé, sur l'exercice 2008, un bénéfice net de 1,79 milliards de Fcfa, en hausse de 5,58% par rapport à l'exercice 2007. Son chiffre d'affaires s'établit à 31,25 milliards de Fcfa, soit une progression de 61,21% par rapport à l'activité de 2007. En conséquence, BERNABE CI a décidé, à l'issue de l'Assemblée Générale Ordinaire tenue le 02 juin, à Abidjan, de distribuer, à partir du 03 juillet, un dividende annuel net de 1 635 Fcfa, soit un rendement de 8,69% en fin mai. Dans le secteur « Transport » les 27 titres transigés concernent l'action BAL CI (Ex SDV-SAGA CI) qui affiche une moins-value de 6%, à 47 000 Fcfa.

Le **marché obligataire** enregistre seulement 9 743 titres négociés pour une valeur globale de 96 061 514 Fcfa. Les transactions ont été plutôt disparates mais les lignes suivantes ont apporté les plus gros volumes :

- « TPCI 6,25% 2008-2011 » : 1 003 et 105 titres échangés à 10 000 Fcfa les 05 et 12 mai, respectivement, soit une valeur totale de 11 080 000 Fcfa ;
- « TOGO TELECOM 6,5% 2007-2014 » : 1 000 titres transigés à 9 860 Fcfa à la séance de Bourse du 12 mai, soit une valeur globale de 9 860 000 Fcfa.

Suite Lu Pour Vous (page 3)

« Notre mandat nous oblige à comprendre les conditions du système bancaire et à prendre les mesures nécessaires afin de s'y adapter, explique Julie Dickson, surintendante du BSIF. Cela veut dire, par exemple, qu'aucune banque ne préparera une acquisition sans nous en parler au préalable ni répondre à toutes nos demandes d'informations. » La superflie du monde financier a prévenu qu'elle allait désormais examiner les rémunérations des banquiers.

Economiste en chef à la banque de Montréal, l'Américano-canadienne Sherry Cooper est régulièrement invitée sur tous les plateaux de télévisions, où son franc-parler l'a rendue populaire : « le BSIF a des griffes, témoigne-t-elle. Il veille à l'application de la loi, pas seulement du texte mais aussi de son esprit. Toronto n'a rien à voir avec Wall Street, où l'on n'arrête pas d'inventer de nouveaux instruments financiers pour contourner la réglementation. Dans ce pays, on a coutume de respecter la loi. » PDG de la Banque Nationale, Louis Vachon confirme l'importance du dialogue avec les régulateurs dans une communauté financière où tout le monde se connaît : « Notre atout, c'est l'absence de copinage, assure-t-il. Je me souviens d'une tentative passée d'introduire chez nous un produit américain. Il a suffi que le Gouverneur de la Banque Centrale du Canada fasse part de ses réticences pour qu'aussitôt le papier en question disparaisse. Aux Etats-Unis, des armées de lobbyistes se seraient levées pour le défendre... » Le contrôle réglementaire est tant pris au sérieux que la loi sur les banques du Canada est mise à jour par le Parlement tous les cinq ans, afin de vérifier que la réglementation n'est pas distancée par l'évolution de l'industrie bancaire.

Les choix en matière de politique fiscale ont également contribué à la stabilité du système. Au Canada, l'épargne est plus encouragée que la dette. Si, aux Etats-Unis, l'intérêt du crédit immobilier est déductible des impôts, ce n'est pas le cas ici. En outre, lorsqu'un prêt est assorti d'une mise de fonds inférieure à 20%, il doit être garanti, contrairement à ce qui se passe aux Etats-Unis. De quoi limiter le risque de bulle.

Les leçons du modèle canadien porteront-elles ? Forts du fonctionnement de leur système de régulation, les négociateurs canadiens au sommet de Londres ont imposé leurs vues. Alors que certains Etats, tels que la France, plaident pour la création d'un système de réglementation internationale qui aurait mis du temps à se mettre en place, les canadiens ont joué le pragmatisme : « Nous avons obtenu plutôt que chaque pays fasse le ménage chez lui, explique un haut fonctionnaire du Ministère des Finances à Ottawa. Et que chaque système national soit régulièrement évalué par les experts du Fonds Monétaire International. Nous l'avons fait deux fois au Canada et ce fut très utile. » Comme le dit diplomatiquement le Ministre Jim Flaherty : « Une bonne régulation, c'est bien. Mais le résultat dépend aussi pour beaucoup de l'application effective des règles. » Les épargnants ne sont pas les seuls gagnants. Les investisseurs aussi. Les banques canadiennes n'ont jamais taillé dans leurs dividendes depuis 1930...

Jean-Michel DEMETZ
L'EXPRESS du 11 au 17 juin 2009

Marketing & Communication

Oumar DEME

(221) 33 849 03 97

Opérations Boursières

Ndèye Khady DIACK

(221) 33 849 03 88

Front Office

Joséphine Odile DIOH CAMPAL

(221) 33 849 03 99

Chargée de Clientèle & Négociation

Oumou Kalsome DIOM

(221) 33 849 03 95

Gestion des Actifs (CGF Gestion)

Astou DIOP

(221) 33 849 03 92

12, rue Saint-Michel, BP 11 516 Dakar - Tél. : (221) 33 849 03 99 - Fax (221) 33 823 38 99 - E-mail : cgfbrvm@orange.sn - Site web : www.cgfbourse.com