

UNIVERSITE LUMIERE LYON 2
Faculté de Sciences Economiques et de Gestion
Groupe d'Analyse et de Théorie Economiques. UMR-CNRS 2514
Thèse pour obtenir le grade de
DOCTEUR DE L'UNIVERSITE LUMIERE LYON 2
Discipline: Monnaie, Financement et Economie Internationale.
présentée et soutenue publiquement

par

Mlle Latifa ZIADI

le 20 juin 2001

La liquidité des marchés boursiers.

Directeur de thèse : Professeur Bernard COURBIS

JURY : M. Bernard COURBIS : Professeur à l'Université Lumière Lyon 2 M. Robert FERRANDIER :
Professeur à l'Université de Caen M. Jean François GOUX : Professeur à l'Université Lumière Lyon 2
M. Abderrazek ZOUARI : Professeur à l'Université de Tunis III

Table des matières

..	1
Remerciements . .	3
Introduction générale . .	5
Le rôle des marchés boursiers .	6
Les externalités marco-économiques des marchés liquides . .	6
Problématique . .	8
Méthodologie . .	9
Structure de la thèse . .	9
Partie Première : La liquidité du marché: fondements théoriques .	11
Chapitre 1 : La liquidité du marché: une performance organisationnelle .	12
Introduction .	13
Section I : Liquidité du marché: définition, caractéristiques et mesures .	13
Section II : Liquidité et Microstructures des marchés .	37
Conclusion . .	53
Annexes . .	53
Chapitre II. La liquidité du marché et l'intermédiation financière . .	55
Introduction .	55
Section 1 : Les justifications théoriques du market making et les modèles de la fourchette . .	55
Section II : De l'intermédiation financière en général et du service de liquidité en particulier . .	72
Conclusion . .	82
Conclusion de la première partie .	83
Partie Deuxième : La liquidité du marché boursier tunisien: réalités et perspectives .	87
Chapitre 1 : La liquidité du marché tunisien: le contexte actuel .	89
Introduction .	89
Section I : Réorganisation du marché boursier tunisien .	89

Section II : L'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien . .	107
Conclusion . .	130
Annexes . .	131
Chapitre II : Position des intermédiaires en bourse .	136
Introduction .	136
Section I : Présentation du secteur .	137
Section II : La liquidité du marché: une notion méconnue . .	148
Section III : L'illiquidité du marché tunisien: origines et solutions .	155
Conclusion . .	167
Annexe . .	168
Chapitre III : Les aménagements envisageables .	169
Introduction .	169
Section I : L'élargissement du marché . .	170
Section II : Encadrement de la contrepartie . .	185
Conclusion . .	193
Annexes . .	194
Conclusion de la deuxième partie . .	197
Conclusion générale .	201
Bibliographie . .	207
Thèses et Mémoires .	207
Ouvrages et Usuels . .	208
Articles et papiers de recherche .	209
Autres Documents . .	217
Textes Juridiques .	218
Journal Officiel Français : .	218
Sites Internet . .	219
ANNEXES .	221
Introduction .	221
I.La construction de l'enquête .	222

II.L'échantillon .	223
III.La construction de l'enquête .	223
IV.L'enquête directive .	224
V.Interview de Monsieur Hamza KNANI, président de l'Association des Intermédiaires en Bourse, le 04/03/1998 . .	227
Partie I : Les caractéristiques des sociétés de bourse tunisiennes . .	228
Conclusions : . .	235
Partie II : La liquidité du marché boursier tunisien .	236
Conclusions : . .	246
Partie III : la recherche d'une mesure et l'étude lexicale . .	247
Conclusion générale .	256
Tableaux : .	257

A l'âme de mon père, qui me manque terriblement. A ma mère, la femme la plus courageuse.
A ma sœur et mes frères. Qu'ils trouvent ici le fruit de leur patience.

Remerciements

Je tiens à exprimer toute ma gratitude à Monsieur Bernard COURBIS pour ses orientations, conseils et critiques lors de l'élaboration de cette thèse.

Mes remerciements s'adressent également aux membres du jury, Monsieur Robert FERRANDIER, Monsieur Jean François GOUX et Monsieur Abderrazek ZOUARI qui ont bien voulu accepter d'évaluer ce travail.

J'associe à mes remerciements, l'ensemble des intermédiaires en bourse tunisiens et particulièrement Monsieur Hamza Kanani (A.I.B. de Tunis) pour le temps qu'ils ont bien voulu m'accorder.

Ma reconnaissance est sans limite envers ma famille pour son soutien et ses encouragements.

Ma pensée se dirige particulièrement à mes amis Tahar, Hamadi et Pierrick pour leur aide précieuse. Qu'ils trouvent ici l'expression de ma reconnaissance pour leur amitié.

Par ailleurs, je remercie Chaker, Sameh et Omar.

Introduction générale

Le rôle d'un système financier consiste à offrir à la sphère réelle les financements nécessaires à son activité. Cette fonction est accomplie à travers une allocation des ressources entre des agents économiques cherchant un emploi à leurs excédents de revenu et des agents cherchant des financements pour l'investissement ou la consommation.

En particulier, l'affectation de l'épargne à l'investissement est à la fois une mission et un critère d'évolution des systèmes financiers. En effet, leur configuration et les rôles de leurs institutions sont perpétuellement confrontés à une évolution des besoins de financement des entreprises. Ils sont alors appelés à s'adapter, à innover et à apporter des réponses appropriées aux nouveaux besoins. Ces tâches deviennent plus délicates dans les systèmes financiers en développement.

Alors que les pays développés bénéficient déjà de systèmes financiers performants dont les institutions diversifiées réussissent à accomplir leurs missions avec divers degrés de réussite, les pays en voie de développement cherchent encore leur chemin depuis les années 1950. Leurs systèmes financiers ont beaucoup souffert des répercussions néfastes des politiques interventionnistes. Par conséquent, ils se sont montrés fragilisés et incapables de répondre correctement aux besoins des économies.

La pénurie de capitaux et le surendettement, généralisé au début des années 1980, ont imposé le recours aux marchés des capitaux. Les principes de l'économie d'endettement, qui ont longtemps prévalu dans les économies en développement, sont progressivement remplacés par des politiques de financement par les marchés.

Les marchés de capitaux sont alors appelés à remplir deux missions principales:

- Collecter le maximum d'épargne financière nécessaire à l'investissement par l'émission de titres négociables ou non;
- Et préserver la pérennité de cette épargne financière.

Cependant, comment garantir cette pérennité face une incompatibilité des désirs des agents à capacité de financement et des agents à besoin de financement? En effet, les premiers sont généralement à la recherche de placements sans risque et à court terme, alors que les autres sollicitent des fonds à moyen et long terme. Ce problème est partiellement résolu grâce à l'émission de titres négociables et à l'existence de leurs marchés secondaires, c'est-à-dire les marchés boursiers.

Le rôle des marchés boursiers

Les marchés boursiers ne contribuent pas directement à l'augmentation des capacités de financement mais assurent trois rôles importants pour le maintien de l'épargne financière:

- D'une part, ils permettent aux porteurs de titres de réviser leurs détentions dans une perspective de diversification ou de liquidation;
- D'autre part, ils permettent de valoriser les titres déjà existants et de préciser les conditions de nouvelles émissions;
- Par ailleurs, ils offrent un cadre pour la restructuration des entreprises par les cessions de blocs, par les offres publiques d'achat ou d'échange...

La première mission des marchés boursiers concerne la production de la liquidité. Quand le marché est performant dans cette production, il est qualifié de marché liquide. La liquidité des marchés boursiers est un aspect bénéfique pour le développement économique conformément aux résultats de plusieurs études empiriques.

Les externalités marco-économiques des marchés liquides

Plusieurs travaux classiques et récents, depuis Schumpeter (1912)¹, Goldsmith (1969)²,

¹ Schumpeter J.A. (1912), *The theory of economic development*. Traduit par Redvers Opie, Cambridge MA, Harvard University Press (1934).

² Goldsmith R.W. (1969), *Financial structure and development*. New haven, Yale University Press.

Mac Kinnon (1973)³, Shaw (1973)⁴, Levine & King (1992)⁵ ... traitent de l'impact du développement des systèmes financiers sur le développement économique. L'attention de certains économistes a été particulièrement focalisée sur l'explication du rôle des marchés financiers.

L'efficacité, le coût de transaction, la taille, le degré d'intégration et l'intermédiation sont des facteurs explicatifs de la corrélation positive entre le développement des marchés financiers et la croissance économique. En particulier, la liquidité des marchés boursiers a été retenue en tant qu'indicateur du développement des marchés financiers dans plusieurs modèles explicatifs.

A titre illustratif, Holmstrom & Tirole (1993)⁶ montrent que la liquidité des marchés boursiers facilite le contrôle de l'actionnariat ainsi que l'établissement des contrats et favorise par conséquent la fusion des firmes.

De plus, Levine et Zervos (1995)⁷ soulignent le rôle des marchés liquides dans l'accumulation du capital et l'amélioration de sa productivité.

En outre, Rousseau & Wachtel (2000)⁸ montrent que le développement des marchés boursiers est généralement un facteur déterminant de la croissance économique, particulièrement dans les pays en développement. Plus précisément, la liquidité de marché affecte le développement économique de deux manières :

- D'abord, les marchés liquides offrent aux investisseurs une facilité de sortie, condition favorable à l'investissement dans le capital-risque.
- De plus, la liquidité favorise l'investissement à long terme et rend les marchés liquides plus attractifs pour les investisseurs internationaux.

La liquidité de marché manifeste des aspects bénéfiques, dont les effets sont concrets et mesurables; néanmoins la notion en elle-même demeure un phénomène ambigu comme en témoignent certains praticiens de la bourse.

A ce titre Toni Gravelle, du Département des marchés financiers du Canada, expose:

"Parce qu'elle revêt plusieurs dimensions, la liquidité du marché est une notion

³ Mc Kinnon R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, D.C.

⁴ Shaw E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, New York.

⁵ Levine R. & King R.G. (1992), *Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries*. Working Paper Series N° 819, The World Bank.

⁶ Holmstrom B. & Tirole J. (1993), *Market liquidity and performance monitoring*, Journal of Political Economy. August 1993, 101(4), pp 678-709.

⁷ Levine R. & Zervos S. (1995), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. Working Paper Series N° 1690 World Bank

⁸ Rousseau P.L. & Wachtel P. (2000), *Equity Markets and Growth: Cross-country evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995*. Journal of Banking & Finance N° 24, pp. 1935-1957.

qui n'est ni simple à définir, ni facile à mesurer. La plupart des opérateurs peuvent dire si un marché particulier est liquide ou non, mais ils sont rarement capables de cerner avec précision tous les facteurs qui contribuent à la liquidité du marché."⁹

La liquidité du marché apparaît ainsi comme un terrain de recherche prometteur. Des investigations approfondies peuvent éclaircir la notion de liquidité du marché et permettre de déceler les facteurs qui contribuent à sa réalisation. L'intérêt de cette recherche devient plus pertinent pour les marchés boursiers en développement.

D'une part la liquidité de marché apparaît comme une condition nécessaire à la politique de l'économie de marché récemment adoptée dans les pays en voie de développement.

D'autre part, les autorités boursières des marchés en développement sont en quête d'encadrement réglementaire, institutionnel et opérationnel approprié aux caractéristiques de leurs économies.

Un exemple concret de ces bourses émergentes est offert par le cas tunisien.

Problématique

Le marché boursier tunisien a réellement débuté son activité en 1990 grâce à plusieurs réformes. Après avoir connu une croissance soutenue durant quatre années consécutives et une activité particulièrement expansive en 1994-1995, le marché connaît une période de récession entre 1996 et 1998. La capitalisation boursière régresse et le volume des capitaux échangés baisse en dépit de nouvelles introductions. La baisse du taux d'intérêt du marché monétaire¹⁰ et les réformes fiscales accordées aux sociétés qui s'introduisent en bourse ont permis de relancer l'activité du marché en 1999.

La récession a été principalement expliquée par la rareté des titres¹¹, par la lenteur du dénouement des transactions et par la baisse des cours boursiers suite à l'introduction d'un nouveau système électronique de cotation¹².

Nous pensons que le ralentissement de l'activité entre 1996 et 1998 n'est que la partie émergée de l'iceberg. La crise a révélé une situation d'insuffisance structurelle de la liquidité du marché, temporairement camouflée par l'euphorie des investisseurs en

⁹ Toni Gravelle (Automne 1999). *Le marché des titres du gouvernement canadien dans les années 1990 : liquidité et comparaisons avec d'autres pays. Département des marchés financiers canadiens. Revue de la Banque du Canada, pp. 11-31.*

¹⁰ Le taux du marché monétaire a été baissé en février 1996 et en février 1999.

¹¹ Seulement 31 sociétés étaient cotées en bourse à la fin de 1996.

¹² D'après le rapport annuel du Conseil du Marché Financier Tunisien en 1996.

1994-1995.

Dans cette thèse nous nous efforçons de vérifier l'hypothèse de l'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien.

Méthodologie

La réalisation de ce travail nous a conduit dans un premier temps à explorer la littérature économique traitant de la liquidité de marché. L'ensemble des écrits étudiés a souligné deux aspects contingents à la liquidité du marché: les microstructures des marchés et l'intermédiation financière.

En particulier, le service de la liquidité sur les marchés secondaires est étroitement rattaché à l'intermédiation de marché. C'est ainsi que l'étude empirique du cas tunisien a nécessité deux approches complémentaires.

D'une part, la liquidité du marché est évaluée par une analyse chiffrée des indicateurs boursiers sur la période 1990-2000¹³. Les données sont collectées dans les publications de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis¹⁴ et dans les publications de la Banque Centrale de Tunisie¹⁵.

D'autre part, la profession boursière est abordée grâce à une enquête réalisée auprès des intermédiaires en bourse tunisiens. Ses objectifs sont de vérifier l'ambiguïté de la notion de liquidité de marché et de découvrir la position des intermédiaires en bourse sur la question du manque de liquidité sur le marché tunisien. L'enquête comporte trois parties principales: la caractérisation des intermédiaires en bourse, une recherche lexicale sur la définition de la liquidité de marché et l'explication de l'insuffisance de la liquidité du marché tunisien. Cette enquête a été menée entre mars 1998 et septembre 1998. Elle a concerné l'intégralité des intermédiaires en bourse en activité durant cette période¹⁶.

Structure de la thèse

Ce travail est présenté en deux parties. La première partie est consacrée à la présentation des éléments théoriques concernant la liquidité de marché en l'occurrence la théorie des microstructures de marchés et la théorie de l'intermédiation. La deuxième partie comporte

¹³ Pour certains indicateurs, les données ne sont pas disponibles pour les trois dernières années.

¹⁴ Rapports Annuels et Guide des Sociétés Cotées.

¹⁵ Rapports Annuels et Recueils des Statistiques Financières.

¹⁶ 28 intermédiaires en bourse étaient actifs à cette époque.

l'analyse du cas tunisien à travers la présentation de l'étude chiffrée des indicateurs de liquidité et des résultats de l'enquête auprès des intermédiaires.

Partie Première : La liquidité du marché: fondements théoriques

Sur les marchés financiers, la liquidité est l'œuvre des marchés secondaires. Elle revêt un aspect complexe étant donné les particularités des produits financiers et l'aspect interactif des fonctions du marché.

En plus des attributs du titre, la production de la liquidité devient également liée aux performances du marché. En effet, la liquidité d'un titre est fortement conditionnée par l'existence d'un marché secondaire actif et efficace. L'efficacité d'un marché boursier dans la production de la liquidité dépend de son organisation et de l'étendue de l'intermédiation assurée par ses acteurs.

Or une grande partie de la littérature portant sur la liquidité du marché se trouve fortement conditionnée par les écrits anglo-saxons reposant essentiellement sur le rôle des market makers. Cependant, cette littérature est réductrice et une vision plus large s'impose.

Selon Courbis & Dupuy (1989), la liquidité d'un marché dépend à la fois de son environnement et de son organisation même. Si l'environnement du marché ne conduit pas à une parfaite autoliquidité, l'organisation doit y suppléer et produire une liquidité marchande (à travers le rôle des intermédiaires de marché).

Dans la même optique, Wagner (1989) adopte une conceptualisation de la liquidité qui distingue entre la liquidité naturelle et la liquidité artificielle ¹⁷. La liquidité naturelle

résulte de la rencontre d'un grand nombre d'acheteurs et de vendeurs. La liquidité artificielle est produite par les market makers dont les inventaires servent de tampon au marché.

A la lumière de ces travaux nous envisageons deux sources de liquidité sur un marché: la liquidité structurelle¹⁷ et la liquidité additionnelle.

D'une part, la liquidité structurelle est garantie par des aspects durables liés à l'environnement du marché et à son organisation. Parmi ces aspects, le degré de développement du système financier en totalité, la diversité de ses acteurs et l'innovation financière sont considérés comme étant des conditions principales et nécessaires à la liquidité d'un marché secondaire. En effet, ces facteurs affectent l'état de l'offre et de la demande sur le marché. Ils garantissent alors le maximum de "liquidité naturelle" (ou d'autoliquidité).

D'autre part, la liquidité additionnelle est purement et simplement produite par les intermédiaires de marché.

Cette partie est consacrée à l'étude des éléments théoriques qui entourent la liquidité du marché. Ils peuvent être regroupés sous deux thèmes majeurs: la théorie de la microstructure des marchés et la théorie de l'intermédiation financière.

Le premier chapitre propose de situer la notion de liquidité du marché dans la théorie de la microstructure des marchés. La microstructure d'un marché résulte de la combinaison de toutes les règles relatives aux échanges dès la réception de l'ordre jusqu'à la livraison des titres. Elle est un facteur structurel qui influence la liquidité du marché dans la mesure où elle permet de garantir la rencontre du maximum d'investisseurs fondamentaux.

Le deuxième chapitre s'intéresse à la production de la liquidité obtenue grâce à l'intermédiation. Néanmoins, nous adoptons une analyse plus large. En effet, en plus de la production de la liquidité marchande offerte par les intermédiaires de marché, nous évoquons le rôle des intermédiaires du bilan dans la production de la liquidité par la transformation des attributs des titres primaires et par le réinvestissement sur le marché de l'épargne contractuelle.

Chapitre 1 : La liquidité du marché: une performance organisationnelle

¹⁷ Wagner (1989): "If market have little "natural liquidity", they must be *made* liquid artificially, and a need for a functionary to *make* the market. A market is made when a market-maker stands willing to provide *bridge liquidity* by buying stock offered and holding it until a buyer arrives." Chapitre 9, p 112.

¹⁸ Selon le dictionnaire Le Petit Larousse, le terme structure désigne "l'ensemble des caractères relativement stables d'un système économique à une période donnée (par opposition à conjoncture)", p 960.

Introduction

La liquidité du marché est un aspect désirable des marchés boursiers. Elle est tangible et rémunérée. Néanmoins, il est toujours difficile de la définir d'une manière précise ou de lui attribuer une mesure unifiée. Cette ambiguïté résulte de l'évolution de la conceptualisation théorique de la notion globale de liquidité et de la possibilité de confondre la liquidité du marché avec la liquidité du titre. En revanche, certains économistes s'accordent à définir la liquidité du marché par trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience.

Par ailleurs, la liquidité d'un marché est étroitement liée à son architecture.

L'orientation de la recherche vers l'étude des microstructures de marché a résulté du rejet de l'hypothèse des marchés efficients et de l'évolution expansive des aménagements technologiques des marchés boursiers. Ce deuxième aspect a particulièrement suscité des interrogations sur l'impact de la microstructure du marché sur la production de la liquidité.

Ce chapitre a pour objet de situer la notion de liquidité du marché dans la théorie des microstructures des marchés. La première section cherche à définir la liquidité du marché, de déceler ses caractéristiques et d'explorer ses mesures. La deuxième section contient une présentation des diverses typologies des marchés boursiers et une comparaison de leurs aspects en terme de liquidité.

Section I : Liquidité du marché: définition, caractéristiques et mesures

La liquidité du marché, en terme de performance des marchés secondaires à fournir la liquidité, est une notion rattachée théoriquement à la proximité monétaire, à l'existence des coûts de transaction et à l'asymétrie informationnelle. Les praticiens se concentrent en revanche sur les aspects concrets des marchés liquides en terme de largeur, de profondeur et de résilience.

I.1 Evolution de la théorie

La notion de liquidité doit sa conceptualisation théorique à Keynes. Les travaux ultérieurs ont permis son extension à divers domaines économiques. La liquidité dans la théorie institutionnelle des marchés boursiers est rattachée à l'existence des coûts de transaction et à la sélection adverse.

I.1.1 Liquidité et proximité monétaire

Keynes fut le premier à soulever l'importance de la liquidité en la rattachant directement à la demande de monnaie. Son idée principale consiste à dire que la monnaie est demandée pour elle-même en plus de sa demande pour répondre à des besoins de transactions. Cette demande de monnaie est liée aux décisions des ménages concernant la répartition de leurs revenus épargnés.

En effet, un agent économique fait face à une première décision qui concerne la répartition de son revenu entre la consommation et l'épargne. La part du revenu attribuée à la consommation est une fonction stable qui dépend principalement de la propension à consommer.

La deuxième décision concerne la répartition du revenu résiduel entre les placements en titres¹⁹ (épargne placée) et la détention de liquidités (épargne liquide). La détention de liquidités revient à conserver des droits utilisables à tout moment sous la forme de moyens de paiement (dépôts à vue, billets...).

La répartition du revenu résiduel entre l'épargne placée et l'épargne liquide dépend de la préférence pour la liquidité. Cette notion est expliquée par les motifs de la demande de monnaie.

Selon l'analyse keynésienne la monnaie est demandée pour:

- Un motif de transaction: le besoin de monnaie est expliqué dans ce cas par l'absence de synchronisation entre les recettes et les dépenses. Ce motif dépend du revenu. C'est une demande classique;
- Un motif de précaution: la monnaie est demandée pour faire face à des dépenses imprévues. Cette demande ne sert pas à profiter d'opportunité en terme de plus-value.
- Un motif de spéculation: la monnaie est demandée pour tirer profit d'une situation de variation du taux d'intérêt²⁰. Dans ce sens, si un agent économique prévoit une hausse du taux d'intérêt permettant de réaliser une plus-value financière, il cherchera donc à détenir plus de liquidités. Inversement, une baisse du taux d'intérêt est corollaire avec une augmentation de l'investissement. Ainsi, l'agent économique renonce à la détention de liquidités et opte pour les placements qui rapportent plus. La demande de monnaie pour un motif de spéculation est une demande de liquidité.

La préférence pour la liquidité apparaît ainsi comme étant un choix entre percevoir des revenus financiers (épargne placée) ou percevoir des plus-values financières (épargne liquide).

Cette notion est à l'origine de la définition générique de la liquidité d'un bien. Du moment que les agents économiques manifestent une préférence naturelle pour la détention de moyens de paiement, leurs placements sont conditionnés par la facilité avec laquelle ils arrivent à récupérer leurs fonds.

Keynes définit la liquidité d'un bien comme suit:

"La liquidité d'un bien d'investissement est la rapidité avec laquelle la richesse qui lui est incorporée peut être récupérée...L'actif le plus liquide est le plus certainement réalisable à bref délai et sans perte". Le Traité, p 676.

¹⁹ Cette définition a relié dans un premier temps la liquidité d'un actif à sa durée de récupération (durée de vie d'un investissement). Elle devient donc subordonnée à la rémunération à long terme. D'ailleurs, cette restriction sera ultérieurement critiquée par les monétaristes.

²⁰ Le taux d'intérêt chez Keynes est purement monétaire. Il récompense la renonciation à la liquidité. Il est le taux qui permet d'équilibrer l'offre et la demande de monnaie. De plus, l'offre de monnaie est une variable exogène et fixe.

valeur actuelle nette et elle est conditionnée par l'importance des flux futurs, par leur probabilité de réalisation et par leur échelonnement dans le temps. Ces caractéristiques ont été synthétisées par Courbis (1971) en deux éléments constitutifs:

- La certitude sur la valeur ou la sécurité;
- Et la facilité de réalisation ou la commodité.

On peut rapprocher ces deux éléments de la liquidité intrinsèque et de la liquidité extrinsèque.

D'abord, la notion de certitude sur la valeur exprimée par le terme "certainement réalisable" dans la citation de Keynes, est ramenée à l'idée de solvabilité évoquée traditionnellement par le terme "self-liquidating".

Elle est intégrée dans l'étude préalable d'un investissement par la prise en compte du risque de paiement. Il est clair que cet aspect de la liquidité est directement lié aux attributs individuels d'un actif (rendement, risque et durée de récupération) et justifie donc l'appellation de "liquidité intrinsèque".

Quant à la liquidité extrinsèque, elle se rapproche de la notion de la négociabilité. Dans ce sens, la liquidité est la faculté d'être facilement et à tout moment transformé en moyens de paiement. Dans cette optique, la liquidité dépend moins des qualités propres de l'actif que de l'organisation des marchés, des techniques de mobilisation et même de la réglementation. Cette conception se rapproche plus de la liquidité du marché dans le sens de la performance institutionnelle du marché à fournir la liquidité.

Par opposition à la notion de sécurité, les économistes s'intéressaient à l'incertitude portant sur les transactions futures ce qui a imposé l'élargissement de la théorie de la liquidité pour incorporer la notion du risque. La préférence pour la liquidité est interprétée comme une aversion au risque.

Tobin (1958) adopte une explication de la demande de monnaie en terme de gestion optimale d'un portefeuille composé à la fois d'encaisses monétaires et de placements financiers. Les encaisses monétaires représentent un stock de capital liquide (des biens en attente d'écoulement ou des dépôts à vue). L'objectif ultime pour un agent économique est de déterminer le niveau optimal de ce stock compte tenu du coût de conservation (coût d'opportunité) et des frais de transformation²¹ (frais de courtage).

En effet, l'idée principale consiste à dire que l'individu détient un stock de liquidités pour faire face à un flux de transactions durant une période déterminée. Au fur et à mesure de son utilisation, le stock atteint la valeur zéro et l'individu se trouve dans l'obligation de le renouveler en liquidant certains placements financiers. Or cette transformation n'est pas gratuite et engendre des frais de courtage. Ces frais est un coût supplémentaire qui s'additionne au coût d'opportunité relatif à la détention de liquidités en se privant d'un revenu financier. Le demande de liquidité est alors la demande des

²¹ Notons à ce niveau l'introduction de la notion de frais de transformation dans l'explication de la demande de liquidité. Chez Tobin, ces frais concernent la transformation des placements financiers en liquidité. Etendus aux marchés de titres, ils conduisent à la notion d'immédiateté des échanges.

encaisses monétaires. Elle dépend de l'ampleur des coûts de transformation, du taux d'intérêt et du degré de variabilité des transactions.

Hicks (1967) approfondit l'analyse keynésienne de la demande de monnaie et aboutit à restreindre la demande de liquidité à la demande de monnaie pour un motif de précaution:

“We can then say, quite simply and quite generally, that it is the precautionary demand for money which is the demand for liquidity. Anyone, whether or not is a financier, has a precautionary demand for money, whenever he has a need liquidity, and the need for liquidity is a need for a mean of being covered against emergency”, p 48.

La demande de monnaie pour un motif de précaution est ainsi un besoin de liquidité, c'est-à-dire un besoin de moyens permettant de se protéger contre l'imprévu.

En effet, l'auteur considère que contrairement à l'incertitude qui porte sur la valeur future des titres et qui rattache la demande de la monnaie à un motif de spéculation, l'incertitude qui porte sur les transactions futures souligne une demande de la liquidité. De plus, l'aversion au risque ne justifie que le besoin de diversification des portefeuilles.

Hicks a également permis la classification des actifs financiers selon leur liquidité:

- Running Assets (actifs circulants ou courants): demandés pour maintenir une activité de production;
- Reserve Assets (actifs de réserve ou réserves): détenus pour faciliter la flexibilité face aux imprévus de la vie économique;
- Investment Assets (actifs d'investissement): demandés pour leurs rendements ultérieurs.

La première catégorie d'actifs financiers inclut la demande de monnaie sur les banques et les crédits commerciaux. Elle souligne un motif de transaction. La deuxième catégorie comporte les actifs à court terme du secteur public et des institutions financières non bancaires. Elle incorpore la demande de la monnaie pour un motif de précaution. Et la troisième catégorie est compatible avec la demande de monnaie et d'actifs à long terme pour un motif de spéculation.

Par ailleurs, la liquidité peut être conçue sous d'autres aspects tels que la maturité (maturity) ou la commodité (easiness).

La maturité est l'échéance d'un actif ou l'âge d'une dette. Ainsi, la monnaie est considérée comme l'actif dont l'échéance est de zéro jour. Un actif est liquide si sa maturité est courte. En d'autres termes, cet actif peut être réalisé rapidement sans risquer une perte importante de capital.

Dans ce sens, une économie est liquide quand elle permet de soutenir différents niveaux de production sans être inhibée par les variations du taux d'intérêt. En plus, cette analyse met l'accent sur le rôle de la monnaie en tant que moyen d'échange. En effet, les actifs même les plus liquides ne peuvent pas être directement réalisés et incorporés dans le financement de la consommation ou dans le réinvestissement sans être préalablement convertis en monnaie.

La notion d'easiness, qui peut être traduit par commodité, facilité ou souplesse, est exprimé par le ratio (M/Y) rapportant la masse monétaire au flux total d'outputs au sein d'une économie. Un ratio élevé traduit une capacité plus importante d'expansion économique et un ratio bas souligne plus de difficultés de s'adapter à des niveaux supérieurs de production.

La notion de liquidité est donc passée de la durée de vie d'un investissement, à la proximité monétaire, puis à la solvabilité ou à la flexibilité. De même, le besoin de liquidité est expliqué selon les contextes par une demande de la monnaie pour la spéculation, pour la précaution ou pour la gestion d'un portefeuille.

Modèles	Choix	Séquence	Liquidité
Théorie de portefeuille	Monnaie/titres	Choix unique	Absolue
Théorie étroite de la liquidité	Liquidités/titres	Choix unique	Relative
Théorie élargie de la liquidité	Actifs liquides/actifs illiquides	Succession de choix	Générale

Source: Goux (1990), p 679.

Dans la théorie financière, la liquidité a évolué de la proximité monétaire, dans le sens de choix entre les titres et la monnaie, pour devenir la possibilité d'échanger des actifs peu liquides en actifs liquides. Cette évolution implique la négociabilité des actifs et pose le problème du temps nécessaire à la transformation d'un actif en fonds disponibles (monnaie ou liquidités).

A titre d'exemple, Lippman & Mc Call (1986) définissent la liquidité en terme de temps nécessaire pour échanger un actif en monnaie²². Ce délai résulte de la recherche de la meilleure réponse à son offre. Il dépend donc de la négociabilité de l'actif à liquider, des coûts de transfert de droits de propriété et de la recherche du meilleur prix compatible avec l'offre d'un vendeur.

Sur les marchés de valeurs mobilières, cette définition de la liquidité souligne la notion de l'immédiateté²³ des échanges qui est à l'origine de la théorie du market making. De plus, elle met l'accent sur le coût de transaction.

I.1.2 Liquidité et coût de transaction

Les coûts de transaction résultent des transferts de droits de propriété. Sur les marchés des valeurs mobilières, ils représentent l'ensemble des coûts relatifs à l'utilisation du marché pour échanger des titres. Ils sont constitués de trois catégories de charges: des coûts fixes, la fourchette des prix et l'impact du marché²⁴.

²² "The purpose of this paper is to present a precise definition of liquidity in terms of its most important characteristic, the time until an asset is exchanged for money", Lippman & Mc Call (1986), p43.

²³ La notion d'immédiateté des échanges doit ses origines à Tobin (1958) qui la considère comme une mesure appropriée du risque dans son modèle de choix de portefeuille.

Les coûts de transaction peuvent être étendus pour incorporer toutes les charges relatives au traitement des ordres dès leur réception jusqu'à la livraison des titres. Il convient donc d'y inclure tous les coûts résultant de la gestion back-office des ordres en termes de frais de personnel, de locaux, de matériels et de logiciels utilisés.

Sur un autre plan de l'analyse, toute différence d'information entre les divers intervenants au marché profitant à une catégorie d'investisseurs au détriment des autres peut être considérée comme un coût d'opportunité que l'investisseur rationnel devrait prendre en compte.

Mais, en quoi les coûts de transaction affectent-ils la liquidité du marché ?

Tous les ordres qui arrivent sur un marché boursier devraient théoriquement s'exécuter instantanément si le marché était parfaitement liquide. Cependant, il existe toujours une désynchronisation ou une disparité spatiale entre l'arrivée des acheteurs et celle des vendeurs. Ces disparités engendrent une recherche de la meilleure contrepartie à un ordre et un temps d'attente pour son exécution.

La recherche de la meilleure contrepartie à un ordre peut se faire individuellement grâce à des systèmes électroniques de négociation ou par le recours à un broker pour profiter de son carnet d'ordres ou par l'utilisation des services d'un faiseur de marché. Chacune de ces méthodes engendre des coûts que l'investisseur rationnel incorpore dans sa décision de révision de portefeuille.

De plus, durant cet intervalle d'attente, l'émetteur d'un ordre fait face à une incertitude quant au prix futur de la transaction comme il peut rater une occasion de traiter sur un autre marché si le titre est négociable sur plusieurs marchés.

Le temps d'attente encouru représente un coût supplémentaire à l'ensemble des charges détaillées ci-dessus. L'ensemble des coûts subordonnés à la réalisation d'une transaction pousse l'investisseur à juger de l'opportunité de traiter et parfois de renoncer à sa décision. En effet, les coûts de transaction accroissent le coût total d'investissement en cas d'achat et diminuent la plus value escomptée en cas de vente. Le prix de transaction, compte tenu du coût de transaction ne doit pas dépasser la limite de prix de réserve de l'investisseur.

Le prix de réserve pour un vendeur est le prix en dessous duquel l'investisseur renonce à vendre. Pour un acheteur, le prix de réserve est le prix en dessus duquel l'investisseur renonce à acheter. Il en résulte donc que l'ampleur des coûts de transaction peut raréfier les échanges et diminuer la liquidité sur un marché organisé.

Dans ce sens, Benston & Smith (1976) expliquent les effets indésirables des coûts de transaction sur la formation et la diversification des portefeuilles. Ils soutiennent alors que l'existence des coûts de transaction diminue la demande des produits financiers et limite l'investissement en titres à des placements non risqués.

Selon Schwartz (1993), les coûts de transaction influencent le comportement des investisseurs de deux manières. D'une part, ils réduisent les rendements espérés des investisseurs. D'autre part, ils les empêchent de réviser fréquemment leurs portefeuilles.

²⁴ Les composantes du coût de transaction sont reprises en détail dans le paragraphe suivant.

Cette situation rend les investisseurs anxieux et impatients ce qui les amène à placer leurs ordres stratégiquement. Ils vont donc recourir aux "ordres au mieux" pour exprimer leur impatience:

"Trading costs reduce returns for investors. They also cause investors to adjust their portfolios less frequently and, accordingly, to hold portfolios that would not be optimal in frictionless environment. Pent-up demand increases the eagerness with which investors seek to transact when they eventually come to the market. The more eager the trader, the more likely he or she is to place a market order (demand of immediacy) rather than a limit order (supply of liquidity)." Chapitre 7, p 124.

En résumé, les coûts de transaction affectent les stratégies d'échanges sur les marchés de titres. D'une part, ils réduisent les rendements espérés et empêchent les investisseurs de réviser fréquemment leurs détentions. D'autre part, ils accroissent l'impatience des investisseurs craignant une variation substantielle des prix avant la conclusion d'une transaction.

Il est donc évident que les coûts de transaction fragmentent les marchés, ralentissent les échanges et plus ils sont importants, plus le marché est illiquide. Cette illiquidité résulte de la diminution du nombre d'intervenants sur le marché, de l'amaigrissement des flux d'ordres, du rallongement du temps d'attente et de l'éloignement des prix de transaction des valeurs réelles des titres.

Il devient ainsi légitime de penser que les coûts de transaction sur un marché boursier sont une approximation empirique de l'image inverse de la liquidité, "l'illiquidité".

Plusieurs travaux ont essayé de les quantifier. Cependant, il convient de considérer l'essai de Demsetz (1968) comme étant le point de départ d'un véritable débat sur la question.

Demsetz tenta de modéliser le coût de transaction sur le NYSE. Ainsi, conformément à la structure du marché étudié et au regard des difficultés de quantification, il décomposa le coût de transaction en deux natures différentes: les commissions de courtage (brokerage fees) et la fourchette des prix (bid-ask spread):

"Transaction cost is defined narrowly in this paper as the cost of using the NYSE to accomplish a quick exchange of stock for money... Given that titles to assets exist, given that decisions to exchange these titles have been made, and given that brokers or sales representatives have been informed of these decisions, what are the costs to buyers and sellers of using the NYSE to contract with each other? On the NYSE two elements comprise almost all of transaction cost, brokerage fees and ask-bid spread". Demsetz (1968), p 35.

L'auteur définit le coût de transaction comme étant le coût relatif à l'utilisation d'un marché pour transformer rapidement un titre en fonds disponibles. Ceci revient à dire que le coût de transaction est le coût d'un service de liquidité. Cette définition du coût de transaction a eu des conséquences fondamentales sur la recherche en matière de liquidité du marché. Dans l'étude de Demsetz, le coût de transaction incorpore deux composantes:

- Les *brokerage fees*: c'est la partie explicite du coût final qui représente les charges de courtage liées au recours à un broker pour profiter de son carnet d'ordres;

- Le *bid-ask spread*: il représente la partie implicite du coût. C'est la marge des prix payée par un intervenant en contrepartie d'un service d'instantanéité si la transaction nécessite les services d'un spécialiste.

Les commissions de courtage²⁵ étaient fixes au moment de l'élaboration de cet article. La fourchette des prix a constitué alors la composante la plus importante du coût de transaction. Elle a suscité l'intérêt des économistes qui cherchaient à l'expliquer par des variables telles que le rendement, la capitalisation du titre, le niveau de la concurrence²⁶
...

Par ailleurs, la production de la liquidité dans le contexte particulier du NYSE est intimement liée à la présence du spécialiste. Ce dernier avait pour obligation principale d'assurer la continuité des échanges en se substituant à l'investisseur momentanément absent. Il assurait ainsi l'immédiateté des échanges en achetant moins cher que le prix d'équilibre et en vendant plus cher.

La liquidité du marché était ainsi devenue synonyme d'instantanéité des échanges, produite grâce à la présence permanente d'une classe de professionnels, les market makers. La fourchette des prix représentait alors la rémunération facturée à un intervenant ordinaire pour ce service de liquidité.

Cette approche a longtemps prévalu dans les travaux sur la liquidité du marché. Une grande partie de la littérature conséquente a été consacrée à l'explication et à la quantification de la fourchette des prix du market maker²⁷.

Néanmoins, Demsetz attribuait au market maker un rôle passif dans la formation des prix. En effet, ce dernier cote ses prix purement et simplement à la lumière de l'état de l'offre et de la demande sur le marché. Ainsi, il assure une demande permanente en achetant moins cher (bid price ou prix offert) et une offre permanente en vendant plus cher (ask price ou prix demandé).

La différence entre le prix offert et le prix demandé constitue sa rémunération pour le service d'immédiateté des échanges garantie grâce à sa présence permanente sur le marché. Un investisseur impatient peut donc raccourcir son temps d'attente en ayant recours aux services du market maker en contrepartie d'une concession sur le prix égale à la différence entre le prix du marché et le prix de market maker. Cette différence représente donc le prix de l'immédiateté des échanges.

En revanche, les travaux ultérieurs qui s'insèrent dans la théorie de la position²⁸ de la fourchette renoncent à la neutralité du market maker. Ce dernier participe activement à la

²⁵ Les frais de courtage négociables ont été institués le 1^{er} mai 1975 après de longues discussions académiques et institutionnelles.

²⁶ Demsetz (1968), Tinic (1972), Tinic & West (1972), Stoll (1978)...

²⁷ Nous aborderons cette littérature d'une manière plus détaillée dans le chapitre suivant dont une partie porte particulièrement sur la théorie du market making.

²⁸ Tinic (1972), Amihud & Mendelsohn (1980), Ho & Stoll (1983)...

formation des prix à travers des ajustements de sa position dans une optique de diversification du risque et d'optimisation de son portefeuille. Les prix cotés du market makers ne reflètent plus uniquement un prix de l'immédiateté mais incorporent en plus un coût d'ajustement stratégique.

La fourchette n'est plus tout simplement une rémunération de l'immédiateté mais elle est aussi un outil stratégique de diversification de portefeuille. En plus de la composante relative à la marge réelle du market maker en guise de service de liquidité, elle incorpore une composante d'aversion au risque. Ce risque est expliqué par les adeptes de la théorie de la position par un besoin de diversification.

Le market maker intériorise à travers son service de liquidité un risque indésirable pour le reste des intervenants. En vue de se couvrir contre ce risque, il agit sur la fourchette. La théorie de l'information explique ce besoin de couverture par la sélection adverse et l'aléa moral.

I.1.3 Liquidité et information

Un autre travail a beaucoup influencé la recherche en matière de coût de transaction et du service de liquidité sur les marchés organisés. Il s'agit du fameux article de Treynor (1981), écrit sous le pseudonyme de Bagehot, qui a révolutionné la théorie des marchés boursiers en introduisant dans les coûts de transaction un élément relatif à la typologie du négociateur.

En effet, l'auteur renonce à l'hypothèse des marchés efficients permettant de reproduire toute l'information disponible sur les titres grâce aux échanges. Il remet en question la possibilité de concrétiser des opportunités de transaction et de dévoiler par conséquent les nouvelles informations, sans que les intervenants au marché possèdent une réelle motivation pour traiter. Il différencie ainsi deux types d'investisseurs: des agents motivés par l'information (*informed traders*) et des agents motivés par la valeur (*value-based traders*)²⁹.

Un agent motivé par l'information est un investisseur en possession d'une information privilégiée sur le titre. Il est alors impatient de profiter de sa position informationnelle avant que l'information ne soit révélée par le marché et incorporée dans le prix du titre. En revanche, un agent motivé par la valeur souhaite traiter parce qu'il cherche à exploiter une divergence entre le prix du marché et son opinion personnelle sur la valeur titre, construite sur la base d'une information publique³⁰.

Dans ce cas de figure, les agents motivés par la valeur sont impatients de profiter du décalage des prix. En revanche, les agents motivés par l'information cherchent à traiter

²⁹ Dans ses travaux ultérieurs, Treynor développe sa classification des intervenants en fonction de leurs motivations et finit par dégager quatre types de participants. En plus des agents motivés par l'information et les agents motivés par la valeur, il ajoute une catégorie d'agents motivés par la liquidité et des agents pseudo-informés. Les agents motivés par la liquidité sont les participants qui ne possèdent ni une information privilégiée, ni une opinion spécifique de la valeur du titre. Ils désirent tout simplement modifier les caractéristiques de leurs portefeuilles. En revanche, les agents pseudo-informés sont motivés par une information privée qu'ils croient non révélée au marché alors qu'elle a été déjà incorporée dans les prix. Ils peuvent aussi agir selon une information erronée qu'ils croient bonne.

rapidement avant que leur information ne se trouve révélée. La meilleure solution pour les deux types d'intervenants consiste à recourir aux services d'un market maker. Néanmoins, ce dernier ne connaît pas a priori leurs motivations. La fourchette lui permet alors de se couvrir contre un risque éventuel de perdre contre les agents qui sont plus informés que lui. En effet, si l'information du participant est pertinente, celui-ci est alors en possession d'une opinion plus juste sur la valeur du titre et les prix du market maker sont sous-estimés en cas d'une information favorable (inversement surestimés en cas d'une information défavorable).

Le market maker se couvre contre ce risque par le biais de la fourchette. Celle-ci contient alors en plus de la rémunération d'un service d'immédiateté un élément relatif au niveau informationnel de l'investisseur. La formulation de la fourchette d'une manière stratégique influence le niveau des prix sur le marché. Le déplacement des prix de transaction par rapport aux prix d'équilibre constitue un coût additionnel au coût de l'immédiateté appelé impact du marché³¹.

I.1.4 Composantes du coût de transaction

Deux composantes principales constituent donc le coût de transaction: une partie explicite et une partie implicite. La partie explicite représente l'ensemble des commissions et frais qui sont préalablement connus par l'investisseur et qui apparaissent sur l'avis d'opéré à la fin de la transaction. En revanche, la partie implicite incorpore deux éléments variables: la fourchette des prix (prix de l'immédiateté) et l'impact du marché.

Les frais de courtage

Les frais explicites de transaction incluent les commissions de courtage, les frais de gestion des comptes titres et d'éventuelles taxations.

Hamon (1997) évoque même les droits de garde annuels et les frais d'encaissement de coupons de dividende. Néanmoins, les commissions de courtage rétribuées à un agent de change constituent l'élément le plus important de ces frais.

Un courtier³² (ex agent de change) est un intermédiaire mandaté pour l'exécution des ordres d'acquisition ou de cession de titres pour le compte de ses clients. Sa tâche principale consiste à trouver la meilleure réponse aux attentes des clients au regard des

³⁰ Trevnor (1981): "Generally speaking, transactors have two fundamentally different motives. One of these is information, not the kind of overwhelmingly material information that gets him in trouble with Exchange Act structures against the use of inside information, but nevertheless specific information that will change the outlook for a company, hence the market price of its shares. The other motive for transacting is value, a perceived discrepancy between market price and what the investor thinks a security is worth based on publicly available information.", pp. 57-58.

³¹ Les participants au marché qui peuvent réellement détenir un niveau informationnel supérieur à celui du market maker sont souvent assimilés aux investisseurs institutionnels, désignés dans certains écrits par "insiders". En plus de leur capacité à collecter des informations privées, les institutionnels échangent souvent de grandes quantités de titres. L'impact du marché n'est pas seulement la concession de prix relative à l'information. Il découle aussi de la concession du prix au regard de la taille de la transaction.

conditions du marché. En effet son carnet d'ordres centralise des ordres de vente et des ordres d'achat en facilitant dans une première étape la mise en contact des investisseurs des deux côtés du marché.

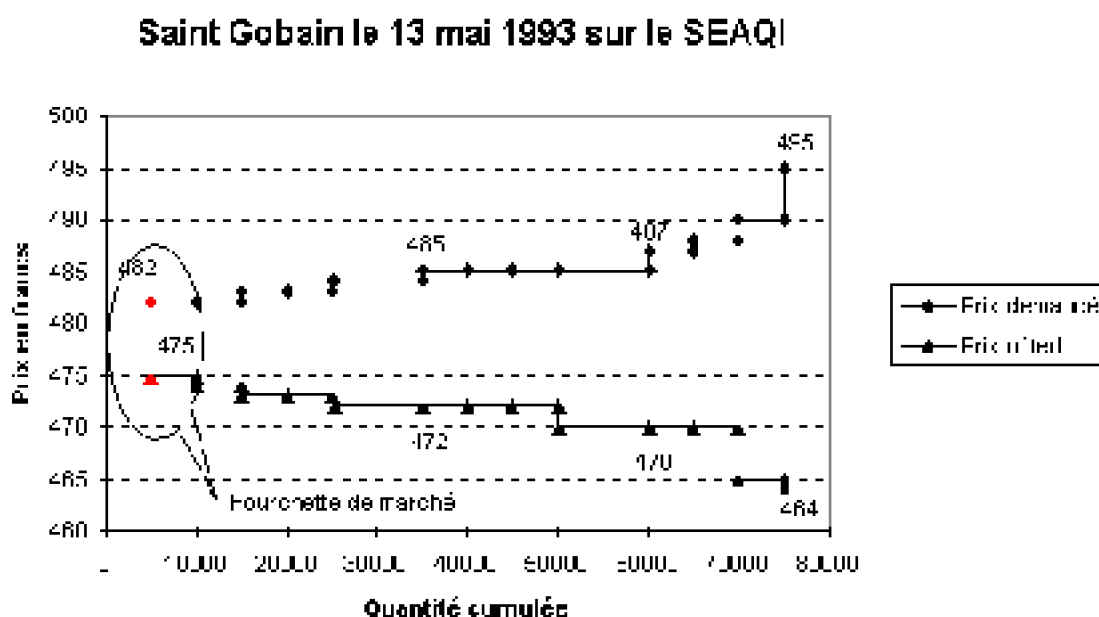
Par ailleurs, le courtier peut démarcher des clients susceptibles de répondre à des ordres restant en suspens. Pour cela, il doit suivre l'évolution des prix, analyser l'information financière et constituer des bases de données. Outre l'exécution des ordres, le courtier peut proposer à ses clients un service de conseil financier et même la garde de leurs titres. En contrepartie de tous ces services, il perçoit une commission.

La fourchette des prix

La fourchette des prix est la différence entre le prix offert et le prix demandé affichés à un instant donné. Il s'agit de la fourchette des market makers sur les marchés de contrepartie et des limites du marché pour les marchés d'agence. Elle représente une approximation du coût d'un service immédiat pour échanger des titres.

Plus précisément, dans le cas d'un marché caractérisé par la présence d'un seul market maker en position monopolistique (cas du spécialiste sur le NYSE), la fourchette correspond parfaitement à la différence des prix affichés par ce dernier.

En revanche, sur un marché qui regroupe plusieurs market makers en compétition sur un titre (cas du NASDAQ), la fourchette est la différence entre le prix offert le plus élevé et le prix demandé le moins élevé parmi tous les prix affichés (Figure 1).



³² Le métier d'agent de change est apparu au XVII^{ème} siècle. Les détenteurs des bons de gouvernement en Angleterre devaient se déplacer jusqu'à l'Office des Transferts (Bank of England Transfer Office) à Londres chaque fois qu'ils désiraient liquider quelques titres. En vue d'éviter cette tâche pénible et parfois coûteuse, ils mandataient un agent qui s'occupait de les représenter auprès des commis. La création du marché boursier en 1801 a donné plus de sens au métier d'agent de change. Ce titre a été définitivement supprimé en 1988 avec la création des sociétés de bourse (loi n° 88-70 du 22 janvier 1988).

Figure 1: La fourchette des prix sur un marché dirigé par les prix

Source: Hamon (1997), p 2.

La fourchette des prix sur un marché sans présence de faiseurs de marché est celle qui résulte de la différence entre les meilleures limites suite à l'offre et à la demande des investisseurs ordinaires. Elle peut être schématisée de la même manière que la Figure 1. Il suffit de remplacer les demandes et les offres des market makers par celles du public.

La fourchette des prix dépend des seuils autorisés par les autorités du marché, du volume moyen des titres échangés, du niveau de la concurrence... Dans le cas des marchés de contrepartie, la fourchette d'un market maker varie en fonction de la concurrence et des coûts d'ajustements positionnels ou informationnels³³.

L'impact du marché

L'impact du marché est un coût additionnel relatif au déplacement du prix d'équilibre induit par l'importance du négoce ou l'arrivée de nouvelles informations.

Schwartz (1993) le définit comme suit:

"Market impact refers to the additional cost (over and above the spread) that a trader may incur to have a large order execute quickly. It is the higher price that must be paid for large purchase or the reduction in price that must be accepted for a large sale. Market impact is a "sweetener" paid to induce the market to absorb the large order. Because of it, the effective spread is wider on average for a large order than for a small order.", p125.

L'impact du marché représente donc une concession de prix accordée (ou obtenue) en cas de vente (en cas d'achat) d'une grande quantité de titres quand l'échange a lieu avec un market maker. Sur le marché, il reflète le déplacement des prix qui permet de drainer plus de participants en vue d'absorber un ordre de taille importante.

La mesure de l'impact du marché est peu évidente. Néanmoins, Berkowitz, Logue & Noser (1988)³⁴ dans une étude du coût de transaction sur le NYSE, proposent une mesure basée sur le volume des échanges et les seuils des prix.

Les auteurs mesurent le coût relatif à l'impact du marché par la différence entre le prix moyen pondéré par les quantités et le prix de transaction:

Coût relatif à l'impact du marché = Prix Moyen Pondéré - Prix de transaction

$$\text{Prix Moyen Pondéré} = \frac{\sum_{i=1}^N (\text{Vol}) * (\text{Prix})}{\text{Vol}}$$

N: Le nombre d'opérations réalisées durant une séance de bourse.

³³ Une étude détaillée de la fourchette des prix est fournie ultérieurement.

³⁴ Les auteurs ne sont pas les premiers à avoir essayé de quantifier l'impact du marché. Dans leur article, ils font référence aux travaux de Kraus & Stoll (1972) et de Barnea & Logue (1976).

Vol_i : Le nombre de titres échangés lors d'une $i^{ème}$ opération sur le titre.

$Prix_i$: le prix de transaction pour la $i^{ème}$ opération sur le titre.

Vol : Le volume quotidien des titres échangés.

L'impact du marché est un élément de décision important pour les transactions de blocs. L'ensemble de la fourchette et de l'impact du marché constituent la partie implicite du coût de transaction communément appelée "coûts d'exécution".

Finalement, l'ensemble des composantes du coût de transaction peut se représenter selon leur importance par une figure pyramidale. La base de la pyramide représente l'impact du marché, la composante inévitable du coût de transaction. Le corps de la pyramide représente les coûts relatifs à un service de liquidité obtenue par le recours à un intermédiaire. Les frais de détention et les éventuelles taxations coiffent cette pyramide.

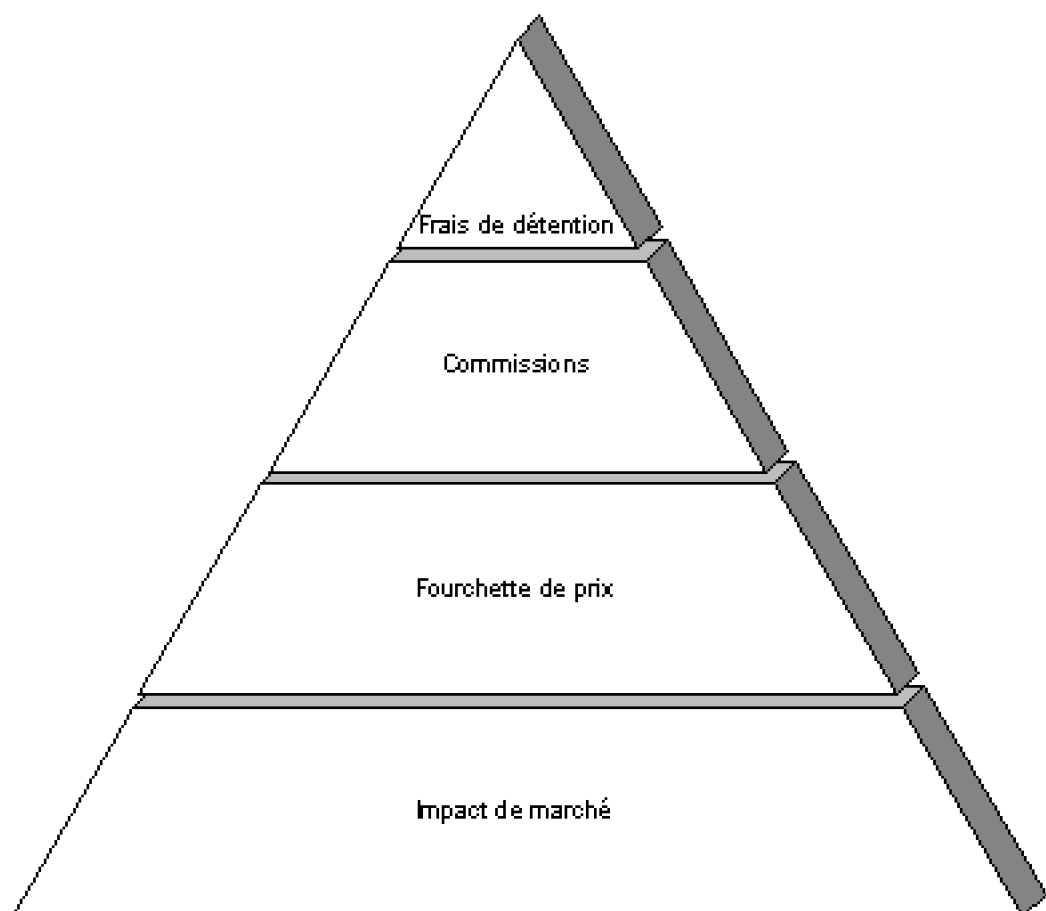


Figure 2: La pyramide des coûts de transaction

Source: D'après Jousset (1992), p 81.

En résumé, les coûts de transaction sont liés à la liquidité du marché de deux manières:

- D'une part, ils conditionnent le seuil de liquidité parce qu'ils empêchent les investisseurs de réviser fréquemment leurs portefeuilles, diminuent leur présence sur le marché et dispersent les prix.
- D'autre part, la production de la liquidité peut être coûteuse et contribuer à l'accroissement des coûts de transaction quand elle est assurée par le recours aux market makers.

En réalité, c'est la "liquidité artificielle" fournie par les market makers qui est coûteuse. Ceci revient à dire que les marchés qui garantissent un maximum de liquidité naturelle par le croisement de l'offre et de la demande doivent bénéficier de coûts de transaction moindres que les marchés dont la liquidité est fournie en grande partie par l'action des market makers.

Or des niveaux bas de coûts de transaction attirent les investisseurs et amplifient les échanges. La liquidité devient alors un phénomène auto-générateur (self-improving).

Il devient donc pertinent de se pencher sur les aspects caractéristiques des marchés liquides permettant d'obtenir le maximum de "liquidité naturelle".

1.2 Définition et Caractéristiques des marchés liquides

Définir la liquidité du marché (market liquidity) est une tâche peu évidente. Cette difficulté est principalement liée à la confusion possible entre la performance du marché liquide et la liquidité individuelle du titre.

1.2.1 Essai de Définition

Revenons à la définition générique de Keynes "l'actif le plus liquide **est** le plus certainement réalisable à bref délai et sans perte".

Etendue aux marchés, cette définition permet de relier la notion de liquidité à la négociabilité de l'actif, à l'immédiateté des échanges et à la régularité des prix sur son marché.

En effet, par le terme "certainement réalisable" nous comprenons "facilement transformable", ce qui implique la *négociabilité* de l'actif. La transformation d'un actif en numéraire ou en un autre actif plus liquide (par la transformation de l'échéance et du risque) devient "certainement réalisable" quand il existe un marché permettant de l'évaluer et de l'échanger, en plus de ses qualités individuelles en terme de rentabilité, de risque et de durée de vie.

Ensuite, une transformation à "bref délai" sous-entend une transformation rapide en terme de temps d'attente sur le marché. Cet aspect est parfaitement reflété par l'*immédiateté* qui implique l'existence permanente sur le marché d'une contrepartie à la demande de liquidité. Or étant donné les imperfections des marchés (coût de transaction et asymétrie d'information), le caractère immédiat des transactions devient difficilement réalisable sans qu'il y ait un mécanisme d'échange permettant la consolidation de l'offre et de la demande d'une manière continue.

Finalement, une transformation "sans perte" évoque la possibilité d'obtenir un prix de

transaction le plus proche possible de la valeur réelle de l'actif. Cet aspect signifie *la régularité des prix*. L'obtention de ces prix nécessite un mécanisme efficace et efficient pour leur formation. Cette fonction revient au marché qui sert de convoyeur de l'information nécessaire à l'évaluation du titre et à la détermination d'un prix d'échange étroitement proche du prix du marché.

La production de la liquidité devient donc directement liée aux performances du marché dans l'amélioration de la négociabilité, la production de l'immédiateté des échanges et l'obtention des prix réguliers.

Cette explication se trouve corroborée par la définition de la liquidité du marché dans le Palgrave Dictionary of Money and Finance:

"Liquidity refers broadly to the ability of individuals to trade quickly at prices that are reasonable in light of underlying demand/supply conditions.", Schwartz R. A., p 666.

Il en résulte donc que la liquidité du marché est la liquidité produite par le marché garantissant aux participants désireux d'échanger un actif la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables.

La liquidité individuelle de l'actif est alors distinguée de la liquidité du marché. La première est relative aux attributs de l'objet à échanger et la deuxième se rapporte à la qualité de la structure d'échange. En d'autres termes, la liquidité d'un actif est son aptitude dans le temps à être transformé en fonds disponibles. En revanche, la liquidité du marché est l'aptitude du marché à garantir aux participants la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables. Elle est donc une qualité recherchée du marché sur lequel un actif est échangé.

Cette performance n'est pas totalement indépendante de la qualité individuelle de l'actif mais elle repose principalement sur les aspects organisationnels du marché. Nous nous intéressons dans ce qui suit aux aspects qui affectent la structure d'échange en vue de produire la liquidité.

Dans ce sens, Bernstein (1987), Garbade (1989), Schwartz (1993)...décrivent la liquidité du marché par trois éléments complémentaires mais qui prêtent facilement à confusion: *Breadth*³⁵ (largeur), *Depth* (profondeur), et *Resiliency* (résilience³⁶ ou résistance).

1.2.2 La largeur du marché

Une définition de la largeur est fournie par Choinel & Rouyer (1981):

"La liquidité du marché d'un titre suppose que les intervenants soient en mesure de trouver une contrepartie à leurs opérations. Or cela n'est possible que dans la mesure où le marché est suffisamment large: il faut dès lors qu'il existe en quantité importante de titres en circulation mis à la disposition du public (flottant)

³⁵ Dans certains écrits, la largeur est évoquée sous le terme "width". Son aspect opposé est la "thinness" que nous traduisons par légèreté ou minceur.

³⁶ Dans les sciences physiques, la résilience caractérise la résistance aux chocs.

et que le volume quotidien des transactions soit assez étoffé pour permettre des échanges qui n'entraînent pas systématiquement des fluctuations erratiques des cours" p36.

Il en résulte qu'un marché est large quand il offre un grand nombre de titres en circulation et un volume de transaction assez important pour réaliser des transactions sans perturbations considérables des prix. Cette définition est peu précise. En effet, la possibilité d'échanger des grandes quantités de titres sans perturbation des cours est souvent associée à la profondeur. Cette confusion est assez fréquente et souligne l'ambiguïté qui entoure la définition des marchés liquides.

Selon Schwartz (1993), un marché est large si les ordres exprimés aux meilleures limites (meilleure offre et meilleure demande) sont nombreux et de grande taille:

"Breadth: A market is bread if the best buy and sell orders exist in substantial volume (that is, if the orders are sufficiently large). Market impact is slight when a market has breadth", p 127.

Cette définition souligne l'existence d'un grand flux d'ordres parmi lesquels ils existeraient les meilleurs prix. Elle implique également la participation d'intervenants de grande taille (les institutionnels) pour pouvoir émettre des ordres de grande taille.

Bernstein (1987) relie la largeur d'un marché à son équité et à son épaisseur.

D'abord, pour que les investisseurs puissent être nombreux à participer au marché, ils devraient déjà disposer de la même possibilité d'accès en termes de temps et de coût. Or, cette condition implique l'existence d'un marché équitable qui offre à tous ses participants la même occasion d'intervention.

Ensuite, l'efficacité de l'action des investisseurs potentiels dépend de leur niveau de capitalisation et de leur degré de professionnalisme. Ainsi, des investisseurs institutionnels jouissant d'un niveau de capitalisation important et de moyens pertinents pour l'analyse de l'information financière représentent un élément favorable à l'amélioration de la largeur. Plus précisément, les investisseurs institutionnels sont en mesure d'absorber les déséquilibres du marché même les plus forts et peuvent traiter des quantités importantes de titres. Ils contribuent ainsi à améliorer l'épaisseur du marché.

L'épaisseur d'un marché est la performance opposée à la minceur ou la légèreté (thinness).

Selon Grabade (1989), un marché est mince s'il est caractérisé par la participation limitée d'un nombre réduit d'intervenants et par l'aspect sporadique de leurs transactions:

"The market of a security is thin if there are few buyers and sellers at any particular moment and if frequency of transactions is low", p 493.

Par opposition, l'épaisseur d'un marché est reflétée par la présence simultanée d'investisseurs hétérogènes et par des transactions fréquentes. Il est important que les investisseurs soient hétérogènes en termes de motifs de transaction.

En effet, des intervenants motivés par les mêmes mobiles (par la même information pour par une opinion commune sur la valeur du titre) manifesteraient une tendance commune: soit une tendance totale à la vente, soit une tendance totale à l'achat. Or, les échanges sur les marchés boursiers ne peuvent pas avoir lieu et être mutuellement

bénéfiques que si les investisseurs diffèrent par leurs dotations, par leurs informations et par leurs préférences.

Selon le même auteur, la largeur est liée au nombre de titres négociés sur le marché. L'existence d'un nombre important de titres substituables offre aux participants des possibilités de diversification des risques.

En résumé, un marché large est un marché équitable et épais. Le marché est équitable quand il offre la même possibilité d'accès à divers participants. Le marché est épais quand il offre un grand nombre de participants et particulièrement des investisseurs institutionnels.

1.2.3 La profondeur

Schwartz (1993) soutient qu'un marché est profond quand les ordres sont émis à des prix proches du prix courant du titre:

"Depth: A market is deep if orders exist at an array of prices in the close neighbourhood above and below the price at which shares are currently trading. Bid-ask spreads are tighter when a market has depth", p 127.

Cela signifie qu'un marché est profond quand les ordres sont concentrés autour du prix du marché et à l'intérieur de la fourchette du négociant quand il en existe un sur le marché. Sur un marché sans market maker, les prix sont concentrés entre les deux limites du marché. En d'autres termes, un marché est profond si les écarts de prix sont faibles. La concentration des ordres autour du prix du marché favorise les échanges rapides et sans perturbation des prix.

Cette qualité est particulièrement importante en cas de transaction de grande taille. La possibilité de disposer de contrepartie proche du prix d'équilibre épargne au marché un décalage excessif des cours.

Garbade (1989) relie la profondeur à l'information sur le marché. Dans ce sens, un marché profond est un marché qui permet aux prix de refléter les déséquilibres temporaires dans les flux des ordres. Le réajustement de l'offre à la demande résulte de l'intervention immédiate d'investisseurs informés. Un marché profond est donc un marché transparent qui implique une information libre et accessible. Sur un marché transparent, les investisseurs ont la possibilité de suivre l'évolution des prix, de réviser correctement et rapidement leurs rendements espérés et de valoriser précisément leurs détentions. Leur action sur le marché devient rapide, voire instantanée. Leur intervention facilite le réajustement des déséquilibres des prix et l'intégration de l'information.

Engle & Lange (2001) opposent la profondeur à l'étroitesse. Celle-ci est définie ainsi:

"Tightness is depicted by the degree of divergence between the buy and sell curves at the zero share line. Another dimension of liquidity is depth, defined as the maximum number of shares that can be traded at a given price" p 1939.

Cette définition renvoie à l'idée courante de la profondeur, en l'occurrence la capacité d'échanger un grand nombre de titres sans variations substantielles des prix. Plus le nombre de titres est important, plus le marché est profond.

En résumé, un marché profond est un marché transparent et régulier permettant

d'échanger de grandes quantités de titres.

1.2.4 La résilience d'un marché

Selon Schwartz (1993), marché résilient est un marché capable d'absorber rapidement les fluctuations temporelles des prix par la dissémination rapide de l'information:

"Resiliency: A market is resilient if temporary price changes due to temporary order imbalances quickly attract new orders to the market that restore reasonable share values. Trades are less apt to be made at inappropriate prices when a market is resilient", p127.

La résilience est donc liée à la vitesse de circulation de l'information et à la capacité du marché d'absorber les déséquilibres occasionnels des cours grâce à l'intervention rapide des investisseurs. Elle apparaît ainsi comme étant la résultante de l'association de la profondeur à la largeur.

En effet, Garbade (1989) explique la résilience par la largeur du marché au sens de l'existence d'un flux d'ordres important qui advienne sur le marché en réponse à un déséquilibre des prix:

"Greater resiliency means the appearance of larger countervailing order flow whenever transactions prices change because of temporary order imbalances. Thus, if prices fall because of temporary excess off sell order, a resilient market will produce a countervailing flow of purchase orders from investors seeking to acquire the security at temporarily cheap prices" p 428.

D'une part, la résilience repose sur la vitesse de circulation de l'information. Elle implique donc un degré élevé de transparence. Dans cet aspect, la résilience peut être confondue avec l'efficacité. Or un marché efficace est un marché qui permet de refléter à travers les prix toute l'information publique et privée disponible sur les titres.

Sur un marché efficace, les intervenants ne peuvent pas faire de profit à partir d'une différence informationnelle. Cependant, la notion de résilience est plutôt basée sur l'asymétrie informationnelle dans un jeu dynamique de formation des prix. La résilience est l'aptitude du marché à réduire l'ampleur de ces profits mais il ne s'agit pas de les exclure.

D'autre part, le rétablissement de l'équilibre nécessite l'intervention d'investisseurs motivés par la nouvelle configuration du marché. Cela veut dire que le marché est large et que plusieurs participants sont prédisposés à agir rapidement. Finalement, seuls les investisseurs institutionnels sont capables d'absorber les déséquilibres substantiels des prix. Leur présence sur le marché est une condition de la largeur.

En résumé, la liquidité du marché est la faculté du marché à garantir aux participants désireux d'échanger un actif la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables. Cette performance complexe fait appel à plusieurs autres aspects favorables tels que l'équité, l'épaisseur, la transparence et la régularité des prix. Néanmoins, les marchés liquides peuvent être caractérisés par trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience (voir figure 3).

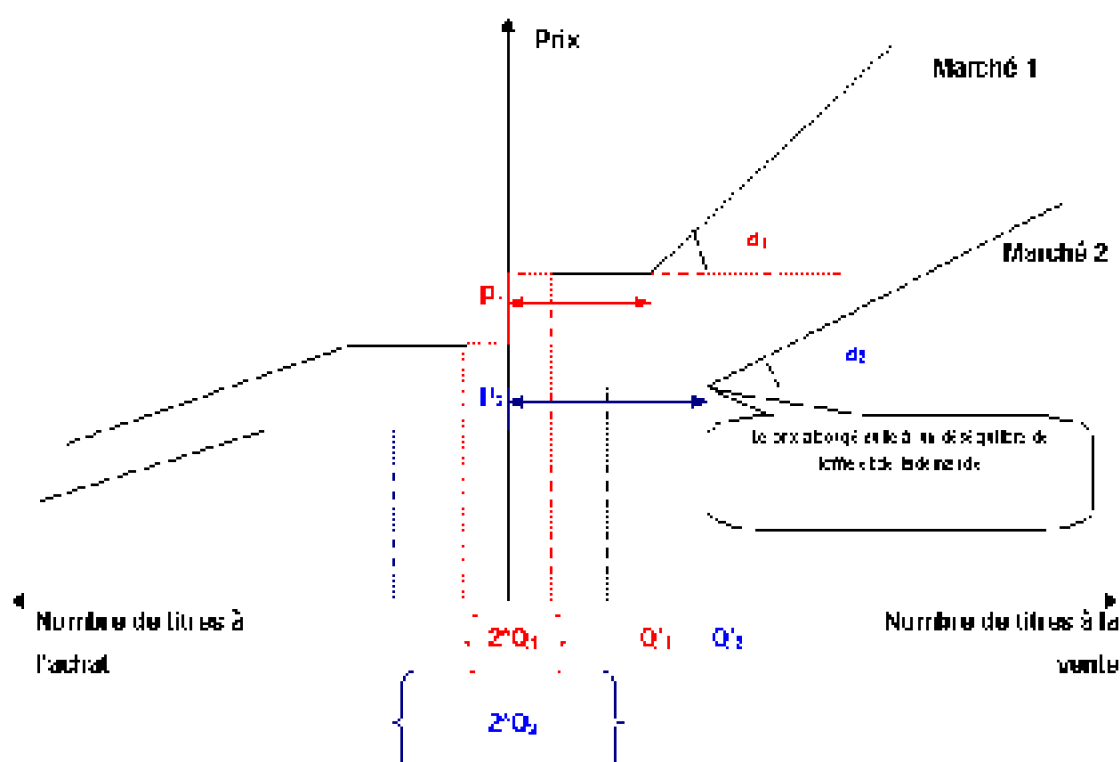


Figure 3: Les caractéristiques des marchés liquides

La largeur correspond à la taille des ordres qui répondent aux meilleures limites de prix. Selon ce schéma, le marché 2 est plus large que le marché 1 ($Q_2 > Q_1$).

La profondeur correspond à la quantité de titres susceptible d'être échangée sans perturber les niveaux des prix. Le marché 2 est plus profond que le marché 1. En effet, $(Q'_2 - Q_2) > (Q'_1 - Q_1)$.

La résilience correspond à l'ampleur des mouvements des prix en cas de déséquilibre temporaire. Le marché 2 est plus résilient que le marché 1 ($a_2 < a_1$).

I.3 La mesure de la liquidité

La difficulté de quantification de la liquidité du marché est étroitement liée à la complexité de la notion. Les indicateurs diffèrent si l'on veut mettre l'accent sur l'étendue du marché, sur les variations des prix ou sur les effets de l'information. Les mesures varient alors selon le contexte. Néanmoins, la fourchette des prix sur un marché continu ou sur un marché d'agence (voir figure 2) demeure la mesure la plus évoquée dans les travaux académiques contrairement à d'autres mesures conventionnelles adoptées sur les marchés boursiers telles que le flottant, le taux de rotation des titres ou le taux de rotation des capitaux.

Cette situation est partiellement expliquée par l'abondance des travaux anglo-saxons en la matière. Ces travaux reposent principalement sur le rôle des teneurs de marché dans la production de la liquidité (les spécialistes sur le NYSE, les dealers sur le NASDAQ et les market makers sur les marchés londoniens). Par ailleurs, la modélisation de la fourchette facilite l'analyse du contenu informationnel des prix contrairement aux

indicateurs d'activité qui renseignent plutôt sur l'étendue de la liquidité.

Cela étant, nous consacrons ce paragraphe à la présentation des mesures autres que la fourchette des prix.

1.3.1 Le ratio de liquidité

Le ratio de liquidité est le volume du capital échangé rapporté à la valeur absolue du pourcentage de variation du prix du titre, sur un intervalle de temps donné. Plus le ratio est élevé, plus le marché est liquide.

$$\text{Ratio de liquidité} = \frac{\text{Volume des capitaux échangés}}{|\text{variation du prix en \%}|}$$

Cooper, Groth et Avers (1985) ont utilisé ce ratio dans un travail empirique cherchant à mesurer l'aptitude d'un titre à résister aux effets des grandes transactions. L'idée était de montrer que les titres ayant une valeur négociable importante (une large capitalisation boursière) absorbent mieux les effets des grandes transactions que des titres à petite valeur marchande. Leur méthode consiste à mesurer un ratio de liquidité sur un horizon de temps de quatre semaines. Les titres ont été regroupés en classes selon leurs seuils de capitalisation.

Ils concluent alors que le ratio de liquidité varie directement avec la valeur du titre: il augmente quand celle-ci est importante et diminue pour les titres à faibles valeurs marchandes. Les auteurs soutiennent ainsi que les titres chers sont plus liquides.

Cependant, ils montrent aussi que le ratio utilisé n'est pas représentatif de chaque classe de titres. En effet, au niveau de chaque classe, la valeur minimale du ratio était tellement faible qu'elle témoignait de l'existence de l'illiquidité dans toutes les classes, indépendamment des valeurs des titres. Cette conclusion rejoint la critique de Jousset sur l'approche du court terme qui caractérise les ratios de liquidité. Leur évolution ne renseigne pas sur une tendance structurelle de la liquidité.

Marsh et Rock (1986) mettent en exergue un autre problème relatif à l'utilisation de ce ratio fort populaire sur les places financières. Il s'agit de la relation qui relie la variation du volume des transactions et la variation des prix. Dans ce sens, les auteurs ont montré que la proportionnalité recherchée entre le volume de transaction et la variation des prix est uniquement justifiée jusqu'à un certain seuil des transactions (10 000 titres dans leur étude). Au-delà de ce volume de titres, les prix cessent de varier à la même vitesse que le volume de transaction. De plus, la variation des prix ne tend pas vers zéro quand le volume de transaction est réduit à zéro. Par conséquent, il est évident que ce type de ratios augmente quand le volume de transaction augmente. En revanche, il ne renseigne pas sur les différences de la liquidité sur les marchés. Il reflète uniquement les effets de la taille du marché.

Grossman & Miller (1988) critiquent l'utilisation du ratio de liquidité pour mesurer la liquidité des marchés. Ils soutiennent que le ratio de liquidité fournit des renseignements sur la corrélation entre le changement des prix et les volumes échangés mais ne peut pas

évaluer l'étendue de la liquidité sur un marché. En effet, le ratio de liquidité ne répond pas à une logique de la liquidité en terme d'immédiateté des échanges. Il est plutôt une mesure de l'élasticité de la demande sur le marché et ne permet pas de comparer la liquidité sur deux marchés différents.

Jousset (1992) souligne que les ratios de liquidité restent toutefois ambigus bien que leur utilisation soit fréquente sur les places boursières américaines. En effet, l'objectif des ratios de liquidité est de mettre en exergue la stabilité des prix: une petite variation des prix pour des grands volumes d'échanges. Une telle stabilité peut correspondre à la liquidité structurelle du titre (précisément la profondeur) ou résulter d'un ajustement lent à un changement de l'information fondamentale (marché inefficent). Il devient ainsi difficile de dissocier les différentes composantes engendrant le mouvement des prix. Autrement dit, les ratios de liquidité renseignent mieux sur la liquidité dans un milieu informationnel efficace et dans une approche à court terme. En revanche, ils ne peuvent pas justifier la liquidité structurelle du marché.

I.3.2 Les indicateurs de développement

La Capitalisation boursière

La capitalisation boursière est le volume des capitaux boursiers admis en négociation sur un marché organisé. Elle est calculée par la multiplication du nombre de titres admis par le cours boursier du titre. Elle renseigne sur l'étendue du marché. Plus la capitalisation boursière est importante, plus le marché est large.

Capitalisation boursière = Nombre de titres en circulation * Cours boursier du titre

Le rapport de la capitalisation boursière au PIB renseigne sur le degré d'intégration économique du marché boursier. D'après Levine & Zervos (1995), il peut renseigner sur les distorsions des systèmes financiers dans ce sens où les sociétés domestiques ne se trouvent pas incitées à se financer sur le marché local.

Le volume de transaction

Le volume d'échange ou le volume de transaction représente le montant des capitaux échangés à une date donnée. Il est aussi calculé par le nombre des titres traités ou par le nombre des contrats conclus.

Volume de transaction = Nombre des titres échangés * Cours boursier du titre

Selon Rousseau & Wachtel (2000), le volume de transaction est un bon indicateur du développement des marchés boursiers parce qu'il renseigne à la fois sur leur taille et sur leur liquidité:

"Total value traded is the product of market price and the number of shares traded, and as such contains components of both liquidity and size...With its emphasis on liquidity and its interaction with market size, total value traded is better measure of stock market development than capitalization alone.", p. 1939.

Une autre mesure de la liquidité du marché est implicitement déduite de l'ampleur du

volume de transaction. Il s'agit du flottant.

Le flottant désigne précisément la valeur potentiellement négociable aux alentours du prix d'équilibre et représente ainsi une mesure pertinente de la liquidité d'une valeur. Il est une mesure opérationnelle et pertinente de la liquidité sur les marchés boursiers. En effet, la faculté de pouvoir arbitrer à faible coût et à tout moment est directement liée à la valeur négociable de l'actif.

De plus, le flottant est une mesure convenable de la liquidité parce qu'il représente une donnée relativement stable et indépendante des effets méthodologiques. Une estimation du flottant est donnée par le volume quotidien des échanges en termes monétaires ou en nombres de titres échangés.

I.3.3 Les ratios de rotation

Il s'agit de la rotation des capitaux ou de la rotation physique des titres.

Le ratio de rotation des capitaux équivaut au montant des capitaux échangés rapporté à la capitalisation boursière du titre. Il renseigne sur la partie des capitaux boursiers qui change réellement de mains.

Ratio de rotation des capitaux = Volume de transaction / Capitalisation boursière

Ration de la rotation physique des titres = Nombre des titres échangés / Nombre des titres admis

Selon Levine & Zervos (1995), la rotation des capitaux est un indicateur pertinent de l'activité (profondeur) des marchés boursiers parce qu'elle reflète implicitement l'ampleur des coûts de transaction. Un taux de rotation élevé signifie que le marché est actif et que les coûts de transaction sont faibles³⁷

En revanche, Rousseau & Wachtel (2000) critiquent l'utilisation conjointe de la capitalisation boursière et des ratios de rotation dans les modèles expliquant la corrélation entre le développement des marchés financiers et le développement économique. Ils considèrent que les deux variables sont dépendantes et elles peuvent fausser les résultats par l'amplification de l'effet de la taille³⁸.

En guise de solution, ils proposent de neutraliser l'effet prix en divisant la

³⁷ Levine & Zervos (1995) "The turnover ratio measures the trading of domestic shares divided by market capitalization. The turnover ratio measures the trading of domestic equities on domestic exchanges relative to the size of the market. High turnover is often used as an indicator of low transaction costs. Importantly, a large stock market is not necessarily a liquid market: a large but inactive market will have a large market capitalization ratio but a small turnover ratio" p 7.

³⁸ Rousseau & Wachtel (2000) "The ratio of total value traded to market capitalization sometimes appears in the cross sectional literature as a measure of share liquidity or "turnover". When taken as an initial value or averaged over multi-year periods for use as a country characteristic, however, this ratio is correlated with market size and thus captures the same interaction which we attribute to the per capita value traded securities...This is because changes in the degree of turnover will reflect short-term fluctuations associated with "churning" and the business cycle much more closely than any notion of long-run shifts in the liquidity or size of the equity market" p 1939.

capitalisation boursière et le volume d'échange par le taux d'inflation. Dans ce sens, un accroissement des montants échangés résulte réellement d'une augmentation de la demande des titres et non d'une inflation des prix.

1.3.4 Les mesures de la profondeur

La profondeur est souvent mesurée par les ratios de variance. Ces derniers regroupent tous les essais statistiques qui cherchent à expliquer les variations des prix en isolant l'effet des fondamentaux de l'effet des déséquilibres aléatoires de l'offre et de la demande. On peut y inclure tous les travaux traitant de la modélisation de la fourchette. Néanmoins, nous nous contentons de présenter ici quelques mesures qui se distinguent par leur simplicité de calcul.

Gouriéroux, Jasiak & Le Fol (1999) mesurent la profondeur en analysant le carnet d'ordres (la feuille du marché). La profondeur correspond alors à la quantité des titres qui est inscrite en première ligne, c'est-à-dire celle qui peut être échangée aux limites du marché ³⁹.

Al Suhaibani & Krysanowski (2000) mesurent la profondeur d'une manière plus générale par les quantités demandées ou offertes pour n'importe quel prix offert ou demandé:

"The depth is the number of shares offered or demanded at a given bid or ask." P 1330.

En revanche, Engle & Lange (2001) critiquent l'utilisation des ratios de variance qui renseignent sur la volatilité des cours et celle des volumes de transaction pour mesurer la liquidité. Ils considèrent que ces indicateurs ne représentent pas des mesures directes de la liquidité même s'ils sont corrélés. Ils proposent alors une mesure de la profondeur en terme de quantité résiduelle de titres qui ne peut pas être absorbée par le marché ⁴⁰.

$$Profondeur = \log \left| \sum_i d_i vol_i \right|$$

d.: le sens de la transaction; d=1 en cas d'achat ; d=-1 en cas de vente.

³⁹ Gouriéroux, Jasiak & Le Fol (1999) "The first approach may be implemented by analyzing the order book. At each time t, orders from both sides of the market are ordered in queues. The absorptive capacities of the queues on the demand and supply sides arise as natural liquidity measures. Any trades involving volumes exceeding the capacity of the first line of the queues (usually called the depth of the market) create price effect." p 196.

⁴⁰ "Clearly neither volume nor volatility is a direct measure of liquidity, although they are closely connected...This paper introduces a new, intraday statistic for market depth. Quoted depth reflects the number of shares that can be bought or sold at a particular bid or offer price. The new statistic, VNET, measures the number of shares purchased minus the number of shares sold over a period when prices moved a certain increment, and it is therefore a measure of realized depth for a specific price deterioration. VNET is constructed in event-time, similar to Cho and Frees (1988), and can be measured repeatedly throughout the trading day to capture the short-run dynamics of market liquidity." p 114.

vol_i: le nombre de titres échangés.

Pour résumer, il existe diverses mesures de la liquidité du marché. Certains indicateurs sont consacrés à l'explication des variations des prix de transaction. En revanche les mesures pratiques mettent en exergue la taille du marché ou l'activité du marché. Les opinions sont partagées quant à la pertinence de ces indicateurs. L'utilisation d'une mesure au détriment d'une autre demeure un choix individuel en fonction des objectifs à atteindre.

Ce paragraphe avait pour objectif de définir la liquidité du marché, de déceler les caractéristiques des marchés liquides et de proposer des mesures pour son évaluation.

La liquidité du marché est une performance organisationnelle des marchés. Elle signifie précisément leur faculté à garantir aux participants désireux d'échanger un actif la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables.

Or la réalisation de cette performance est entravée par les imperfections des marchés en l'occurrence, l'existence des coûts de transaction et de l'asymétrie d'information.

En effet, les coûts de transaction et l'asymétrie d'information ralentissent les échanges, dispersent les prix et entravent la révision fréquente des portefeuilles. Par conséquent le marché manque de liquidité naturelle. L'exécution des ordres à des prix raisonnables nécessite le recours aux faiseurs de marchés quand c'est possible.

Or la liquidité artificielle produite par l'intermédiation est plus coûteuse parce qu'en plus des composantes ordinaires des coûts de transaction, les investisseurs sont appelés à payer la marge du faiseur de marché. Il devient donc préférable de garantir le maximum de liquidité naturelle par des aspects organisationnels.

Les marchés liquides sont caractérisés par trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience. Un marché large est un marché équitable (accessibilité) et épais (présence des investisseurs institutionnels) permettant la rencontre d'un grand nombre d'intervenants. En plus de l'équité et de l'accessibilité, la diversité des opinions et l'existence d'un grand nombre de titres échangeables et substituables favorisent la liquidité.

Un marché profond est un marché régulier et transparent permettant d'échanger des quantités substantielles de titres sans perturber les prix. Cette performance est partiellement reliée à la largeur. Néanmoins, elle implique la transparence du marché permettant ainsi aux investisseurs une meilleure connaissance des prix et des quantités.

Un marché résilient est un marché capable d'absorber rapidement les chocs des prix. Elle est la conséquence naturelle de la largeur et de la profondeur.

La liquidité du marché peut être évaluée par diverses mesures théoriques et pratiques dont les principales sont le ratio de liquidité, les indicateurs de développement (capitalisation boursière, volume de transaction), les indicateurs de rotation (rotation des capitaux, rotation des titres).

Néanmoins, la mesure théorique la plus évoquée dans la littérature est la fourchette des prix.

Section II : Liquidité et Microstructures des marchés

La réalité des marchés boursiers offre un terrain très fertile en terme de diversité des schémas possibles: des marchés centralisés versus des marchés décentralisés, des marchés intermédiés versus des marchés automatisés... Cette diversité a engendré une littérature abondante dont les axes principaux demeurent l'efficience et la liquidité.

Une partie de la littérature s'intéresse à l'étude des mécanismes d'incorporation et de révélation de l'information et à son effet sur la formation des prix et le niveau de la fourchette des prix.

En revanche, l'autre partie s'intéresse à la microstructure d'un marché dans une optique de liquidité. Ceci revient à étudier comment les besoins des investisseurs sont satisfaits, comment les prix sont formés et comment l'information est produite et publiée. Dans cette optique, les aspects suivants sont étudiés:

- Le protocole de négociation;
- La typologie de l'intermédiation;
- Le degré d'automatisation.

Le premier paragraphe tente de fournir une classification simplifiée des marchés à la lumière de chacun des critères précités. Ensuite, certaines typologies sont illustrées à travers la présentation des marchés suivants: le National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) américain pour les marchés dirigés par les prix et la Bourse de Paris pour les marchés dirigés par les ordres. Le troisième contient un aperçu de la littérature traitant de la comparaison des architectures de marché en matière de production de liquidité.

II.1 Typologie des marchés

II.1.1 Définition

Biais (1989) définit la microstructure des marchés comme suit:

“ Le cadre réglementaire, économique et technologique des négociations et le mode d’organisation des transactions constituent la microstructure des marchés. Comme l’indique le préfixe “ micro ”, c’est dans le détail de leur exécution que les opérations financières sont étudiées”, p 12.

La microstructure des marchés résulte donc d'une combinaison de règles relatives aux échanges dès la réception de l'ordre jusqu'à la livraison des titres. Elle est conditionnée par le degré d'automatisation des échanges, la catégorie des ordres autorisés, les horaires d'ouverture, la fréquence de publication de l'information, le degré de l'anonymat...Néanmoins, la classification⁴¹ des marchés est souvent faite en fonction de

⁴¹ Il s'agit d'une classification de référence. La réalité des marchés boursiers est beaucoup plus complexe et implique dans la majorité des cas une configuration mixte.

la combinaison des caractéristiques suivantes:

- Le mode et la fréquence des cotations: ce critère différencie principalement les marchés dits de fixing (ou intermittents) des marchés continus ;
- Le point de rencontre de l'offre et de la demande qui permet d'opposer les marchés centralisés aux marchés décentralisés ;

Et le rôle des intermédiaires permettant de spécifier les marchés de contrepartie contrairement aux marchés d'agence. Généralement, le degré d'intermédiation est aussi associé au mode de cotation. Il devient donc plus judicieux de comparer les marchés dirigés par les prix aux marchés dirigés par les ordres.

II.1.2 Classification des marchés

Marchés intermittents et marchés continus

Cette classification repose sur le moment de confrontation de l'offre et de la demande. Elle permet de distinguer les marchés de fixing des marchés continus.

Sur les marchés dits intermittents, ou "de fixing", la cotation et l'exécution des ordres se font à des intervalles de temps réguliers. Les transactions ont lieu à un prix unique d'équilibre. Ce prix résulte de la confrontation au moins une fois par jour, de l'accumulation de l'offre et de l'accumulation de la demande. Le prix d'équilibre est déterminé conformément aux règles suivantes:

- La priorité est accordée aux ordres au mieux (sans limite de prix) ;
- Ensuite, sont exécutés les ordres de vente à cours limité dont la limite de prix est inférieure au cours coté et les ordres d'achat dont la limite de prix est supérieure au prix coté.

La confrontation de l'offre et de la demande sur un marché de fixing peut se faire selon "des cotations par casiers" ou "des cotations à la criée".

Selon la cotation par casiers, les ordres concernant chaque valeur sont centralisés par écrit. Puis ils sont classés suivant le sens de l'opération et les limites de prix. L'intermédiaire chargé de la valeur cherche à équilibrer le marché. Lorsque le prix est coté, il ne reste plus dans le casier que les limites d'achat inférieures ou égales au cours coté, et/ou les limites de vente supérieures ou égales au cours coté. La cotation par casiers était adoptée par les bourses d'Amsterdam, de Francfort et de Vienne.

Dans le cas de la cotation à la criée, les négociateurs confrontent les ordres restant à leur charge en annonçant leur offre ou leur demande. Le processus se poursuit jusqu'à l'émergence d'un prix d'équilibre.

Sur les marchés continus les transactions se font en temps continu lors de la séance de cotation. Ainsi, les ordres arrivent à tout instant et s'exécutent chaque fois qu'ils trouvent une contrepartie. Les règles d'exécution ne se limitent pas aux limites de prix. Elles incluent également la priorité temporelle. Dans ce sens, si deux ordres sont émis au

même prix (ou au mieux) alors c'est l'ordre arrivé en premier qui est exécuté en priorité. Dans le cas de deux ordres transmis en même temps, la priorité est accordée à la meilleure limite de prix. Par ailleurs, la cotation en continu peut se faire de deux manières: une cotation en continu avec présence de faiseurs de marché ou une cotation en continu avec confrontation des ordres.

Marchés centralisés et marchés décentralisés

Cette classification repose sur l'unicité du point de rencontre de l'offre et de la demande. Elle permet de distinguer deux types de marchés: marchés centralisés et marchés décentralisés.

Sur un marché centralisé, tous les ordres arrivent en un point unique pour y être confrontés. Il en résulte ainsi une unicité du prix coté par valeur: un seul prix en cas de marché intermittent ou une fourchette des prix en cas d'un marché continu.

Sur un marché décentralisé, la confrontation des ordres se fait à différents points physiques ou télématiques. Les marchés décentralisés sont souvent des marchés de contrepartie où plusieurs faiseurs de marché sont souvent reliés entre eux grâce à un réseau télématique. C'est le cas du marché de gré à gré américain (le NASDAQ) depuis son informatisation en 1971.

Marchés dirigés par les ordres et marchés dirigés par les prix

Cette classification repose sur la combinaison du rôle des intermédiaires qui interviennent lors des cotations et du mode de cotation.

Le rôle des intermédiaires permet de dégager principalement deux catégories de marchés: les marchés d'agence et les marchés de contrepartie. Sur les marchés d'agence, les intermédiaires sont de simples agents de change qui assurent la confrontation des ordres de leurs clients. Sur les marchés de contrepartie, les intermédiaires sont des faiseurs de marché qui engagent leur position individuelle pour l'animation des marchés de titres. Les marchés mixtes regroupent les deux types d'intermédiaires.

La typologie de l'intermédiation sur les marchés continus a permis de différencier les marchés régis par les ordres des marchés régis par les prix.

Un marché dirigé par les ordres est un marché d'agence. La logique de cotation repose sur la centralisation à tout instant des ordres d'achat et de vente émanant des investisseurs. Il en résulte alors qu'à tout instant de la séance, il existe deux limites de prix pour un titre sollicité. Il s'agit:

- De la meilleure offre d'achat émanant d'un investisseur qui propose le cours le plus élevé pour l'acquisition du titre (limite inférieure);
- Et la meilleure offre de vente émanant d'un investisseur qui propose le prix de vente le plus bas pour la cession du titre (limite supérieure).

Une transaction a lieu chaque fois qu'un ordre trouve un autre ordre de sens contraire et à

une limite de prix compatible. Le cours du marché est alors annoncé en précisant le cours demandé (pour l'achat) et le cours offert (pour la vente). Les ordres au mieux sont alors exécutés au cours du marché: les achats sont traités au cours demandé et les ventes sont réalisées au cours offert.

Par ailleurs, des investisseurs impatients peuvent accélérer l'exécution de leurs ordres en émettant des ordres limités dont les prix sont inclus à l'intérieur de la fourchette. En d'autres termes, un ordre d'achat et un ordre de vente dont les prix se trouvent entre les limites du marché ont plus de probabilité de se croiser que des ordres dont les prix sont situés à l'extérieur de la fourchette.

Les bourses de Paris, de Tokyo et de Toronto sont trois exemples de marchés dirigés par les ordres bien qu'elles conservent des particularités individuelles. En effet, le processus d'échanges est complètement automatisé sur le marché français grâce au système de Cotation Assistée en Continu. En revanche, sur la bourse de Tokyo, l'exécution des ordres se fait sous le contrôle des Saitoris. Le processus des échanges à Tokyo est partiellement automatisé.

Les marchés régis par les prix sont des marchés continus de contrepartie. Sur ces marchés interviennent des contrepartistes appelés "market makers" ou teneurs de marché qui proposent d'une façon permanente des prix d'achat et des prix de vente. Ce sont les prix auxquels les teneurs de marché répondent aux ordres émanant du public sur leur propre stock de titres. Ils assurent donc la contrepartie des ordres "au prix du marché" émis par les investisseurs finaux. Ce système de cotation où les intermédiaires agissent en véritables fournisseurs de liquidité a été adopté par plusieurs places boursières telles que la bourse de Londres ou encore le marché de gré à gré américain.

Sur les marchés mixtes interviennent deux types d'intermédiaires: les courtiers et les faiseurs de marché. D'une part, les premiers se limitent à leur fonction de courtage et ne prennent en aucun cas une position personnelle sur la valeur. D'autre part, les faiseurs de marché peuvent agir pour leur propre compte et assurer la contrepartie des ordres émanant des courtiers et/ou du public. Dans ce cas précis du marché, les investisseurs bénéficient de trois sources de liquidité: le carnet d'ordres du courtier, la contrepartie des teneurs de marché et les ordres limités provenant du public. C'est le cas du NYSE américain.

Marchés réglementés et marchés libres

Outre la généralisation de l'information financière, les progrès accomplis dans le domaine de la télécommunication grâce à l'électronique et à l'informatique sont à l'origine de l'émergence d'une nouvelle forme de marchés électroniques appelés marchés privés (ou marchés libres) par opposition aux marchés réglementés.

Les marchés libres utilisent souvent des systèmes électroniques de négociation. Ils se caractérisent par la souplesse des critères d'introduction, par la facilité d'accès et par l'absence des intermédiaires engendrant ainsi un avantage en terme de coût de transaction.

En effet, loin des restrictions imposées par les marchés officiels quant à l'introduction

en bourse, les marchés privés reposent sur l'attraction des entreprises à fort potentiel économique indépendamment des critères de taille, de rentabilité ou des proportions du capital à diffuser. A titre d'exemple, l'Alternative Investment Market créé par la Bourse de Londres en 1995 après la fermeture de l'Unlisted Stock Markets (le second marché) a permis à des entreprises exclues de la cote officielle de s'introduire en bourse.

En revanche, les systèmes électroniques de négociation ne constituent pas des marchés indépendants mais ils reposent sur un ou plusieurs marchés officiels. Ils représentent tout simplement des modes de négociation parallèles au marché réglementé à travers l'extension et/ou la décentralisation des négociations. Ils offrent à divers investisseurs institutionnels, de par le monde, la possibilité de traiter, en se connectant tout simplement au marché grâce à des modems et à des stations de réception mis à leur disposition. Plusieurs d'entre eux ont connu de grands succès tels que Instinet (Institutionnel Network Inc), filiale de Reuters Holding PLC est devenu opérationnel en 1986 en offrant des services de courtier électronique.

II.1.3 Exemples

Le NASDAQ: un marché dirigé par les prix

Le "National Association of Securities Dealers Automated Quotations" est un marché électronique décentralisé qui relie des milliers d'intermédiaires dispersés dans le monde. Il est l'exemple type de marché dirigé par les prix. En fait, il est l'ancien "Over The Counter" (OTC) américain automatisé depuis février 1971.

L'OTC intéressait avant la réforme de 1971 les sociétés privées qui ne pouvaient pas être cotées sur l'un des marchés officiels américains tant par leur taille que par le nombre de leurs actionnaires. Il jouait aussi un rôle essentiel dans les négociations des valeurs à revenu fixe émises par les municipalités.

Les négociations sur ce marché nécessitaient le recours aux deux types d'intermédiaires: les maisons de courtage et les teneurs de marché. En effet les investisseurs, interdits d'accès au marché, devaient obligatoirement transmettre leurs ordres à un broker qui, moyennant une commission, se chargeait de trouver une contrepartie auprès des market makers. Le broker cherchait alors le meilleur prix en consultant les "pink sheets"⁴². La transaction était ensuite conclue, par téléphone ou par téléscript, entre le broker et le dealer qui assurait le prix le plus avantageux.

Cependant, les "pink sheets" étaient diffusées une fois par jour à la fin de l'après-midi après une journée de cotation. Il y avait donc un délai d'un jour entre l'émission d'un ordre et la réalisation de la transaction. Les prix de transaction n'étaient pas forcément efficaces et les investisseurs encouraient un risque de non exécution de leurs ordres. Lors d'une journée de cotation, le contrepartiste pouvait changer sa position sur le titre comme il pouvait modifier ses cotations en fonction de son portefeuille.

Le souci de l'efficacité des prix était devenu primordial surtout depuis que le marché

⁴² Les "pink sheets", les brochures roses, était une publication quotidienne assurée par le National Association of Securities Dealers. Elle retraçait à la fin de chaque jour les noms des market makers et leurs prix cotés par titre.

avait intéressé un grand nombre d'investisseurs institutionnels. Les autorités de contrôle décidèrent ainsi d'informatiser les négociations et de lancer en février 1971 le NASDAQ. Le "National Association of Securities Dealers Automated Quotations" fut alors un succès immédiat et l'OTC a été profondément révolutionné.

L'introduction du NASDAQ en plus de l'adoption du "Securities Act Amendment" de 1975 concernant la création d'un Système National de Marché ⁴³ a permis la multiplication des échanges au point d'élargir le NASDAQ à l'échelle internationale en 1991 et de le fusionner avec l'AMEX en 1998 ⁴⁴.

Aujourd'hui, le NASDAQ offre deux compartiments de négociation:

- Le NNM (NASDAQ National Market) créé en 1982 et destiné à la réception des entreprises importantes faisant l'objet de grands volumes de transactions;
- Le NASDAQ Small Caps créé en 1993 et ouvert aux entreprises de plus faibles capitalisations ⁴⁵.

Le principe de négociation sur le NASDAQ repose sur les rôles simultanés des teneurs de marchés et des systèmes électroniques de négociation.

D'une part, des teneurs de marché sont reliés entre eux grâce à un système électronique (NASDAQ Workstations) permettant la cotation des prix, la diffusion de l'information et le traitement des ordres en continu.

Pour chaque société admise au NASDAQ, la cotation est suivie par un minimum de deux teneurs de marché en concurrence. Ces derniers s'engagent à répondre aux obligations suivantes:

- Garantir l'exécution de chaque ordre au meilleur cours possible;
- S'engager à acheter et à vendre les titres pour lesquels ils assurent la tenue de marché;
- Publier les cours et les volumes des opérations réalisées dans un délai maximum de 90 secondes.

⁴³ D'autre part, les ordres des investisseurs peuvent être traités par des courtiers. Le Système National de Marché est en quelque sorte un marché national qui a résulté de la déréglementation et de la restructuration des bourses régionales aux USA entre 1975 et 1977. En effet, face à un problème de marchés fragmentés dû à une règle de négociation interdisant aux spécialistes du NYSE d'agir en dehors de ce marché et vue la multiplication des marchés régionaux, les titres pouvaient être négociés en même temps sur plusieurs places boursières et à des prix différents. La Stock Exchange Commission, chargée par le Congrès de mettre en place un marché national unifié, a commencé cette restructuration par l'institution des commissions de courtage négociables en mai 1975. Après de longs débats théoriques sur les bienfaits de la concurrence sur l'efficacité du marché, elle supprima ensuite en 1977 la règle 390 interdisant l'off-board trading pour les membres du NYSE.

⁴⁴ Le 2 novembre 1998, la National Association of Securities Dealers Inc. (NASD) et l'American Stock Exchange ont terminé les dernières formalités nécessaires à leur fusion, qui a donné naissance au NASDAQ-Amex Market Group, Inc., "le marché des marchés".

⁴⁵ Les conditions d'admission et de maintien sur chacun de ses marchés sont exposées en annexe.

électroniques grâce à la présence sur les marchés du NASDAQ des réseaux de communication électroniques. En effet, neuf réseaux interviennent en tant que participants au marché dont les plus célèbres sont Optimark et Wide Network II. Ces Systèmes de Transactions Alternatifs (ATS) traitent les flux d'ordres émanant du public et affichent donc les limites réelles du marché, c'est-à-dire les meilleurs prix proposés par des investisseurs ordinaires.

Pour participer au NASDAQ, les réseaux de communication doivent répondre aux conditions suivantes:

- Etre enregistrés comme courtiers/opérateurs et être membres de la NASD;
- Etre reconnus par la SEC ⁴⁶ comme Systèmes de Transaction Alternatifs (ATS);
- Adhérer aux termes contractuels du NASDAQ concernant les modalités d'intervention sur son réseau.

La combinaison des deux modes de négociation fait aujourd'hui du NASDAQ le marché international le plus attractif. En effet, ce dernier offre de multiples avantages qui motivent de nombreuses entreprises pour y adhérer.

D'abord, il offre aux entreprises introduites un accroissement de leur notoriété, une reconnaissance internationale et des possibilités plus larges de collecter des capitaux importants de par le monde. Ensuite, il garantit aux investisseurs internationaux une perspective plus large pour la diversification de leurs portefeuilles.

Néanmoins l'avantage le plus important du NASDAQ demeure la liquidité. La présence des teneurs de marché, obligés d'animer les marchés des titres sur lesquels ils se spécialisent, permet de garantir la liquidité des valeurs grâce à l'affichage continu d'une fourchette des prix. De plus, la rapidité de diffusion de l'information financière améliore la transparence du marché et amène les investisseurs à réagir rapidement en fonction de l'état du marché. Les ATS permettent également d'obtenir une liquidité additionnelle à moindre coût.

La Bourse de Paris: un marché dirigé par les ordres

Le marché boursier français a connu durant la dernière décennie plusieurs réformes organisationnelles dans une optique de liquidité. Les plus marquantes demeurent l'introduction du système CAC (Cotation Assistée en Continu) en 1986, l'instauration des contrats d'animation en 1992, la création d'un marché de blocs en 1994 et l'élargissement de la concurrence sur les marchés financiers en 1996.

C'est un marché essentiellement régi par les ordres avec la participation des teneurs de marchés pour la production d'une liquidité additionnelle sur le second marché (contrepartiste), sur le marché obligataire (Spécialiste en Valeurs de Trésor) et sur le nouveau marché (Introducteur Teneur de Marché).

La cadre institutionnel du marché boursier français incorpore trois organismes de contrôle et de supervision: le Conseil des Marchés Financiers (CMF), la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Société de Bourses Françaises (SBF).

⁴⁶ Securities Exchange Commission.

Le CMF est une organisation professionnelle chargée de la tutelle des marchés réglementés, de l'approbation des activités, de l'agrément des intermédiaires et de la gestion des offres publiques.

La COB est une autorité administrative indépendante dont la mission est de veiller à la protection de l'épargne et de garantir le bon fonctionnement des marchés.

La SBF⁴⁷ est institution financière chargée du pilotage, de l'animation et de la promotion des marchés.

Le marché français offre trois compartiments:

- Le premier marché est ouvert à des grandes entreprises françaises ou étrangères dont la capitalisation boursière est d'au moins 1,5 milliards de francs et dont le taux du capital diffusé est d'au moins 25%;
- Le second marché créé en 1983 accueille des entreprises de taille moyenne qui ne répondent pas aux critères d'introduction sur le premier marché. Les entreprises qui désirent s'introduire sur le second marché doivent disposer d'une capitalisation boursière d'au moins 100 millions de francs et ouvrir leur capital à concurrence de 10% au moins;
- Le nouveau marché créé en 1996 s'adresse aux entreprises à fort potentiel de croissance qui ont des projets de développement à financer.

La négociation des ordres repose sur l'utilisation du CAC introduit en 1986. Le CAC est un système informatique qui assure les transactions des valeurs en continu.

Le système central de cotation est lié en amont à des réseaux de routage permettant de transmettre les ordres émanant des collecteurs d'ordres, des négociateurs ou des investisseurs finaux connectés grâce à Internet ou au Minitel. En aval, le système de cotation est lié à un réseau de diffusion en temps réel de l'information sur les prix et les quantités.

La collecte des ordres se fait en pré-séance de cotation. Leur inscription se fait par ordre de priorité chronologique et par limite de prix. Ensuite, un premier fixing a lieu à 9 heures⁴⁸ en vue de déterminer un prix d'équilibre permettant l'échange d'un maximum de titres selon la priorité en terme de prix et puis selon la priorité en terme de rang d'arrivée.

A partir de 9 heures, le marché fonctionne en continu pour les valeurs admises par ce mode de cotation. A 17 heures, de nouveaux ordres s'accumulent sans transaction pour effectuer un deuxième fixing à 17h 05. Ce fixing permet de déterminer le cours de clôture qui sert de référence pour la réouverture du marché le lendemain.

La production de la liquidité sur le marché boursier français est obtenue principalement grâce à la consolidation spatiale et temporelle des flux d'ordres. Le marché est régi par les ordres avec la participation active des courtiers. Néanmoins, l'organisation

⁴⁷ Devenue Paris-Bourse depuis 1998 et aujourd'hui fusionnée avec Bruxelles et Amsterdam dans le cadre d'Euronext.

⁴⁸ Les horaires d'ouverture ont récemment changé. Ainsi, le marché est accessible dès 8h 30. Le rallongement des heures d'ouverture est une mesure favorable à la liquidité du marché.

du marché et l'intermédiation ont été réformées à plusieurs reprises dans une optique de liquidité.

En effet, la séance de cotation a été rallongée à deux reprises et la cotation en continu a été étendue au marché au comptant en 1988. Ensuite, l'intermédiation en bourse française a évolué progressivement pour incorporer en plus des opérations de courtage, l'activité de contrepartie. De plus, l'introduction des contrats d'animation représente un moyen technique très spécifique au cas français. L'objet de ces contrats, initiés par les autorités boursières, est de garantir aux valeurs nouvellement introduites ou peu traitées une meilleure animation de leurs marchés ⁴⁹.

Le NASDAQ et la Bourse de Paris représentent deux marchés internationaux actifs et liquides. Néanmoins, leurs microstructures sont complètement différentes. Le NASDAQ est un marché dirigé par les prix où la production de liquidité est obtenue grâce à la présence des faiseurs de marché. L'introduction des ATS et de la concurrence des carnets d'ordres n'ont pas réellement modifié cette situation. En effet, même si les investisseurs arrivent à se rencontrer grâce aux réseaux électroniques de transaction, le rôle de teneur de marché n'est pas remis en question. Son portefeuille demeure toujours une source supplémentaire de liquidité et son action est nécessaire à la régulation des prix.

En revanche, le marché boursier français est un marché dirigé par les ordres. La production de liquidité est obtenue à partir des flux d'ordres consolidés dans l'espace et dans le temps. L'immédiateté est obtenue grâce à l'accumulation des ordres avant le fixing et tout au long de la séance de cotation en continu. La régularité des prix est assurée par la réglementation de la variation des cours et par la technique de réservation. La transparence est garantie par la diffusion continue et en temps réel de l'information financière. Une liquidité additionnelle est fournie par les teneurs de marché dans le cadre particulier des contrats d'animation.

La liquidité peut donc s'obtenir à partir de plusieurs microstructures de marché. Il n'existe pas de modèle unique pour favoriser son extension. Chaque aspect structurel offre ses avantages et présente des limites quant à la production de liquidité.

II.2 Microstructure et liquidité

Les travaux qui ont traité des effets de la microstructure des marchés sur le niveau de liquidité se sont particulièrement intéressés à l'étude de l'impact des systèmes de cotation, du rôle des intermédiaires, de la décentralisation des marchés et des nouvelles technologies de transaction.

II.2.1 Mode de cotation

Sur les marchés intermittents, la consolidation temporelle des ordres permet de renforcer les possibilités d'échange. Ce mode de cotation est approprié pour des valeurs étroites faisant l'objet de transactions peu fréquentes et pour des volumes peu importants. Cela

⁴⁹ L'évolution de l'intermédiation en bourse et l'utilisation des contrats de liquidité sont reprises en détail dans la deuxième partie dans une perspective comparative avec le cas tunisien.

explique son utilisation fréquente dans les bourses en développement.

Cependant, les marchés intermittents imposent aux investisseurs des coûts d'attente plus élevés puisque les cotations ne se font que périodiquement. Les investisseurs encourent alors un risque de non-exécution de leurs ordres. De plus, ils sont confrontés à une incertitude quant au prix futur des transactions. Cette situation conduit à penser qu'une augmentation de la fréquence du fixing pourrait limiter le temps d'attente et assurer une meilleure exécution des ordres.

Par ailleurs, les prix établis sur les marchés intermittents peuvent susciter des critiques relatives à leur fiabilité. En effet, ces prix résultent d'une seule occasion de confrontation de l'offre à la demande. L'efficience est alors ponctuelle et les prix ne reflètent pas instantanément les nouvelles informations.

Cette situation peut engendrer l'exagération de l'effet informationnel des événements survenus entre deux fixings. De plus les participants ordinaires, dépourvus de moyens pertinents pour collecter des informations précises, vont agir d'une manière stratégique. Leur action induit alors une variation des prix qui est injustifiable par le changement des fondamentaux. Les avis sont partagés à cet égard.

En effet, Smidt (1979) montre à travers une étude des prix de transaction sur le NYSE que les variations des prix associées aux échanges intermittents sont plus importantes que les variations des prix résultant des négociations en continu ou des négociations de blocs.

En revanche, Admati and Pfleiderer (1988) montrent que la concentration des échanges favorise l'étroitesse de la fourchette donc le prix de transaction est moins élevé et les chances de conclure sont meilleures.

Schwartz (1993)⁵⁰ associe à la consolidation temporelle des flux d'ordres un avantage relatif au coût de transaction. En plus de l'immédiateté, elle permet de réduire les coûts de transaction à travers la réduction des coûts opérationnels et de l'impact du marché.

C'est l'unicité de prix de transaction obtenu grâce à la consolidation temporelle des flux d'ordres qui permet de réduire les coûts d'exécution. En effet, le prix d'échange est repéré rapidement au moment de fixing alors que sa recherche sur les marchés continus peut durer le long d'une séance entière. De plus, sur les marchés intermittents, les échanges sont réalisés simultanément au même prix et au même coût indépendamment de la taille des ordres. En revanche, la cotation en continu fait que les ordres sont exécutés séparément à des seuils de coût différenciés qui peuvent évoluer positivement en fonction de leurs tailles.

Ensuite, la consolidation temporelle des ordres permet d'atténuer l'impact du marché causé par l'échange d'un ordre de grande taille. Dans ce sens, l'effet de la taille d'un ordre devient insignifiant quand il est échangé en même temps que de nombreux autres ordres (loi des grands nombres).

Par ailleurs, le fait de disposer d'un moment d'échange fixe dans le temps et connu

⁵⁰ Chapitre 7, "Issues in Market Operations", pp. 123-135.

préalablement permet à un investisseur, désirant passer un ordre de grande taille, d'éviter la recherche de la meilleure contrepartie et le dévoilement de ses intentions. Le marché est ainsi protégé contre les réactions adverses et les fluctuations des prix. Ceci revient aussi à prôner le rôle des marchés intermittents dans la conservation de l'anonymat des intervenants et dans la protection des investisseurs motivés par un besoin de liquidité contre une situation d'exploitation par des investisseurs mieux informés qu'eux.

Néanmoins, les marchés intermittents présentent des limites relatives à l'accessibilité, à la dissémination de l'information et à l'incertitude sur le prix de transaction.

Les marchés de fixing sont moins accessibles que les marchés continus. Les échanges sont réalisés périodiquement sur les marchés intermittents alors que l'accès au marché continu est possible tout au long des séances d'ouverture. Cette accessibilité limitée pénalise les investisseurs qui ne peuvent pas mettre en œuvre rapidement leurs décisions de révision de portefeuilles.

De plus, sur les marchés intermittents les investisseurs ne sont pas forcément présents d'une manière permanente. Ils encourent ainsi un manque d'information sur la pertinence des prix. Il est leur est surtout difficile de dissocier l'effet de l'information de la variation des fondamentaux.

Sur les marchés continus, qui sont souvent aussi des marchés de contrepartie, l'arrivée continue des ordres et la présence permanente des faiseurs de marché garantissent théoriquement l'instantanéité des échanges et la profondeur du marché.

Néanmoins, cette liquidité est coûteuse puisque les investisseurs supportent en plus des coûts de transaction directs, la fourchette des prix du teneur de marché.

Dans ce sens, Allais (1987) critique fortement la cotation en continu en lui associant une augmentation de la volatilité des cours et une instabilité des prix. Il avance également que les marchés continus perturbent l'évolution de l'économie réelle en engendrant une augmentation (ou la non-réduction) des coûts de transaction sur les marchés financiers. Il prône alors les marchés intermittents en se basant sur la loi des grands nombres. La présence en même temps d'un nombre croissant d'investisseurs permet de compenser leurs aléas individuels.

Poncet (1993) répond à cette critique en mettant en cause la difficulté d'établir un lien de causalité évident entre la cotation en continu et la volatilité des cours. L'auteur soutient que, même si cette concomitance est vérifiée empiriquement, elle s'avère insuffisante pour déduire une causalité stricte. La volatilité des cours est affectée par plusieurs variables en dehors du mode de cotation. Il est surtout difficile de dissocier l'effet informationnel de l'impact du mode de cotation. De plus, il soutient la cotation en continu pour trois raisons.

D'abord, sur les marchés continus l'information est produite et disséminée en permanence. En plus, il est facile d'entrer et de sortir rapidement. La participation active des investisseurs accroît l'efficacité du marché. Ensuite, la cotation en continu permet aux investisseurs de se couvrir à temps contre les risques résultant de l'arrivée de nouvelles informations.

Enfin, les marchés continus offrent aux investisseurs institutionnels la possibilité de

rentabiliser l'effort consenti à la recherche d'informations. Ces investisseurs sont mieux disposés à s'engager dans la collecte de l'information s'ils arrivent à en tirer profit sur des transactions de grande taille. Ce type de transaction requiert l'intervention des contrepartistes souvent présents sur les marchés continus.

Le débat sur les effets de la cotation en continu a été récemment relancé avec les efforts des bourses émergentes pour moderniser leurs systèmes de cotation. Un bon nombre d'entre elles a opté pour des systèmes électroniques de cotation en continu.

Les exemples sont nombreux, mais on peut citer le cas de la bourse de Tel-Aviv qui a suscité l'intérêt de Amihud, Mendelsohn & Lauterbach (1997). Les auteurs étudient l'effet de l'introduction de la cotation en continu sur la liquidité des titres cotés. Ils concluent que la cotation en continu a amélioré la liquidité du marché en induisant:

- Une hausse permanente des cours boursiers de l'ordre de 5%;
- Une amélioration considérable du volume de transaction accompagnée d'une réduction de la volatilité des cours.

Ces conclusions ont été confirmées par les résultats de Lauterbach (2001) en s'intéressant à l'étude la liquidité des titres qui changent de classe de cotation⁵¹. La perspective importante de cette étude est de vérifier si la cotation en continu convient à certaines valeurs et non à d'autres.

L'auteur aboutit aux conclusions suivantes:

- L'effet bénéfique de la cotation en continu sur la liquidité des titres est confirmé. En effet, les valeurs transférées de la classe C à la classe V ont vu leurs cours s'accroître et leurs volumes d'échanges se renforcer;
- Inversement, les valeurs retirées de la cotation en continu ont été pénalisées. Leurs cours ont chuté et les volumes d'échanges ont régressé;
- Néanmoins, la radiation de certaines valeurs de la cotation en continu a été bénéfique pour leur liquidité qui s'est améliorée avec la cotation au fixing. L'auteur relie cette situation à l'étroitesse des valeurs en question. Il s'agit en effet d'un ensemble de 10 titres qui ont été radiés dans les trois mois qui ont suivi leur admission à la cotation en continu à cause de leur capitalisation limitée et de leurs cotations peu fréquentes.

Il en résulte donc que la cotation en continu peut ne pas convenir aux valeurs étroites. Le fixing est fortement recommandé dans ce cas.

L'article de Kairys, Krusa & Kumpins (2000) apporte plus de détails sur la pertinence de la cotation en continu. Les auteurs étudient les effets de la cotation électronique en continu adoptée par la bourse de Riga. Ils aboutissent aux conclusions suivantes:

⁵¹ Suite à la limitation du nombre de titres admis à la cotation en continu restreint à 100 valeurs, certains titres ont été transférés du système V au système C. La classe V repose sur une cotation en continu assortie d'un fixing à l'ouverture. La négociation des titres de la classe C repose sur une cotation quotidienne au fixing. De plus, les autorités du marché procèdent tous les trois mois à une mise à jour des titres cotés en continu en éliminant les moins liquides et en les remplaçant par les valeurs actives provenant de la classe C.

- Le passage à la cotation en continu a été positif pour les valeurs qui bénéficiaient déjà d'une bonne liquidité. Il leur a permis de renforcer cette liquidité en doublant leurs volumes de transactions;
- En revanche, la cotation en continu a pénalisé les valeurs qui étaient déjà peu liquides. Celles-ci ont perdu 25% de leur volume de transactions.

Les auteurs justifient cette situation par deux raisons principales:

- D'une part, le transfert des valeurs a été opéré en deux fois au lieu de procéder par étapes comme c'était le cas sur la bourse de Tel-Aviv. Cette situation a sanctionné d'emblée les petites valeurs qui étaient déjà peu fréquemment cotées.
- D'autre part, les détenteurs des grandes valeurs ont anticipé les effets bénéfiques du passage à la cotation en continu. Les volumes des échanges ont été alors immédiatement amplifiés.

La concentration des échanges sur un nombre limité de valeurs actives est une caractéristique des marchés émergents. Les auteurs prônent alors l'adoption d'un mode de cotation différencié selon la liquidité des titres. Le fixing est approprié pour les petites valeurs. Ils rejoignent ainsi Easley & Al (1996) et évoquent l'exemple réussi de la Bourse de Paris.

En résumé, les marchés intermittents offrent une meilleure liquidité obtenue grâce à la participation concentrée et simultanée des acheteurs et des vendeurs. La liquidité est produite par la rencontre des ordres au mieux et des ordres limités provenant du public sans recours aux market makers. Cela est de nature à réduire les coûts de transaction ce qui rend la cotation au fixing approprié aux marchés étroits. Néanmoins, l'instantanéité des échanges et la formation des prix sont limitées au moment du fixing. Les prix sont alors irréguliers et inefficients.

En revanche, les marchés continus assurent l'accélération des échanges grâce à l'arrivée permanente des ordres et à la circulation de l'information qui est rapidement disséminée et incorporée dans les prix. La cotation en continu améliore donc la liquidité des marchés et étend cette liquidité dans le temps. Cependant, ces avantages sont surtout bénéfiques pour les valeurs de grande taille et assez diffusées.

II.2.2 Degré d'intermédiation

Le débat concernant l'intermédiation sur les marchés organisés est souvent ramené à la comparaison des marchés d'agence aux marchés de contrepartie avec une préférence évidente pour la présence des teneurs de marché.

Biais (1990) explique la différence entre les marchés d'agence et les marchés de contrepartie. Sur les marchés d'agence, les acheteurs finaux procurent la liquidité aux vendeurs finaux, par l'intermédiaire de courtiers alors que sur les marchés de contrepartie, le besoin de liquidité est satisfait par le recours au market maker. Les dealers achètent et vendent pour assurer une intermédiation temporelle entre les flux issus du public. Les brokers ne s'engagent pas sur le titre mais s'efforcent de mettre en

relation les acheteurs et les vendeurs (transformation spatiale).

Il en résulte qu'en l'absence de market makers, la production de liquidité est contrainte par l'arrivée des ordres limités. Or rien n'oblige les participants ordinaires à fournir cette liquidité même s'ils sont bénéficiaires de la marge des prix.

Al Suhaibani & Kryzanowski (2000) étudient la liquidité du marché boursier saoudien qui est un marché totalement automatisé reposant sur un système électronique de cotation connu sous le nom de ESIS⁵². Ce marché est dépourvu de toute forme d'intermédiation. Les seules personnes physiques qui interfèrent sont les *wasatas*, de simples collecteurs d'ordres chargés de vérifier la conformité des ordres émis par le public et de les saisir à travers des terminaux situés auprès des banques. Ils concluent que:

- Le marché manque de liquidité en terme de largeur et de profondeur. Cependant le marché devient suffisamment liquide en terme d'immédiateté;
- La liquidité intrajour suit une courbe en forme de U comme dans la majorité des études réalisées sur les marchés dirigés par les ordres⁵³;
- La fourchette relative du marché est élevée à l'ouverture mais décroît tout au long de la séance.

Garbade (1989) associe aux courtiers un meilleur service de la liquidité sur les marchés étroits. En effet, les teneurs de marché ont tendance à élargir leurs fourchettes quand il s'agit de titres peu cotés. L'investisseur supporte ainsi un coût plus élevé de la liquidité s'il recourt à un market maker. En revanche, le broker peut garantir l'immédiateté des échanges grâce à la réduction du coût de la recherche de la meilleure contrepartie à la demande d'un investisseur final.

Pour cela, le courtier est appelé à se tenir informé en permanence des intérêts de ses clients. Il contribue ainsi à améliorer l'intégrité du marché parce qu'il permet de mettre en contact des investisseurs dont les intérêts sont totalement compatibles sur le titre échangé. De plus, les investisseurs recourent aux courtiers sur les marchés étroits parce que la commission de courtage revient moins chère que le coût de la recherche directe. Les marchés d'agence offrent alors des économies d'échelle permettant de réduire globalement le coût de transaction et d'améliorer la liquidité.

En revanche, la performance des teneurs de marché sur les marchés de contrepartie est conditionnée par la taille du marché. Dans ce sens, les teneurs de marché deviennent efficaces dans leur fonction de production de liquidité quand ils ont la possibilité de rentabiliser leur activité grâce à l'étendue du marché:

"The fact that these markets are dealer markets instead of brokered markets suggests that the volume of trading is sufficiently large that a dealer trading on his bid-ask spread can cover his costs and earn a competitive return on the capital committed to maintaining an inventory" Chapitre 21, p 442.

⁵² Chapitre 21, p 442, p 443, p 444, p 445, p 446, p 447, p 448, p 449, p 450, p 451, p 452, p 453, p 454, p 455, p 456, p 457, p 458, p 459, p 460, p 461, p 462, p 463, p 464, p 465, p 466, p 467, p 468, p 469, p 470, p 471, p 472, p 473, p 474, p 475, p 476, p 477, p 478, p 479, p 480, p 481, p 482, p 483, p 484, p 485, p 486, p 487, p 488, p 489, p 490, p 491, p 492, p 493, p 494, p 495, p 496, p 497, p 498, p 499, p 500, p 501, p 502, p 503, p 504, p 505, p 506, p 507, p 508, p 509, p 510, p 511, p 512, p 513, p 514, p 515, p 516, p 517, p 518, p 519, p 520, p 521, p 522, p 523, p 524, p 525, p 526, p 527, p 528, p 529, p 530, p 531, p 532, p 533, p 534, p 535, p 536, p 537, p 538, p 539, p 540, p 541, p 542, p 543, p 544, p 545, p 546, p 547, p 548, p 549, p 550, p 551, p 552, p 553, p 554, p 555, p 556, p 557, p 558, p 559, p 560, p 561, p 562, p 563, p 564, p 565, p 566, p 567, p 568, p 569, p 570, p 571, p 572, p 573, p 574, p 575, p 576, p 577, p 578, p 579, p 580, p 581, p 582, p 583, p 584, p 585, p 586, p 587, p 588, p 589, p 590, p 591, p 592, p 593, p 594, p 595, p 596, p 597, p 598, p 599, p 600, p 601, p 602, p 603, p 604, p 605, p 606, p 607, p 608, p 609, p 610, p 611, p 612, p 613, p 614, p 615, p 616, p 617, p 618, p 619, p 620, p 621, p 622, p 623, p 624, p 625, p 626, p 627, p 628, p 629, p 630, p 631, p 632, p 633, p 634, p 635, p 636, p 637, p 638, p 639, p 640, p 641, p 642, p 643, p 644, p 645, p 646, p 647, p 648, p 649, p 650, p 651, p 652, p 653, p 654, p 655, p 656, p 657, p 658, p 659, p 660, p 661, p 662, p 663, p 664, p 665, p 666, p 667, p 668, p 669, p 670, p 671, p 672, p 673, p 674, p 675, p 676, p 677, p 678, p 679, p 680, p 681, p 682, p 683, p 684, p 685, p 686, p 687, p 688, p 689, p 690, p 691, p 692, p 693, p 694, p 695, p 696, p 697, p 698, p 699, p 700, p 701, p 702, p 703, p 704, p 705, p 706, p 707, p 708, p 709, p 710, p 711, p 712, p 713, p 714, p 715, p 716, p 717, p 718, p 719, p 720, p 721, p 722, p 723, p 724, p 725, p 726, p 727, p 728, p 729, p 730, p 731, p 732, p 733, p 734, p 735, p 736, p 737, p 738, p 739, p 740, p 741, p 742, p 743, p 744, p 745, p 746, p 747, p 748, p 749, p 750, p 751, p 752, p 753, p 754, p 755, p 756, p 757, p 758, p 759, p 760, p 761, p 762, p 763, p 764, p 765, p 766, p 767, p 768, p 769, p 770, p 771, p 772, p 773, p 774, p 775, p 776, p 777, p 778, p 779, p 780, p 781, p 782, p 783, p 784, p 785, p 786, p 787, p 788, p 789, p 790, p 791, p 792, p 793, p 794, p 795, p 796, p 797, p 798, p 799, p 800, p 801, p 802, p 803, p 804, p 805, p 806, p 807, p 808, p 809, p 810, p 811, p 812, p 813, p 814, p 815, p 816, p 817, p 818, p 819, p 820, p 821, p 822, p 823, p 824, p 825, p 826, p 827, p 828, p 829, p 830, p 831, p 832, p 833, p 834, p 835, p 836, p 837, p 838, p 839, p 840, p 841, p 842, p 843, p 844, p 845, p 846, p 847, p 848, p 849, p 850, p 851, p 852, p 853, p 854, p 855, p 856, p 857, p 858, p 859, p 860, p 861, p 862, p 863, p 864, p 865, p 866, p 867, p 868, p 869, p 870, p 871, p 872, p 873, p 874, p 875, p 876, p 877, p 878, p 879, p 880, p 881, p 882, p 883, p 884, p 885, p 886, p 887, p 888, p 889, p 890, p 891, p 892, p 893, p 894, p 895, p 896, p 897, p 898, p 899, p 900, p 901, p 902, p 903, p 904, p 905, p 906, p 907, p 908, p 909, p 910, p 911, p 912, p 913, p 914, p 915, p 916, p 917, p 918, p 919, p 920, p 921, p 922, p 923, p 924, p 925, p 926, p 927, p 928, p 929, p 930, p 931, p 932, p 933, p 934, p 935, p 936, p 937, p 938, p 939, p 940, p 941, p 942, p 943, p 944, p 945, p 946, p 947, p 948, p 949, p 950, p 951, p 952, p 953, p 954, p 955, p 956, p 957, p 958, p 959, p 960, p 961, p 962, p 963, p 964, p 965, p 966, p 967, p 968, p 969, p 970, p 971, p 972, p 973, p 974, p 975, p 976, p 977, p 978, p 979, p 980, p 981, p 982, p 983, p 984, p 985, p 986, p 987, p 988, p 989, p 990, p 991, p 992, p 993, p 994, p 995, p 996, p 997, p 998, p 999, p 1000.

⁵³ Les modèles de la liquidité intrajour s'intéressent à l'évolution des volumes d'échange, de la fourchette et de la volatilité durant une séance de cotation. Plusieurs travaux montrent qu'il existe une concentration de la liquidité en ouverture et en clôture de la séance. Les variables étudiées donnent lieu à des courbes en forme de U. (Wood & Al. (1985), McNish & Wood (1992), Forster & George (1996)...).

moins élevé.

En résumé, les marchés d'agence permettent de bénéficier d'économies d'échelle et offrent donc un coût de transaction (coût de la liquidité) moins élevé que les marchés de contrepartie. En revanche, la présence des faiseurs de marché favorise la liquidité en offrant aux investisseurs une source supplémentaire. Cependant, cette liquidité est coûteuse.

II.2.3 Décentralisation

La décentralisation

Dans la comparaison des marchés centralisés par rapport aux marchés décentralisés, l'accent est particulièrement porté sur les risques relatifs à la fragmentation de la demande.

Les marchés centralisés présentent un avantage indiscutable relatif à la transparence. En effet, l'unicité du prix de transaction reflète une opinion globale de l'état de l'offre et de la demande. En revanche, les marchés décentralisés ne peuvent pas garantir cette transparence à cause de la fragmentation de la demande et de la dispersion de l'information. Par ailleurs, la performance des marchés décentralisés supporte une contrainte relative à la discontinuité des échanges et à la dilution de la liquidité.

Parce que les marchés décentralisés sont souvent des marchés automatisés, la continuité des cotations est soumise à un risque mécanique. Ainsi, une panne informatique peut réduire l'ensemble des opérateurs à l'inactivité en les privant de traiter à temps et de se couvrir contre certains risques.

Au-delà du risque mécanique, la continuité des cotations sur des marchés décentralisés se heurte parfois au décalage horaire. La discontinuité des échanges due au décalage horaire est à l'origine d'un accroissement de la volatilité sur les marchés suspendus lors des heures de fermeture.

Néanmoins, le risque majeur auquel sont confrontés les marchés décentralisés concerne la dilution de la liquidité dans le temps et dans l'espace. Dans ce sens, Amihud & Mendelson (1986) montrent que lorsqu'un titre peut être négocié sur plusieurs marchés, la liquidité de chaque marché est diminuée parce que le flux d'ordres est partagé.

Cette suggestion a bénéficié d'une confirmation formelle grâce au travail de Pagano (1989). Il montre que quand un titre est négocié sur deux marchés, les investisseurs choisissent de placer leurs ordres sur le marché qui a initialement le nombre de participants le plus élevé. Ce comportement même s'il est relativisé par l'existence des coûts de transaction permettant la coexistence des deux marchés, finit par faire disparaître le marché le moins liquide.

De même, Economides & Siow (1988) affirment que le niveau de liquidité influence la multiplication des marchés. En effet, les intervenants préfèrent les marchés liquides parce qu'ils leur permettent d'échanger à des prix plus bas que les marchés illiquides. La division des marchés diminue leur liquidité par la dispersion des intervenants. Or la liquidité est un phénomène auto-générateur alors les marchés liquides deviennent encore

plus performants et les autres finissent par disparaître.

L'automatisation

L'émergence des réseaux électroniques de transaction remet en question le rôle des intermédiaires de marché. Serait-il possible de se passer du facteur humain et de le substituer par les courtiers électroniques ?

Madhavan (2000) apporte une réponse quant à l'importance de la présence des market makers sur les marchés en dépit de leur automatisation⁵⁴. L'auteur prône la présence des teneurs de marché qui permettent d'assurer deux fonctions importantes en plus des celles fournies par les systèmes électroniques.

D'une part, les teneurs de marché servent de relais entre le marché et l'arrivée des investisseurs en dehors des séances de cotation. Leurs portefeuilles permettent de réduire la désynchronisation temporelle entre l'arrivée des acheteurs et des vendeurs. Ils assurent ainsi un service d'immédiateté des échanges. Les teneurs de marché sont ainsi complémentaires avec les réseaux électroniques qui permettent la rencontre des investisseurs dans l'espace.

D'autre part, les teneurs de marché contribuent à la stabilisation des prix grâce à leurs cotations. Les prix résultant simplement du croisement de l'offre et de la demande grâce aux réseaux électroniques peuvent fluctuer rapidement en fonction des quantités échangées et/ou des anticipations des événements informationnels. Or, le teneur de marché modifie ses prix en fonction des flux d'ordres en vue d'ajuster sa position en agissant sur la fourchette. Celle-ci n'équivaut pas obligatoirement au prix d'équilibre mais ne peut pas trop s'en éloigner dans un milieu concurrentiel. Les teneurs de marché permettent ainsi d'adoucir les fluctuations des prix et de les stabiliser.

Fouquet & Haas (2001) soutiennent que l'émergence des plates-formes électroniques de transactions remet fortement en question le rôle des courtiers traditionnels mais permet de redécouvrir le rôle des teneurs de marché. Elle les pousse à personnaliser leurs modalités d'intermédiation à la recherche d'une valeur ajoutée.

En effet, les réseaux électroniques de transaction présentent un avantage indiscutable concernant les coûts de transaction. Grâce à la réduction des coûts de fonctionnement (réduction du personnel, absence d'infrastructures physiques...), les réseaux électroniques offrent aux investisseurs la possibilité de traiter à moindre coût et imposent ainsi aux courtiers traditionnels une forte compétition.

Néanmoins, le rôle des teneurs de marché demeure conservé. Ces premiers agissent en tant que "mutuelles" des risques de liquidité. Leur présence est importante pour assurer aux investisseurs l'immédiateté des échanges. En revanche, l'émergence des

⁵⁴ Madhavan (2000) "Inventory models provide an added rationale for the reliance on dealers. Specifically, just a physical market places consolidate buyers and sellers in space, the market maker can be seen as an institution to bring buyers and sellers together in time through the use of inventory. A buyer does not wait for a seller to arrive but simply buys from the dealer who depletes his or her inventory. The presence of market makers who can carry inventories imparts stability to price movements through their actions relative to an automated system that simply clears the market at each auction without accumulating inventory." p 215.

plates-formes électroniques ne signifie pas un développement de la fonction de tenue de marché. L'exercice de la contrepartie exige une forte capitalisation et la concurrence imposée par les réseaux électroniques réduit la rentabilité de ce mode d'intermédiation. Il en résulte ainsi un risque relatif à la concentration de ce métier entre les mains de grandes institutions. Cette situation fragilise le marché et accroît le risque systématique. De plus, le prix devient un facteur insuffisant pour la sélection de la contrepartie. Les opérateurs de marché doivent créer de la valeur ajoutée en fournissant une expertise technique, en proposant des stratégies de placement et en personnalisant leurs offres.

Conclusion

Ce chapitre premier chapitre a tenté de situer la notion de liquidité du marché dans la théorie des microstructures des marchés. Cet essai a permis de définir plus précisément cette notion et de souligner ses dimensions. La liquidité du marché est son aptitude à garantir aux participants désireux d'échanger un actif, la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables.

Les marchés liquides sont caractérisés par trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience. Un marché large est un marché équitable (accessibilité) et épais (présence des investisseurs institutionnels). Un marché profond est un marché régulier et transparent permettant d'échanger des quantités substantielles de titres sans perturber les prix. Un marché résilient est un marché capable d'absorber rapidement les chocs des prix.

Deux piliers des architectures des marchés affectent la production de la liquidité: d'une part la consolidation temporelle et spatiale des flux d'ordres, d'autre part la présence des intermédiaires.

La consolidation des flux d'ordres dans le temps et dans l'espace résulte principalement de la cotation au fixing et de la centralisation de l'offre et de la demande. L'objectif recherché est de maximiser le nombre d'ordres à cours limité croisés avec des ordres au prix du marché provenant du public. La production de la liquidité est réalisée dans ce cas à faible coût et à moindre volatilité.

La présence des intermédiaires, en particulier celle des contrepartistes, garantit un service de négociabilité justifié par les économies d'échelle des coûts de transaction et des coûts de l'information. De plus, les portefeuilles des contrepartistes constituent un tampon entre l'offre et la demande en cas de déséquilibre temporaire du marché. Bien que certaines études remettent en question le rôle du contrepartiste dans la stabilisation des prix, une grande partie de la littérature est en faveur de leur présence.

Annexes

Organisation du marché	Stratégie des agents	Processus de Formation des prix
Agence/contrepartie	Utilités /horizon	Prix d'équilibre
Continu/call	Nombre d'agents	Efficience
Centralisé/fragmenté	Choix des prix et des quantités	Processus des rendements
	Information	

Source: Biais (1990) p 756.

Critère	Conditions d'admission			Conditions de maintien	
	Alternative 1	Alternative 2	Alternative 3	Alternative 1	Alternative 2
Capitalisation boursière	-	-	75 M\$		
Rentabilité	Bénéfice brut de 1 M\$ au moins sur 2 des 3 dernières années	-	-		
Actifs nets	6 M\$	18 M\$	75 M\$	4 M\$	-
Flottant	8 M\$ ou 1,1 millions de titres	18 M\$ ou 1,1 millions de titres	20 M\$ ou 1,1 millions de titres	5 M\$ ou 750 milles titres	15 M\$ ou 1,1 millions de titres
Nombre des actionnaires	400	400	400	400	400
Cours minimum de l'action	5\$	5\$	5\$	1\$	5\$
Nombre des teneurs de marché	3	3	4	2	4

Source: www.nasdaqnews.com

Critère	Conditions d'admission	Conditions de maintien
Capitalisation boursière*	50 M\$	2 M\$
Rentabilité*	Bénéfice net sur 2 des 3 derniers exercices de 750 milles \$ ou plus	Bénéfice net de 500 milles \$
Actifs nets*	4 M\$	2 M\$
Flottant	5 M\$ ou 1 million de titres	1 M\$ ou 500 milles titres
Nombre des actionnaires	300 au moins	300 au moins
Cours minimum de l'action	5\$ au moins	1\$ au moins
Nombre des teneurs de marché	3 au moins	2 au moins

Source: www.nasdaqnews.com * Ces trois critères ne sont pas cumulatifs mais

alternatifs.

Chapitre II. La liquidité du marché et l'intermédiation financière

Introduction

Pour une grande partie des écrits théoriques, la production de la liquidité sur les marchés boursiers est souvent rattachée à l'activité du market making.

La théorie du market making est très marquée par les traditions organisationnelles des marchés anglo-saxons. Sa constitution s'est faite progressivement grâce aux travaux qui s'intéressent à l'explication de la fourchette des spécialistes sur le NYSE, des dealers sur le NASDAQ et des market makers sur les marchés londoniens. L'exploration de cette théorie conduit à l'investigation inévitable de la littérature abondante des modèles de la fourchette.

En revanche, restreindre la liquidité du marché à l'univers du market making est une vision limitée du monde réel de l'intermédiation financière. En effet, la tenue de marché est une activité d'origine anglo-saxonne qui n'est pas forcément assurée sur plusieurs marchés de titres négociables. De plus, la tenue de marché est nécessaire pour garantir au marché une source additionnelle de la liquidité d'un titre. Mais elle ne peut garantir à elle seule la liquidité du marché d'une manière durable. La réalisation de cette performance implique l'ensemble des intermédiaires financiers à travers leur évolution en réponse à la place qu'occupent les marchés de capitaux dans le système financier.

Ce chapitre propose d'explorer la théorie de l'intermédiation dans une perspective de production de liquidité.

La première section concerne l'exploration de la théorie du market making et offre une présentation synthétique des modèles de la fourchette des prix.

La deuxième section présente une vision plus large de l'intermédiation financière et de son rôle dans l'amélioration de la liquidité structurelle d'un marché. Nous nous intéressons particulièrement aux intermédiaires du bilan à travers leur rôle dans la transformation des titres primaires et à travers leur pouvoir de placement.

Section 1 : Les justifications théoriques du market making et les modèles de la fourchette

Cette section est consacrée à la présentation des éléments théoriques qui justifient l'activité du market making et offre un exposé synthétique de quelques travaux consacrés à l'explication la fourchette.

1.1 Les justifications théoriques du market making

Au commencement, le market making était justifié par le service de l'immédiateté des échanges (théorie fondatrice). Ensuite, les travaux accordés à l'explication des composantes du spread ont permis de souligner le rôle des market makers dans la stabilisation des prix et dans la réduction de l'asymétrie d'information.

1.1.1 L'immédiateté des échanges

La théorie du market making est née principalement des réflexions menées quant à l'unification des marchés boursiers américains. Il existait en effet avant 1977 plusieurs marchés fragmentés qui constituaient, malgré les possibilités d'arbitrage, un désavantage certain pour l'ensemble des clients. De plus, il prévalait dans le temps une règle qui interdisait aux spécialistes du NYSE la possibilité de traiter en dehors du marché⁵⁵. Cette règle constituait une entrave sérieuse pour la mise en place d'un système concurrentiel nécessaire à la réduction des coûts de transaction et le développement des marchés.

Un volet principal était alors à l'origine de la théorie du market making⁵⁶ : il concernait le rôle du spécialiste. Le spécialiste du NYSE devait répondre à trois obligations principales : assurer la continuité des échanges, animer les marchés des titres et maintenir des marchés ordonnés. Pour cela, il pouvait agir en tant que broker ou en tant que dealer.

Conroy & Winkler (1981) fournissent une description détaillée de cette dualité d'action. Ils précisent que le spécialiste peut être selon les circonstances un broker et agir en tant qu'agent ou un faiseur de marché et opérer en tant que principal :

- il agit en tant que broker (service de courtage) quand il associe deux ordres de sens contraire transmis par d'autres courtiers (floor-brokers). Dans ce cas, il perçoit une partie de la commission réclamée au client;
- Si l'état du marché ne permet pas l'exécution de certains ordres, le spécialiste prend une position de contrepartie. Dans ce cas, il touche la différence entre les prix cotés. En réalité, cette marge est effectivement encaissée quand il dénoue sa position par une transaction dans le sens contraire de l'opération de contrepartie.

En négligeant le premier aspect de l'activité du spécialiste, toute l'attention des chercheurs s'est orientée vers son rôle de faiseur de marché.

⁵⁵ Il s'agit de l'ancienne règle 390 du règlement général de la Security Exchange Commission.

⁵⁶ En réalité, le débat mené lors des réflexions sur le projet de création du National Market System est plus large que les travaux qui ont porté sur le rôle du spécialiste et la formation de sa fourchette. En effet, il a fallu d'abord juger de l'opportunité de libéraliser les commissions de courtage. Ensuite, la question de la concurrence a suscité de fortes interrogations sur la position du spécialiste et son action au sein du marché. Ces interrogations ont conduit donc à s'intéresser profondément aux tâches assurées par cet intermédiaire, à la manière dont il les accomplit, à l'explication de ses prix et à sa position sur le marché. Pour plus de détails sur le déroulement des premières réflexions théoriques, il est recommandé au lecteur de consulter le mémoire de DEA de Férédiric Atlan (1987) ou l'article de Cohen, Maier, Schwartz & Whitcomb (1979).

Les travaux pionniers du market making (Demsetz, Tinic, Tinic & West...) se focalisent sur le rôle du spécialiste dans la production de liquidité au sens de l'instantanéité des échanges. Le spread est vu comme étant la rémunération payée au market maker pour ce service de liquidité.

La théorie de l'instantanéité des échanges définit le rôle du market maker comme un tampon entre l'offre des vendeurs et la demande des acheteurs. En effet, le croisement de l'offre et de la demande de marché, qui ne peut pas se réaliser naturellement pour des raisons diverses (disparité spatiale, disparité temporelle, dispersion des prix...), est assuré par le market maker grâce à la détention d'un stock de titres.

D'une part, les intervenants peuvent arriver à des moments différents (désynchronisation temporelle). Leur rencontre ne se fait pas immédiatement et l'un des deux doit attendre l'arrivée de l'autre, en supportant alors un coût d'attente.

D'autre part, entre l'arrivée d'un acheteur et celle d'un vendeur, le prix du titre peut changer. En effet, l'arrivée aléatoire et fragmentée des flux d'ordres éloignent le prix de transaction du prix d'équilibre du titre. Les prix de transaction étant des prix de compensation de marché qui résultent de la confrontation d'une demande et d'une offre partielles, émanant de sous-ensembles d'agents. Ainsi, en plus d'un risque de délai relatif à l'attente entre le moment de transmettre un ordre et le moment de son exécution, il existe aussi un risque de dispersion de prix (Garbade & Silber (1979)).

Cette situation s'effacerait si des intervenants se montraient moins impatients et acceptaient d'attendre l'arrivée d'autres intervenants, moyennant un avantage sur le prix. Cette catégorie d'investisseurs est composée de participants ordinaires⁵⁷ et des market makers.

Le market maker assure une présence permanente sur le marché en détenant un stock de titres. Ce service n'est pas gratuit dans la mesure où il propose d'acheter légèrement moins cher que le prix du marché et de vendre légèrement plus cher que ce même prix. La différence entre les deux prix constitue la fourchette des prix.

La disparité temporelle des intervenants et la divergence entre les prix d'équilibre et les prix du marché constituent alors les éléments théoriques du market making dans la théorie du service de liquidité. Les market makers sont des fournisseurs d'un service d'immédiateté moyennant une rémunération qui est la fourchette cotée.

Les disciples de la théorie de service de liquidité décrivent la formation du spread par une situation conventionnelle pour laquelle le marché est alimenté par deux sources d'offre et de demande.

La première source alimente le marché avec un flux d'ordres de demande D et un flux d'ordres d'offre S provenant de la part d'investisseurs ordinaires. D est décroissante par rapport au prix et S est croissante. Le point d'équilibre P_e est déterminé par l'intersection de D et S . Au prix P_e correspond la quantité Q_e qui est la quantité de titres échangés à l'équilibre. A ce prix d'équilibre, toutes les demandes et les offres devraient être satisfaites et les flux d'ordres devraient être neutralisés (équilibre walrasien). Or cet état d'équilibre

⁵⁷ Les investisseurs ordinaires fournissent de la liquidité quand ils émettent des ordres à cours limités.

est irréaliste.

La deuxième source de flux d'ordres concerne la demande cumulative des market makers D' et leur offre permanente S' . De même que l'offre et la demande du marché, S' est croissante par rapport au prix du marché et D' est décroissante.

La coexistence de ces deux sources de flux d'ordres donne lieu à deux prix d'équilibre au lieu d'un seul:

- D'un côté, l'intersection de l'offre du marché et de la demande permanente fournit le prix demandé (ask price) auquel le market maker vend des titres aux acheteurs impatients;
- De l'autre côté, l'intersection de la demande permanente et l'offre du marché donne lieu au prix offert auquel le market maker achète aux vendeurs impatients (bid price).

La différence entre les deux prix constitue le bid-ask spread (marge acheteur-vendeur) qui est la rémunération du market maker pour son service de liquidité.

Cette marge s'explique par le risque relatif à la gestion d'un stock de titres. En effet, le market maker encourt un risque de variation de prix dans le cas d'une prise de position. Le temps de trouver une opération dans le sens contraire de la transaction initiale, le prix peut se déplacer à cause de la nouvelle configuration de l'offre et de la demande sur le marché. De plus, le market maker supporte un risque sur la quantité à échanger. Rien ne garantit qu'il arrivera à retransmettre au marché la même quantité de titres que celle pour laquelle il s'est engagé.

La fourchette sert donc à se couvrir contre les risques encourus (risque de mouvements des prix et risque de volumes échangés) en plus des coûts de fonctionnement.

Le market maker dans le modèle de Demsetz est en position monopolistique. Néanmoins, il n'est pas la seule source de l'immédiateté des échanges. Les ordres à cours limité, centralisés sur son carnet d'ordres, garantissent partiellement des échanges immédiats. La concurrence et l'obligation réglementaire de tenir un marché ordonné incitent le market maker à restreindre son spread. Ainsi, le spread devient juste égal à l'ensemble des coûts nécessaires à la réalisation d'une transaction immédiate.

Demsetz explique principalement la fourchette par la fréquence temporelle des transactions mesurée par le nombre des opérations réalisées par jour. Elle est négativement corrélée avec le spread. Plus les transactions par unité de temps sont importantes, moins le spread est élevé. L'existence des market makers a été ainsi justifiée par les économies d'échelles dégagées sur les coûts d'attente.

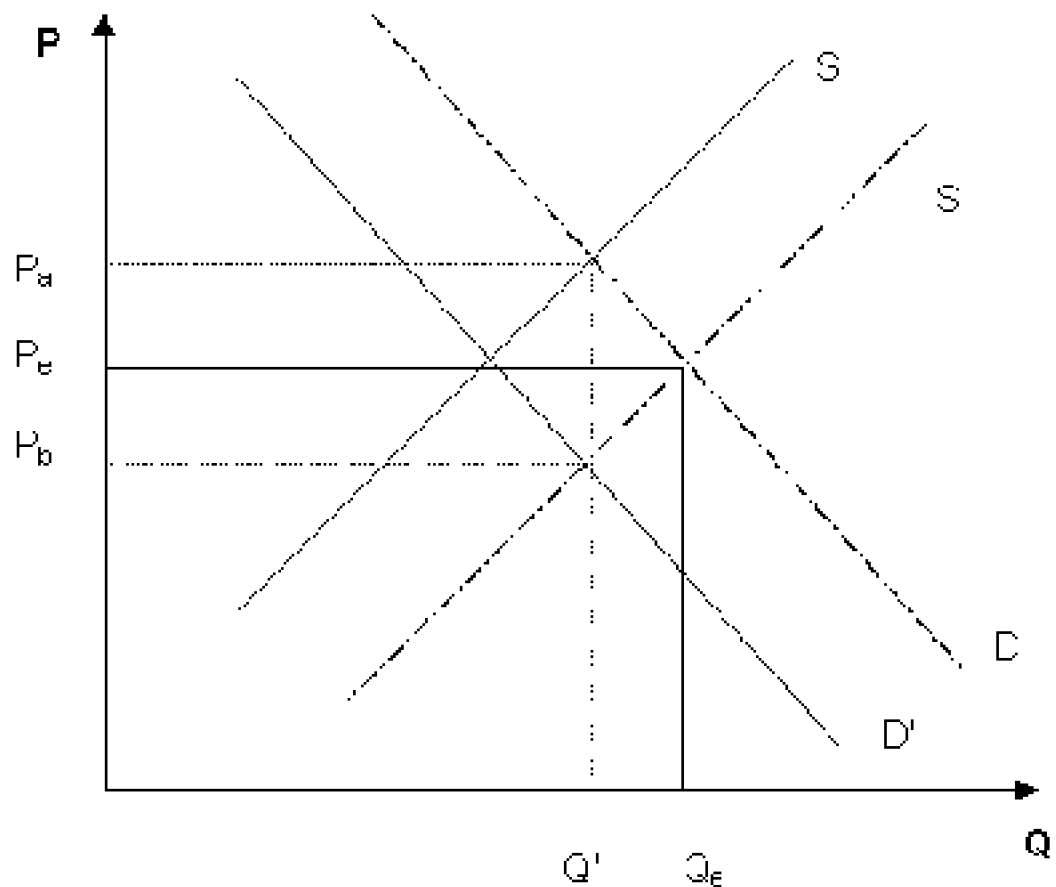


Figure 4: La fourchette du market maker

Source: Demsetz (1968), p 36.

P: Le prix du titre;

P_a : Le ask price ou prix demandé;

P_b : Le bid price ou prix offert;

P_e : Le prix d'équilibre;

Q: Les quantités négociées;

Q_e : La quantité des titres échangée à l'équilibre;

Q' : La quantité échangée avec le market maker (quantité totale des ventes et des achats).

En revanche, Demsetz a évoqué un certains nombres de points dont l'analyse ultérieure a permis l'enrichissement de la théorie du market making. Il s'agit des aspects suivants:

- Le coût de recherche de l'information que l'auteur n'a pas développé pour des raisons méthodologiques:

"Transaction cost may be defined as the cost of exchanging ownership titles. In

the specific case of the NYSE, it is the cost of exchanging titles to money and to shares of stock...And one could include in transaction cost the cost of being informed about the general nature of the market - the cost of making phone calls to one's broker or reading the financial pages...Broader interpretations lead to extremely difficult empirical and conceptual problems" p 35.

- Le rôle du spécialiste dans la stabilisation des prix et les risques inhérents à sa position:

"the specialist earns income through buying and selling for his own account bay standing ready to step in during periods when ask-bid quotations submitted by outsiders are too apart to keep trade active without wide jumps in price. The specialist can increase the rapidity of exchange with narrower ask-bid spread than outsiders are currently submitting. This role involves judgement, investment, and risk-taking.", p 38.

Tinic inspiré par le travail de Demsetz s'intéresse particulièrement à l'analyse des coûts supportés par le market maker. Il différencie deux catégories de coûts: des coûts de positionnement et des coûts structurels.

Trois facteurs affectent les coûts de positionnement: le prix du titre, la quantité moyenne par unité de temps et le temps de détention du titre. Les coûts structurels sont associés à la structure organisationnelle du spécialiste affectée principalement par son seuil de capitalisation, sa capacité d'emprunt et la nature de son portefeuille. Dans son travail la fourchette a été expliquée par le coût de la production, le volume de transaction et le niveau de la concurrence.

Le mérite du travail de Tinic est d'avoir souligné avec précision la notion de prise de risque évoquée par Demsetz. En effet, l'auteur explique que la production de la liquidité implique la capacité du market maker à assumer le risque de sa position en terme de capitalisation et d'aversion au risque.

Le market making tel qu'il vient d'être exposé a pour objectif principal de garantir un caractère immédiat des échanges grâce à une présence permanente sur le marché. La détention d'un stock de titres sert de tampon entre l'offre et la demande en cas de déséquilibre du marché. Le prix de ce service étant le spread qui sert de couverture contre les risques de position.

I.1.2 La stabilisation des prix

Smidt (1971) apporte une réflexion critique sur le rôle du market maker selon le modèle de Demsetz et met l'accent sur la notion des "prix raisonnables". Il distingue alors entre deux types de services de liquidité: le service d'immédiateté des échanges et le service de liquidité en profondeur, à travers la minimisation des variations des prix.

Il précise que l'ampleur de la fourchette n'affecte pas réellement les décisions des intervenants sur le marché. En revanche l'évolution des prix, suite à des situations de déséquilibres temporaires, constitue un aspect plus décisif. Il revient alors aux market makers de minimiser la variation des prix en vue d'éviter la fuite des participants par crainte d'être pénalisés en supportant une forte variation des cours.

Le marché offre de la liquidité en profondeur s'il a tendance à produire de faibles variations de prix. Les conséquences d'une liquidité en profondeur sont surtout importantes pour les petits investisseurs. En effet, les institutionnels sont mieux informés à propos des conditions temporaires du marché. Ils arrivent donc à se couvrir à temps ou se déplacer sur d'autres marchés. En revanche, les petits investisseurs ne disposent pas de la même mobilité, ni du même accès à l'information.

L'idée de Smidt va de pair avec les obligations du spécialiste, qui sont de tenir un marché continu, *ordonné* et profond.

Selon Stein (1991)⁵⁸ un marché ordonné est un marché où l'impact du "risque transactionnel" sur les prix d'équilibre n'est pas économiquement important. Un marché désordonné est un marché où les risques transactionnels impliquent des variations substantielles des prix sur le marché. Le risque transactionnel est, d'après l'auteur, le risque d'obtenir un couple (prix, quantité) non optimisé indépendamment d'une variation de l'information. En d'autres termes, le risque transactionnel est lié à l'incapacité de prédire avec une grande probabilité de réalisation le prix de transaction. Cette situation fait que la satisfaction d'un ordre est réalisable à un seuil de prix qui déçoit l'investisseur:

"Loosely speaking, transactional risk exist when there is the possibility that, at the moment an investor's order is executed, he regrets having submitted that particular order" p 96.

Schwartz (1993) explique le rôle des market makers dans la stabilisation des prix à court terme à travers une simulation d'un marché doté seulement de la présence d'un courtier. Ce courtier centralise les ordres qu'il reçoit et procède à leur croisement. Si la demande et l'offre sont assez étoffées (un carnet épais), les ordres arrivent alors à se croiser. En particulier, les ordres émis au cours du marché vont être satisfaits à des prix raisonnables.

En revanche, si le carnet d'ordres est mince, il devient difficile d'associer un grand nombre d'ordres et la satisfaction des ordres au cours du marché induit un effet de taille. En d'autres termes, les prix varient substantiellement si les ordres au prix du marché sont de grande taille.

Dans ce sens, ce sont les ordres à cours limité qui fournissent la stabilité des prix. Or cette stabilité ne rapporte aucun avantage particulier pour leurs émetteurs. Elle demeure alors une variable aléatoire et ne peut pas être optimisée.

Seule la présence des market makers peut garantir une meilleure stabilisation des prix. Quand ils affichent leurs prix, les market makers agissent de la même manière que les investisseurs qui transmettent des ordres à cours limité sauf qu'ils perçoivent une rémunération contrairement aux intervenants ordinaires.

La présence des market makers améliore la qualité du marché par la réduction de la volatilité des prix. Cette qualité attire les investisseurs qui préfèrent naturellement les marchés moins volatiles et accroît le volume des échanges. Le public est mieux servi et le market maker peut dégager des profits.

Cependant, l'efficacité du rôle des market makers dans la stabilisation des prix n'est pas inconditionnelle. L'auteur souligne l'effet contradictoire de la concurrence sur la

⁵⁸ The Palgrave Dictionary of Money and Finance, p 95.

production de la stabilité des cours. Il considère la stabilité comme un produit que la concurrence fragmente et affaiblit son niveau optimal⁵⁹.

Il souligne à cet égard l'importance de la réglementation et cite l'exemple du spécialiste sur le NYSE. En effet, si les market makers en compétition ont tendance à compenser leurs efforts dans la stabilisation des cours, il revient aux autorités de rendre leur intervention obligatoire dans certaines situations.

A titre illustratif, l'obligation du spécialiste constitue un moyen réglementaire efficace pour obtenir un niveau socialement optimal de la stabilité des prix. En effet, le spécialiste est obligé d'intervenir en cas de glissement important des prix de transaction. Ainsi, il doit absorber l'excès de la demande en cas de variation considérable du prix à la hausse et inversement. Son action produit une stabilité additionnelle aux prix.

Cette obligation n'est pas désavantageuse pour le spécialiste. Celui-ci dispose d'une vue privilégiée de l'état global du marché grâce à son carnet d'ordres. Il peut donc rentabiliser son activité de market making à travers une meilleure connaissance des conditions des échanges. L'accès privilégié du spécialiste au carnet d'ordres constitue sa récompense pour son service de stabilisation des prix.

En résumé, le market maker fournit en plus du service de l'immédiateté des échanges, une action favorable à la stabilité des prix et la réduction de la volatilité des cours. Il produit donc de la liquidité en profondeur.

1.1.3 La réduction du coût de l'information

L'information est un élément théorique qui a profondément influencé la théorie du market making. D'une part, l'introduction du motif de transaction comme étant une variable explicative de la fourchette a souligné le problème de la sélection adverse. D'autre part, la notion de l'information privée a soulevé le problème de son incorporation et de sa révélation par les prix. Comme les market makers contribuent activement à la formation et à la stabilisation des prix, leur rôle est important dans la réduction de l'asymétrie d'information.

Bien que la majorité des écrits associe à Bagehot le mérite d'avoir introduit l'effet de l'information dans l'explication des négociations, d'autres auteurs se sont déjà interrogés sur la possibilité de négocier sur la base d'une information privée.

Lintner (1969) teste un modèle qui réunit un agent informé en possession d'une information favorable et un agent non informé. La détention d'une information privée altère la distribution de probabilités des rendements futurs. L'investisseur informé dont la distribution de probabilités l'incite à acheter, manifeste cette volonté en passant un ordre d'achat induisant une hausse des prix. De l'autre côté du marché, l'agent non informé

⁵⁹ Schwartz (1993) "Professional market makers, may not supply the socially optimal amount of stability. Competitive market makers will supply less than the socially optimal amount because the increased order flow that results from any one market makers' stabilization activities is shared by them all. Thus externalities are involved, market makers can free-ride on each other's effort, an individual dealers only take their private benefits into account. A monopoly market maker internalizes the benefits that are external to the competitive dealers but, like any monopolistic, realizes greater profits by restricting supply and raising price.", p 139.

ignore l'existence de cette information et interprète la hausse des prix comme une possibilité profitable pour vendre et réaliser une plus value. La négociation peut être conclue mais elle ne sera pas socialement profitable.

L'auteur admit ainsi la possibilité des négoce basés sur l'information privée bien qu'il lui associe une faible probabilité de réalisation en recourant à la rationalité des agents.

Plus tard, le fameux article de Treynor (1981), écrit sous le pseudonyme de Bagehot, a introduit la notion de "motif de transaction"⁶⁰ qui a donné naissance au problème de la sélection adverse.

En effet, l'auteur différencie entre deux types de participants: un négociateur motivé par un besoin de liquidité et un négociateur motivé par l'information. Or, la théorie fondatrice du market making prend uniquement en considération la demande des participants motivés par un besoin de liquidité.

La prise en compte de la transaction basée sur l'information privée a souligner le problème de la sélection adverse que le market maker rencontre lors d'une prise de position. En effet, les économistes ont positionné le market maker du côté des investisseurs non informés face aux insiders. Cette hypothèse a affecté les explications de la fourchette.

Selon l'hypothèse que le market maker est un agent non informé, celui-ci ne peut pas dégager des profits sur les opérations réalisées avec les agents informés. En revanche, il arrive à dégager des profits sur les opérations conclues avec des agents non informés comme lui parce qu'ils sont des demandeurs d'un service de liquidité.

En effet, les investisseurs non informés traitent tout simplement parce qu'ils sont motivés par un besoin de liquidité. Le recours au market maker leur coûtent une concession sur le prix. En revanche, les agents motivés par l'information recourent au market maker parce qu'ils sont impatients de tirer profit de leur information. Leur jugement des prix est plus pertinent que celui du market maker. Dans ce cas, le market maker encourt un manque à gagner.

Face à l'impossibilité de différencier les agents informés des agents non informés, le market maker ajuste sa fourchette en vue de se protéger. L'ajustement de la fourchette se fait par simple arbitrage des probabilités d'occurrence des agents ou au respect de certains signaux sur la typologie des investisseurs. Les nouveaux prix affichés par le market maker finissent par incorporer l'effet de l'information privée dans les prix du marché.

Les signaux que le market maker perçoit sont principalement le niveau du prix d'équilibre et la taille de l'ordre⁶¹.

En résumé, la justification théorique de l'activité du market making a connu plusieurs stades d'évolution.

Au début, l'existence des market makers a été attribuée au service de liquidité dans

⁶⁰ Cf. supra chapitre 1, section 1.

⁶¹ L'explication de la fourchette par la sélection adverse est mieux exposée dans le paragraphe suivant.

le sens de garantir le caractère immédiat des échanges. Dans ce contexte particulier, le rôle du market maker est passif et sa fourchette est sans effet sur la formation des prix.

Ensuite, l'explication détaillée des risques liés à la prise de position a souligné la non neutralité de la fourchette. En effet, le market maker cote ses prix d'une manière stratégique dans une perspective d'optimisation de sa position ou de couverture contre la sélection adverse. Les prix du market maker influencent donc la formation des prix sur le marché. Cependant, cet impact est positif parce que le market maker contribue ainsi à stabiliser les prix et réduire l'asymétrie d'information.

1.2 Les modèles de la fourchette

Les divers modèles de la fourchette reposent globalement sur deux idées principales.

D'une part, certains économistes expliquent la fourchette de prix par les coûts inhérents à la gestion des risques de la position. L'ensemble de leurs écrits constituent la théorie de la position(ou Inventory Cost Models) .

D'autre part, d'autres auteurs justifient la formation de la fourchette de prix par le coût de la sélection adverse. Leurs travaux constituent la théorie de l'information ou (Adverse Information Cost Models).

1.2.1 La théorie de la position

Les modèles de la position résultent des études qui remettent en question la neutralité du market maker quant au processus de formation des prix. Ils enlèvent au faiseur de marché le rôle passif de fournisseur de "services de négociabilité" que lui attribue Demsetz et l'intègrent dans une approche dynamique de formation des prix, en tant qu'agent rationnel soucieux de rentabiliser son portefeuille titres.

Dans l'application de son rôle de fournisseur de liquidité, le market maker est appelé à prendre des positions et à détenir des titres. Cette situation peut engendrer deux types d'incompatibilités avec ses attentes:

- D'une part, le faiseur de marché peut incorporer dans son portefeuille un risque non désiré par le reste des participants.
- D'autre part, la situation finale de son portefeuille, après avoir agi en réponse à la demande de liquidité, peut diverger du seuil optimal désiré. En d'autres termes, le faiseur de marché peut se trouver trop long et contraint à endurer des frais de stockage ou trop court en manquant des opportunités de vente.

Le réajustement de sa position se fait alors par la tarification d'une fourchette permettant d'optimiser cette position. Cette fourchette est justifiée par deux types de coûts: des coûts relatifs au risques de détention des titres et des coûts d'opportunité relatifs à une situation non optimale du portefeuille.

Deux idées interrogations ont dominé la théorie de la position:

- Comment justifier la non neutralité de la fourchette?

Faut-il ou non que le market maker agisse en monopole naturel?

En réponse à la première question, Smidt (1971) essaie de montrer l'impact de la fourchette du market maker sur les prix. Il montre que celle-ci évolue en fonction de l'évolution de la position. Le market maker participe à la formation des prix parce que sa fourchette n'est plus une variable neutre: les prix du market maker peuvent diverger de la valeur réelle du titre et incorporer des composantes relatives à une stratégie de portefeuille. La fourchette est un moyen d'ajustement entre le niveau réel du portefeuille et le niveau optimal désiré. Quand il est court, le market maker affiche une fourchette étroite et inversement.

Dans la même optique, Garman (1976) a modélisé la relation entre les prix affichés par les market makers et le niveau de leurs portefeuilles. Il démontre que les market makers n'ajustent pas leurs fourchettes en réponse aux fluctuations des flux d'ordres sur le marché comme le prédisait Demstet. Ils agissent plutôt sur leurs prix en fonction de leurs positions dans une perspective d'optimisation.

Si le market maker se trouve en position longue, il cherchera donc à la raccourcir en vendant en affichant des prix favorables à la vente. Inversement, s'il est en position courte, il aura tendance à afficher des prix favorables à l'achat.

Garman (1976) souligne l'importance du niveau de capitalisation du market maker déjà évoqué par Tinic (1972). Le niveau de capitalisation peut aider à réduire les fluctuations des prix. En effet, quand il dispose de suffisamment de capitaux pour s'engager, le market maker a tendance à moins recourir à la fourchette pour le réajustement de sa position.

Contrairement à ces études, Mildenstein & Schlee (1983) montrent que la fourchette des prix est indépendante de la position du market maker. Pour cela, ils développent un modèle stochastique incluant un market maker en position monopolistique.

Ils s'intéressent à l'évolution de sa fourchette au regard des variables suivantes: l'arrivée stochastique des ordres du public, les coûts de transaction et les coûts de détention. Les coûts de détention incorporent deux composantes principales: le coût de transaction par titre échangé et le coût de détention par unité de temps. Ils supposent également que la capacité d'intervention du market maker est limitée à un seuil déterminé de titres⁶².

Le market maker révisé fréquemment ses prix en fonction de l'arrivée de nouveaux ordres sur le marché.

Ils constatent des niveaux élevés de la fourchette pour le niveau maximum que pour le niveau minimum de l'inventaire. Ils concluent ainsi que les prix du market maker sont indépendants du niveau de son portefeuille. En revanche, La fourchette est positivement corrélée à la taille des ordres et au niveau d'engagement pour chaque type d'ordre. Inversement, elle est négativement corrélée aux coûts de transaction et aux coûts de détention.

⁶² Une telle hypothèse devient raisonnable si on suppose que le market maker est contraint au respect de certains ratios prudentielles.

Alors que la majorité des modèles de position explique l'ajustement de la position par la cotation d'une fourchette optimale, Stoll (1978) apporte une réponse en terme de prix de réserves.

Il étudie le cas d'un contrepartiste monopoleur dans une situation monopériodique. Il se sert du MEDAF⁶³ afin d'établir les pertes d'utilité relatives aux différentes positions que la contrepartiste est amené à supporter. Il réussit à dégager une relation positive entre les coût de détention et les caractéristiques du market maker (aversion au risque et dotation initiale). De même, les coûts de détention évoluent positivement avec le volume échangé et le seuil du risque du titre échangé. Finalement, ils dépendent de la position initiale du market maker.

Stoll précise que les prix établis dans son modèle sont en fait des prix de réserve, c'est à dire qu'ils sont fixés de façon à ce que le contrepartiste soit indifférent entre acheter, vendre ou ne rien faire.

Biais (1989) reprend l'analyse de Stoll en adoptant les mêmes hypothèses de base, en l'occurrence l'aversion au risque et la maximisation de la richesse finale du teneur de marché.

Il montre que les prix optimaux diffèrent des prix de réserve. En effet, la fourchette optimale est égale à la fourchette de prix de réserve, à laquelle s'ajoute un surplus de monopole. L'étendue du surplus est une fonction croissante de la position initiale du contrepartiste. Cette condition implique d'une part que le contrepartiste est incité à supporter une position plus longue en vue de dégager un surplus plus important. Une capacité d'engagement plus large signifie donc plus de transactions et un meilleur service de liquidité. D'autre part, le contrepartiste peut s'éloigner de ses prix de réserve, gagner le surplus du monopole et renforcer sa position monopolistique.

Amihud & Mendelson (1980) adhèrent à l'explication de la fourchette du market maker par un souci d'optimisation de sa position. Néanmoins, ils font l'hypothèse que le teneur de marché est neutre au risque. Cependant, sa position doit tout de même rester comprise entre une borne supérieure et une borne inférieure. Ces bornes peuvent être expliquées par l'application de ratios prudentiels étant donné l'hypothèse de la neutralité au risque.

Ceci étant, l'ajustement de la position se fait alors en fonction des bornes autorisées. Lorsque le market maker approche de la borne supérieure, sa position est longue et des opportunités d'achat sont manquées. Inversement, si sa position approche de la borne inférieure, le market maker est court et des opportunités de vente sont ratées. Afin d'éviter cette situation, le market maker s'efforce de maîtriser les variations de sa position. Comme la demande du public (inversement l'offre) croît quand le prix offert diminue (prix demandé augmente) et diminue quand il est élevé, le teneur de marché joue sur la fourchette pour équilibrer sa position.

L'ensemble des modèles précédemment cités analysent la fourchette d'un faiseur de marché sur une seule période de temps. Ils sont donc des modèles monopériodiques.

⁶³ Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers ou Capital Asset Pricing Model.

En revanche, une version plus proche du monde réel des marchés veut que le rôle market maker soit analysé d'une manière plus étalée dans le temps. En effet, la prise d'une position et son dénouement ultérieur peuvent se produire lors de deux périodes différentes. Certains économistes ont alors étendu leur analyse en optant pour une modélisation bipériodique dont l'avantage est de tracer une réalité empirique des échanges sur les marchés.

Deux idées principales caractérisent les divers modèles bipériodiques. La première consiste à dire que le teneur de marché profite de l'arrivée alternée des vendeurs et des acheteurs et que sa position dépend alors de la tendance du marché. La deuxième idée veut que le market maker soit confronté, durant une journée, à un ensemble de mini ventes aux enchères qui influencent la formation de sa fourchette.

Dans un modèle de négociation continue, le teneur de marché est moins urgent de baisser ou d'élever ses prix. S'il ne vend pas lors d'une période, il peut se rattraper lors de la période suivante⁶⁴. Les portefeuilles du faiseur de marché et les niveaux des prix évoluent durant la journée en fonction du nombre et de l'importance des échanges. A la fin de la journée la position du faiseur du marché résulte de ses engagements durant la séance de cotation et peut différer de ses attentes. Le faiseur du marché supporte donc un coût de stockage des titres en cas d'une position longue indésirable (inversement un coût d'opportunité en cas de position courte). Les prix offerts et demandés qui sont affichés durant la séance de cotation suivante reflètent les mesures d'ajustement de la position: liquider les titres stockés ou acheter des titres. La fourchette des prix doit alors maximiser la couverture des coûts de stockage sur un horizon de jours de conservation indéfini.

Dans ce sens, Ho et Stoll (1983) et Biais (1989) reprennent leurs modèles dans une perspective bipériodique. Ils montrent que les transactions sont sérielement négativement corrélées et que la position du teneur de marché suit une distribution stationnaire. Les seuils des prix optimaux sont alors moins importants que les prix dégagés dans les modèles monopériodiques. L'ajustement de la position se fait d'une manière plus souple dans le cas de négociations continues. La variation de la fourchette est plus stationnaire.

O'Hara & Olfeld (1986) développent un modèle de la fourchette qui prend en considération la structure des flux d'ordres auxquels le faiseur de marché est confronté. Ils décomposent ainsi la fourchette en trois éléments: une partie en réponse aux flux d'ordres limités provenant du public, une partie en réponse à des ordres au mieux espérés et une partie concernant l'ajustement du risque face à une incertitude qui pèse sur la position finale du teneur de marché. Ils montrent que les faiseurs de marché averses au risque auront tendance à afficher des fourchettes plus étroites que les faiseurs de marché neutres au risque.

En résumé, la fourchette des prix sous la théorie de position est justifiée par deux types de coûts: des coûts relatifs au risque découlant de la détention de titres et des coûts d'opportunité relatifs à une situation non optimale du portefeuille. L'aversion au risque, le

⁶⁴ Cette situation demeure vraie tant que le teneur de marché fait abstraction de l'arrivée des informations. En effet, sa réaction diffère quand il prend en considération le risque de la sélection adverse et le niveau de la concurrence.

niveau de capitalisation du market maker et le niveau de la concurrence (les ordres du public ou la présence d'autres market makers) affectent son niveau d'activité et le niveau de sa fourchette.

1.2.2 La Théorie de l'information

Les modèles du coût de l'information (Information Cost Models) analysent le problème de l'antisélection auquel le market maker est confronté dans l'exercice de son activité. Ils reposent sur l'idée principale selon laquelle le market maker traite avec deux types d'agents: des agents motivés par un besoin de liquidité et des agents motivés par une information privée. Cependant, il est presque impossible pour ce premier de distinguer les uns des autres bien que certaines études empiriques montrent que l'observation des flux d'ordres procure des signaux sur la nature de l'agent.

De toute manière, même si le market maker réussit à découvrir la motivation qui est à l'origine de la décision de son partenaire, il lui est impossible d'évaluer l'information détenue par ce dernier et il doit donc se protéger. Sa protection se traduit par une tendance à élargir sa fourchette.

Baghot (1981) fut le premier à distinguer entre deux types d'intervenants au marché: un agent informé (informed trader)⁶⁵ qui est en possession d'une information privilégiée et un agent motivé par un besoin de liquidité (liquidity trader) qui agit sur la base de la valeur du titre.

L'agent motivé par un besoin de liquidité était principalement défini par Treynor (1981) comme étant un intervenant désireux de tirer profit d'une situation de déplacement des prix (une divergence entre le prix du marché et l'opinion personnelle du participant quant à la valeur du titre).

Néanmoins, Black (1986) a permis l'élargissement de l'ensemble des liquidity traders. En plus des agents motivés par la valeur, les agents non informés peuvent être des intervenants qui sont en possession d'une mauvaise information: des noisy traders. De la même manière que l'intervenant motivé par un besoin de liquidité, l'intervenant bruité ne gagne pas quant il traite avec un market maker ou avec un agent informé:

"People sometimes trade on information in the usual way. They are correct in expecting to make profits from those trades. On the other hand, people sometimes trade on noise as if it were information. If they expect to make profits from noise trading, they are incorrect. However, noise trading is essential to the existence of liquid markets", p 530.

De plus, l'action des agents bruités camoufle les signaux que le market maker recherche dans les flux d'ordres et l'induit en erreur en assimilant les agents bruités à des agents demandeurs de la liquidité.

Selon ces auteurs, les opportunités des échanges se limitent à la rencontre des deux types de participants (informés et non informés). En effet, les investisseurs non informés

⁶⁵ Certains auteurs insistent sur la distinction entre les agents informés et les insiders (Conroy & Winkler (1981) et Madhavan (2000) par exemple). Ces derniers sont définis comme étant des administrateurs officiels mandatés par les actionnaires d'une firme (Corporate officer with fiduciary obligations with shareholders).

ne peuvent pas se croiser sauf si l'une des parties est complètement dans l'erreur. En réalité, la possibilité de tirer profit de la divergence des prix ne peut pas se situer des deux côtés du marché. Une position avantageuse sur la valeur du titre ne peut pas concerner simultanément l'offre et la demande.

Par ailleurs, les échanges entre des investisseurs informés impliquent d'une part, que ces derniers soient en possession d'informations différentes dont les effets sur le prix du titre sont opposés. D'autre part, chacun des investisseurs ignore que sa contrepartie est en possession d'une information privilégiée. Les échanges ne peuvent pas avoir lieu entre des agents qui possèdent la même information parce qu'ils se trouveront du même côté du marché.

En résumé, le champ des échanges potentiels est restreint à la rencontre d'un agent informé et d'un agent motivé par la valeur ou agissant sur une mauvaise information. Ceci revient à dire que l'investisseur désireux de traiter doit supporter, en plus des coûts de transaction habituels, un coût relatif à la découverte de la motivation de la partie adverse.

Bagehot (1981) attribue aux investisseurs non informés le rôle de créer un marché parce qu'ils craignent un nouveau mouvement des prix:

“The value-based seller will ultimately be disappointed if the information possessed by the buyer subsequently changes the value of the shares. Getting bagged is the principal business risk of the value-based transactor. But because he sets the price at which the transaction takes place, he can extract a premium for assuming this risk. The value-based transactor is, in effect, making a market in the security; he determines the spread between the price at which one can sell quickly and the price at which one can buy quickly.”, p 59.

Cette hypothèse est à l'origine du positionnement du market maker du côté des agents non informés. Ultérieurement, Glosten & Milgrom (1985) évoquent l'idée de la couverture contre le risque de la sélection adverse par l'ajustement de la fourchette.

En effet, les auteurs développent un modèle où le market maker cote ses prix en fonction de l'arrivée séquentielle des ordres. Ils montrent que la fourchette devient plus large si l'hypothèse de l'asymétrie d'information est prise en considération. De plus, ils excluent toute possibilité de négoce d'égalisation des niveaux d'informations.

En effet, le market maker n'a aucune raison d'être en l'absence d'asymétrie d'information. Dans un marché parfaitement efficient, le niveau d'activité est tellement restreint que le faiseur de marché n'arrive pas à rentabiliser ses frais ⁶⁶.

L'apport fondamental des modèles du coût de l'information concerne les moyens qui permettent au market maker de détecter l'arrivée d'une nouvelle information et de l'incorporer dans ses prix.

Dans ce sens, Kyle (1985) explique le rôle du market maker dans la réduction de

⁶⁶ Plusieurs auteurs, à commencer par Keynes, soulignent l'importance de la diversité des opinions entre les investisseurs. Les transactions sur les marchés deviennent possibles quand les intervenants diffèrent de par leurs dotations, de par leurs préférences et de par leurs informations. La diversité de l'information est liée à sa quantité et à qualité. Ainsi, même une information imparfaite (partielle) ou de mauvaise qualité (bruit) constitue un motif suffisant pour activer les échanges et produire de la liquidité. Cependant, les transactions bruitées affectent l'efficacité du marché.

l'asymétrie d'information en présentant un modèle avec la présence simultanée d'un intervenant informé et d'un market maker non informé.

D'un côté, le participant cherche à tirer profit de son information avant sa dissémination dans le public. Il agit alors d'une manière stratégique en subdivisant la quantité totale des titres à acquérir ou à céder. Il émet ainsi plusieurs ordres de petites tailles au lieu d'un ordre global pour l'ensemble des titres. Néanmoins, le prix offert ou demandé est le même. L'effet de l'information affecte le prix indépendamment de la quantité.

De l'autre côté, le faiseur de marché observe les flux d'ordres et affiche des prix en fonction de la rentabilité espérée. Les ordres étant placés d'une manière anonyme, le faiseur de marché perçoit alors les prix et les quantités exprimés par l'intervenant comme des signaux sur sa typologie. Les prix du faiseur de marché prennent en considération l'arrivée des ordres. Ils contiennent donc une réponse à l'information détenue par l'intervenant informé.

Il conclut aussi que la quantité optimale des titres est inversement proportionnelle à la valeur de l'information détenue. L'agent informé a intérêt à échanger en petites quantités au lieu de réaliser sa transaction en une seule fois.

Dans la même optique que Kyle, Glosten & Milgrom (1985) soutiennent que les market makers ajustent leurs fourchettes en réponse à des signaux révélateurs (prix et quantité) de la typologie des investisseurs. Ils supposent que les ordres portent sur des quantités réglementaires, des round lots, et qu'il existe deux types d'intervenants: des intervenants informés et des intervenants non informés.

Abstraction faite des coûts d'inventaire et des coûts d'exécution des ordres, le faiseur de marché arrête ses prix en fonction de l'incertitude relative à la nature de l'intervenant. La fourchette sert à se couvrir contre les pertes occasionnées par des transactions conclues avec des agents informés. En effet, le faiseur de marché perd en moyenne sur l'ensemble des agents informés.

De leur côté, Admati & Pfleiderer (1988) développent un modèle avec un jeu stratégique entre des intervenants informés et des intervenants non informés. Ils montrent que l'équilibre de Nash est obtenu quand le négoce est concentré, c'est-à-dire à l'ouverture et à la clôture des séances de bourse. Plus la proportion d'agents qui échangent seulement pour obtenir de la liquidité est élevée, plus la fourchette de prix est étroite. Le négoce sur la base d'une demande de liquidité est socialement bénéfique.

Easley & O'Hara (1987) soutiennent l'idée selon laquelle le market maker profite d'un effet d'apprentissage à travers l'observation des flux d'ordres. Ils supposent alors que les intervenants informés se positionnent d'un seul côté du marché en fonction de leur information (soit à l'achat, soit à la vente). De plus, les agents informés et les demandeurs de la liquidité ne peuvent pas être du même côté du marché. En effet, les agents informés possèdent une opinion plus juste sur la valeur du titre.

La tendance du marché et les volumes demandés (ou offerts) constituent des signaux pour les market makers. Ces derniers ajustent alors leurs fourchettes en fonction de ces signaux. Cependant, les nouveaux prix engendrés par la variation de la fourchette ne

tendent pas forcément vers le prix réel du titre dans la mesure où ils sont déterminés en fonction de l'historique des transactions réalisées.

En d'autres termes, l'action des market makers est insuffisante pour la réduction de l'asymétrie d'information. Cette performance dépend également de la vitesse à laquelle les prix sont déterminés, de la taille du marché, de sa profondeur, du volume des échanges...

Foster & Viswanathan (1990) reprennent le modèle de Kyle en vue d'évaluer la liquidité interjour⁶⁷. Ils concluent que les insiders (généralement assimilés à des investisseurs institutionnels) détiennent plus d'informations au début de la semaine que durant les autres jours.

En effet, l'information privée s'accumule durant le week-end. Le lundi (le jour de la réouverture du marché), l'arrivée de cette information engendre une baisse des volumes échangés, une hausse de la fourchette de prix et une volatilité plus accrue des cours. En effet, les agents non informés redoutant l'information accumulée durant la fin de la semaine se montrent réticents à traiter le premier jour de la semaine et reportent donc leurs transactions. Par ailleurs, les teneurs de marché se protègent en amplifiant leur fourchette. Par conséquent, très peu d'intervenants sont prédisposés à traiter.

Les horaires d'ouverture et les jours de la semaine sont également des signaux sur les situations d'asymétrie d'information.

Par ailleurs, Battalio, Jennings & Selway (2001) expliquent que le market maker, à force de négocier avec le même broker, arrive à détecter les situations d'asymétrie d'information. En effet, en plus de la taille de l'ordre et de son niveau de prix, l'identité du broker qui l'achemine constitue pour le market maker un signal sur la typologie du client final. Ils testent cette hypothèse à travers l'exploration des prix d'un market maker sur le NASDAQ.

Les auteurs supposent que si l'identité du broker constitue un signal sur le type du client final, les prix, chargés par le market maker aux brokers, doivent différer en vue d'attirer certaines maisons de courtage et d'éloigner les autres. Ils évaluent le revenu du market maker par la prime de liquidité calculée par la différence entre le prix de transaction et la moitié de la fourchette.

Ils concluent que pour des ordres de même taille, les tarifs demandés varient selon les brokers. Cette situation montre que l'identité du broker est un facteur qui influence les prix market maker en plus des autres facteurs soutenus par la littérature. Le faiseur de marchés adoptent donc des politiques de fidélisation pour leurs clientèles en vue de stabiliser leurs revenus. En revanche, ils n'arrivent pas à prouver que les prix du market maker sont plus chers pour les clients informés.

En résumé, l'asymétrie d'information conduit le market maker à élargir sa fourchette en vue de se couvrir contre le risque de la sélection adverse. Cependant, cette tendance

⁶⁷ Contrairement aux modèles de la liquidité intrajour qui ont pour objectif l'analyse de la liquidité durant une séance de cotation, les modèles de la liquidité interjour s'intéressent à la variation des volumes d'échange suite à la fermeture du marché et sa réouverture le lendemain ou après un week-end.

touche son niveau d'activité. Un niveau élevé de la fourchette fait perdre au market maker une partie de la clientèle potentielle au profit de la concurrence. Le teneur de marché doit alors réduire cette situation d'asymétrie d'information en cherchant des signaux sur la typologie de ses clients (taille de l'ordre, les prix proposés, l'identité du broker...).

Finalement, dans les deux théories (théorie de la position et théorie de l'information), le market maker manifeste une tendance naturelle à élargir sa fourchette. Cette situation peut s'expliquer par l'existence des coûts de positionnement ou par le coût de l'information. Néanmoins, c'est l'investisseur final qui supporte ces coûts quand le marché manque de liquidité naturelle.

Section II : De l'intermédiation financière en général et du service de liquidité en particulier

Le market making précédemment détaillé apparaît comme étant une activité d'intermédiation nécessaire à la production de la liquidité additionnelle, ou liquidité marchande, sur les marchés de titres négociables. Or le premier chapitre relie l'organisation de la liquidité à l'architecture du marché, permettant ainsi d'améliorer son autoliquidité fournie par les investisseurs fondamentaux.

L'ensemble des investisseurs fondamentaux inclut en plus des petits porteurs les investisseurs institutionnels, c'est-à-dire un grand nombre d'intermédiaires financiers. De plus, l'activité de market making est justifiée par les imperfections des marchés, en l'occurrence les coûts de transaction, l'asymétrie d'information et le risque. Or ces éléments constituent les mêmes aspects théoriques que les économistes associent à l'intermédiation financière en général⁶⁸.

Il devient ainsi légitime de s'interroger sur le rôle des intermédiaires financiers dans la production de la liquidité structurelle. Ceci constitue l'objet de cette section.

Le premier paragraphe concerne l'exploration de la théorie de l'intermédiation financière en vue d'établir sa relation avec les marchés de capitaux. Ensuite, le rôle de certaines institutions financières dans la production de la liquidité est accentué à travers quelques exemples d'intermédiaires financiers (les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les compagnies d'assurance et les intermédiaires de l'épargne contractuelle).

II.1 Intermédiation financière et marchés de capitaux

Le domaine de l'intermédiation financière a toujours sollicité l'intérêt des économistes. Le débat lancé depuis le début du siècle a permis une évolution historique et contextuelle de la fonction des intermédiaires financiers. Il a été particulièrement enrichissant en terme de justification théorique et de répartition fonctionnelle de l'intermédiation financière.

⁶⁸ Bien que les justifications théoriques du market making en particulier et de l'intermédiation financière en général se recoupent, ceci ne doit pas conduire à considérer le market maker comme étant un intermédiaire financier. Tous les économistes s'accordent à exclure le market maker de l'ensemble des intermédiaires financiers et les explications ultérieures apporteront plus de détails.

Néanmoins, il n'a pas permis de trancher entre deux courants dominants de la pensée: la *Old View*⁶⁹ et la *New View*⁷⁰. Le premier courant prône la différenciation entre l'intermédiation financière bancaire et l'intermédiation financière non bancaire. Le deuxième courant soutient l'unicité de la fonction d'intermédiation financière justifiée par une activité de transformation des actifs financiers quel qu'en soit son auteur.

Cette problématique s'est trouvée amplifiée par la montée des marchés des capitaux dans le financement économique. En effet, cette montée n'implique pas seulement l'accroissement de la part des marchés dans le financement des unités économiques. Elle souligne également l'innovation financière et l'émergence de nouvelles formes d'intermédiation nécessaires à l'encadrement du rôle croissant des marchés.

II.1.1 L'intermédiation financière: une approche fondamentale

Les écrits de Gurley & Shaw sont souvent cités comme des références incontournables dans la théorie de l'intermédiation financière. Ceci est certainement justifié par le mérite de leur travail qui a permis de situer les intermédiaires financiers dans l'ensemble des circuits constituant la sphère financière et la sphère réelle.

Les auteurs attribuent globalement aux intermédiaires financiers le rôle central d'allocations des ressources entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Ce rôle est réalisé grâce à la production d'actifs secondaires (prêts ou valeurs mobilières) financée par la collecte d'actifs primaires (dépôts, emprunts ou émissions de valeurs mobilières).

Leur approche a permis d'une part de distinguer les agents non financiers et les intermédiaires financiers, d'autre part de différencier l'intermédiation financière des techniques financières distributives.

Dans ce sens, les agents non financiers (ANF) sont toutes les entités économiques (entreprises et ménages) autres que les intermédiaires financiers. Les intermédiaires financiers sont les agents qui ont pour activité principale l'acquisition des titres primaires émis par les ANF à besoin de financement et l'émission des titres secondaires aux prêteurs ultimes.

Selon cette activité les titres primaires et les titres secondaires diffèrent principalement de par leurs échéances. La fonction de transformation des échéances affecte le bilan des intermédiaires qui intériorisent des titres directs (négociables ou non) et produisent des titres indirects (négociables ou non).

La relation bilantielle qui caractérise la fonction de transformation permet de différencier l'intermédiation financière (techniques financières d'intermédiation) du rôle des marchés consistant à redistribuer directement des ressources entre prêteurs et emprunteurs qui achètent et vendent des titres primaires (techniques financières distributives).

⁶⁹ Smith (1959), Pesek & Saving (1967)...

⁷⁰ Gurley & Shaw (1956,1960), Sayers (1960)...

Après l'analyse fondamentale apportée par Gurley & Shaw, les économistes se sont ensuite interrogés sur les justifications théoriques de l'intermédiation financière. En effet, si des marchés peuvent allouer des ressources directement aux divers types d'agents économiques, pourquoi a-t-on besoin d'intermédiaires financiers? Les travaux se sont multipliés mais les conclusions convergent. Elles relient l'émergence des intermédiaires financiers aux imperfections des marchés.

II.2 Les imperfections des marchés

Dans un monde parfait caractérisé par l'hypothèse de l'information parfaite, il n'existe aucune justification pour l'intermédiation financière⁷¹. La redistribution des ressources se fait naturellement entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. L'équilibre entre l'offre et la demande se fait grâce à l'obtention d'un prix unique, le taux d'intérêt pur, qui naît de la confrontation des besoins des entreprises et des préférences des investisseurs.

Cette hypothèse a prévalu jusqu'à la publication de l'article de Sharpe (1964)⁷² qui a mis l'accent sur la décision d'investissement dans un environnement d'avenir incertain:

"L'incertitude est définie comme la caractéristique essentielle des situations où l'agent économique voit les conséquences des décisions qu'il prend dépendre de facteurs exogènes dont les états ne peuvent pas être prédits avec certitude. On se trouve en situation de risque lorsque l'incertitude peut être quantifiée. Le mode habituel de quantification de l'incertitude est l'assignation d'une distribution de probabilité."⁷³

Les risques principaux, qui affectent la décision financière d'un agent à besoin de financement, découlent de l'incertitude des flux de revenus dont il va bénéficier et de la valeur en capital de l'investissement. Du côté du prêteur, le risque concerne la qualité de l'investissement (risque de défaillance), la variation du taux de rémunération de ses placements (risque de taux) et la valeur nominale future de ses apports. Cette dernière composante du risque est principalement expliquée par la préférence pour la liquidité et les placements courts (risque d'échéance).

Face à cette multitude d'incertitudes, les contrats conclus sur les marchés sont incomplets. De plus, l'hypothèse de l'efficacité des prix a été remise en question. En effet, si les contrats sont incomplets, les prix ne peuvent refléter toute l'information relative à la qualité des investissements. Le rejet de l'hypothèse des marchés efficients a principalement affecté le développement de la théorie de l'intermédiation financière en soulevant le problème de l'asymétrie d'information.

On distingue deux types de situations d'asymétrie informationnelle: l'asymétrie d'information *ex ante* (problème de la sélection adverse) et l'asymétrie d'information *ex*

⁷¹ Campbell & Kracaw (1980).

⁷² Sharpe W.F., 1964. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance, Vol. N° 19 (3).

⁷³ Cobbaut (1992), chapitre 3, p 46.

post (problème de l'aléa moral).

L'asymétrie d'information *ex ante* désigne une situation où l'information sur les caractéristiques des actifs est inégalement répartie entre les intervenants sur le marché. Il peut s'agir d'une information concernant la rentabilité d'un investissement, sa durée de vie... Le problème de l'antisélection ou de la sélection adverse est relatif à l'alignement des décisions à la rentabilité moyenne qui peut pénaliser les bons projets et favoriser les mauvais. En effet, l'asymétrie d'information *ex ante* conduit alors soit au refus de souscrire au financement soit au choix du mauvais financement ⁷⁴.

L'asymétrie d'information *ex post* caractérise une situation de dissimulation d'informations au prêteur ultime ou d'obtention d'informations partielles (informations imparfaites) ⁷⁵. Le risque moral résulte alors dans cette situation de la crainte de manipulation des profits par la personne la plus informée. Le coût de recherche de cette information dissimulée est élevé.

En résumé, les marchés sont imparfaits. Les transactions qui y sont conclues sont entourées d'incertitudes relatives à la valeur et à l'information.

C'est ainsi que les économistes ont attribué la tâche de réduire ces incertitudes aux intermédiaires financiers. Plus précisément, les intermédiaires financiers réduisent les coûts de transaction ⁷⁶, recherchent l'information ⁷⁷, l'analysent et l'incorporent dans les prix.

Néanmoins, la prédominance des institutions bancaires a conduit à la restriction de la notion d'intermédiation financière. Celle-ci est devenue synonyme de la transformation des avoirs monétaires et de l'octroi du crédit. Cette restriction a été à l'origine des interrogations qui ont entouré la déréglementation du système financier Français à la moitié des années 1980 ⁷⁸. En effet, le rétrécissement du rôle des banques, suite à la contribution croissante du marché du capital dans le financement économique, a laissé croire à un phénomène de désintermédiation. Un débat enrichissant s'est alors déclenché

⁷⁴ Pour des exemples illustratifs de l'asymétrie d'information, voir Ferrandier & Koen (1997) pp 24 -28.

⁷⁵ La situation de l'information imparfaite n'est pas tout à fait une situation d'asymétrie d'information. Dans le premier cas, l'information est incomplète mais partagée par tous les intervenants de la même manière.

⁷⁶ Benston & Smith (1976) et Townsend (1979).

⁷⁷ Cette tâche est fortement liée à la théorie de signalisation. A titre d'exemple, Leland & Pyle (1977) supposent que le montant des fonds propres investis par l'entrepreneur est un signal permettant de révéler les bons investissements. Diamond (1984) justifie l'intermédiation financière par la délégation du coût de contrôle des financements réalisés. La recherche de l'information sur les investissements est coûteuse. Ainsi, les intermédiaires financiers émergent pour réaliser cette recherche et offrir des économies d'échelle.

⁷⁸ En effet, l'économie française était ordinairement classée parmi les économies d'endettement. Néanmoins, le développement des marchés financiers et le succès de l'innovation financière entamée au début des années 1980 ont suscité des interrogations sur la pertinence de maintenir ce classement ou de plaider en faveur d'une transition vers l'économie de marché. (D'après Renversez (1988)).

sur la question.

II.1.3 Marché des capitaux et intermédiation

Pour mieux comprendre les causes qui ont conduit à l'hypothèse de la désintermédiation, il est pertinent de revenir sur les fonctions de l'intermédiaire et de celles des marchés.

Dans ce sens, le besoin de financement par d'autres moyens que le crédit bancaire, qui a montré ses limites dans les périodes inflationnistes, a redonné au marché du capital sa place théorique dans l'apport de fonds nécessaires à la croissance économique.

En effet, face à un besoin de financement deux voies s'offrent à l'entreprise: le financement interne ou le financement externe. Le financement interne se résume à la possibilité de s'autofinancer par incorporation des réserves prélevées sur les bénéfices. Or l'autofinancement est une possibilité limitée pour l'entreprise. Elle éprouve donc la nécessité de recourir à des sources extérieures de fonds.

Parmi les sources du financement externe, l'entreprise a le choix entre la finance directe et la finance indirecte. La finance directe consiste à émettre des titres (négociables ou non) primaires qui seront directement souscrits par des agents non financiers. La finance indirecte consiste à recourir à des institutions spécialisées pour bénéficier de leurs émissions de titres indirectes. La prédominance du crédit bancaire dans la finance indirecte a conduit à confondre financement intermédié et financement par crédit bancaire. C'est ainsi que la montée du marché du capital et la régression du financement par le crédit bancaire ont laissé croire à un phénomène de désintermédiation.

En réalité, la montée des marchés des capitaux a remplacé l'intermédiation financière dans son contexte théorique préalable qui est celui de Gurley & Shaw. Pour revenir à leur définition, l'intermédiation financière serait alors l'activité principale qui consiste à transformer des titres primaires en titres secondaires. L'intermédiation financière dans ce contexte précis est complètement opposée aux techniques financières distributives qui consiste à faciliter le négoce sur les marchés.

Dans le premier cas, l'intermédiaire fait écran. Les emprunteurs et les prêteurs ultimes ne se connaissant pas dans la mesure où l'intermédiaire absorbe les titres primaires, émis par l'emprunteur, et met à la disposition du prêteur ultime des titres secondaires, émis par l'intermédiaire. Cette intermédiation est une véritable transformation financière qui implique le bilan de l'intermédiaire.

Dans le deuxième cas, l'intermédiation sert à mettre en relation les acheteurs et les vendeurs ultimes. L'intermédiaire rapproche les prêteurs et les emprunteurs par la réduction de leur disparité mais aucune transformation ne touche les titres primaires. Cette intermédiation se limite donc au moment des échanges sur le marché.

Les deux aspects ci-dessus exposés soulignent l'intermédiation de bilan et l'intermédiation de marché:

"Deux types d'intermédiation seront d'abord distinguées: la transformation financière ou intermédiation de bilan d'une part, le négoce financier ou intermédiation de marché d'autre part".⁷⁹

II.2 Intermédiation de bilan, intermédiation de marché

L'idée principale qui a donné naissance à la répartition fonctionnelle de l'intermédiation consiste à soutenir qu'il n'y a pas d'intermédiation pure, ni de marché pur⁸⁰. La fonction d'intermédiation et les marchés assurent globalement les mêmes fonctions, c'est-à-dire la prise en charge du risque, la collecte d'informations et la fourniture de liquidité.

En revanche, l'intermédiation mutualise le risque parce que l'intermédiaire devient solidaire de ses clients jusqu'à l'aboutissement de l'investissement alors que le marché ne fait que transférer ce risque entre les divers intervenants.

De plus, l'intermédiation agit sur une information privative collectée auprès des émetteurs et de leurs environnements alors que le marché agit sur le principe de l'information collective qui doit être disponible pour tous. Finalement, l'intermédiation fournit de la liquidité privative par la mutualisation des ressources et la création d'actifs secondaires plus sûrs et plus disponibles alors que le marché produit de la liquidité collective par la facilitation du négoce.

Néanmoins, les intermédiaires ont besoin des marchés pour collecter et placer des fonds nécessaires à leur fonction de transformation et de mutualisation du risque. Les marchés nécessitent des intermédiaires pour garantir la transparence et la stabilité.

La mise en relation d'une manière plus directe de l'intermédiation et des marchés est arrivée par la montée de ces derniers dans le financement de l'économie. C'est précisément l'institutionnalisation de l'épargne qui a souligné le rapprochement du financement direct et du financement indirect (intermédié). En effet, des entités financières nouvelles ont émergé engendrant un recul de l'activité bancaire traditionnelle au profit d'une gestion collective des placements.

Ce glissement a permis de distinguer deux types d'intermédiation de référence: l'intermédiation de bilan et l'intermédiation de marché. Or la réalité empirique des intermédiaires implique les deux approches d'une manière plus au moins accentuée. En effet, la montée des marchés de capitaux a permis d'un côté à l'intermédiation de bilan de se marchéiser. D'un autre côté, l'intermédiation de marché a souvent impliqué le bilantialisation de l'intermédiaire qui la réalise.

Mais qu'en est-il de la production de la liquidité?

II.2.1 Intermédiation de bilan et production de la liquidité

Parmi les intermédiaires de bilan, la banque a occupé une place principale dans l'explication du processus de production de la liquidité. La banque peut apporter son soutien au marché par l'assurance de la liquidité grâce à la transformation des échéances et de la divisibilité des actifs. En revanche, elle encourt un risque de panique parce qu'elle est exposée à l'asymétrie d'information.

⁷⁹ Courbis (1987), p 8.

⁸⁰ Ullmo (1988), p 642.

Cependant, la production de la liquidité par l'intermédiation de bilan est perçue plus généralement par la transformation de l'actif dans le but de réduire le risque, l'indivisibilité⁸¹ et l'échéance. Ainsi, les actifs secondaires sont plus liquides que les actifs primaires. L'intermédiation de bilan est assurée par les banques, les SICAV, les fonds communs de placement, les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les sociétés de capital-risque.

La montée des marchés des capitaux a influencé l'intermédiation de bilan principalement à travers l'accroissement du rôle des marchés, recouvrant à la fois la négociabilité des actifs financiers émis par les intermédiaires de bilan et la concurrence dans la détermination des prix. Au sens large la marchéisation regroupe ces deux dimensions⁸².

II.2.2 Intermédiation de marché et production de la liquidité

L'intermédiation de marché vise à faciliter la négociation d'un actif, soit à l'émission soit sur le marché secondaire, elle contribue donc à la liquidité du marché.

L'intermédiation de marché revêt deux aspects principaux: le courtage et le market making. Elle peut même être étendue pour incorporer les opérations de placement lors de l'introduction en bourse et la garantie de bonne fin. Elle est ainsi rémunérée de deux manières: par des commissions quand il s'agit de services et par une marge entre le prix de vente et le prix d'achat quand il s'agit de la détention d'un stock de titres.

Grâce à cette distinction entre les deux types de rémunération, on a pu souligner le glissement de l'activité des banques vers l'intermédiation de marché. En effet, les opérations de hors-bilan et des hauts de bilan des banques se sont trouvés enrichies.

D'une part, le haut de bilan des banques inclut de plus en plus de titres collectés sur les marchés des capitaux. D'autre part, les opérations de hors-bilan se sont particulièrement enrichies par la multiplication des avals et des cautions. La banque apporte alors son savoir-faire et sa notoriété à ses clients. De plus elle œuvre pour son propre compte sur les marchés à terme pour se couvrir contre les risques.

La banque est alors un intermédiaire de marché de par cette activité d'intermédiation de hors bilan qui facilite le négoce d'actifs, qui propose à ses clients une gamme de produits contingents et qui s'engage souvent pour son propre compte.

L'intermédiation de marché implique le bilan de l'intermédiaire quand elle débouche sur la contrepartie. En effet, la société qui fait de la contrepartie assume un risque d'entreprise en travaillant sur un stock d'actifs (actif du bilan). Ce risque est mutualisé et transmis à ses actionnaires (passif du bilan). De plus, le bilan de l'intermédiaire peut être impliqué quand une possibilité de crédit est adjointe à la détention de stock de titres.

C'est essentiellement le négoce pour compte propre qui assure la production de la liquidité sur les marchés. Cet aspect a été détaillé dans la première section de ce travail.

⁸¹ Au sens de la valeur nominale des titres.

⁸² Voir Courbis, Froment & Karlin (1990) pour une explication détaillée des aspects marchéisation et mobiliérisation.

Dans ce qui suit, nous nous intéressons particulièrement à l'apport des intermédiaires de bilan dans la production de la liquidité. Nous nous penchons particulièrement sur la contribution de OPCVM, et les intermédiaires de l'épargne contractuelle.

II.3 L'intermédiation de bilan: un facteur durable pour la liquidité du marché

Les principales catégories d'intermédiaires financiers dont les bilans sont impliqués dans la production de la liquidité, outre les banques, regroupent les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières et les intermédiaires de l'épargne contractuelle (compagnies d'assurance et fonds de pension).

II.3.1 Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

Les OPCVM, connus aux USA depuis les années 1970 et instaurés en France dans les années 1980, recouvrent les sociétés d'investissement en capital fixe, les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement quelle que soit leur nature.

Ces organismes permettent de contribuer à la souscription des titres primaires émis par les agents économiques non financiers sur les marchés primaires. En contrepartie, ils offrent aux clients des actions SICAV ou des parts FCP. Les fonds ainsi collectés servent à acheter des titres négociables dans une perspective de diversification (nature, risque, durée, secteur géographique, secteur d'activité...). Les titres secondaires émis peuvent être assimilés à des fractions de portefeuilles plus diversifiés et donc moins risqués.

Outre cette perspective de diversification, les OPCVM exercent un pouvoir de placement délégué par les agents non financiers prêteurs ultimes. Ce pouvoir est primordial pour élargir les marchés des titres négociables en contribuant à améliorer leur liquidité.

Bien que cette fonction soit parfois contestée⁸³, les OPCVM peuvent être associés à un pouvoir de réduction de l'asymétrie d'information. En résumé avec la présence des OPCVM l'épargne est individuelle mais sa gestion est collective par la mutualisation des ressources et des risques.

De plus, les OPCVM contournent l'indivisibilité des titres primaires. Ainsi, ils incluent dans leurs portefeuilles des titres dont la valeur nominale unitaire est élevée pour un investisseur individuel (bons de trésor négociable, certificats de dépôt, certificats d'investissement, billets de trésorerie) et émettent des titres indirects dont la valeur nominale est moins importante et donc à la portée des petits épargnants.

En France, les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières sont régis par la loi 21-10 de décembre 1988. Ils incluent plusieurs catégories selon l'horizon de placement, les supports d'investissements et les attentes des investisseurs. Leur diversité s'est encore enrichie avec l'Union Européenne. En plus des OPCVM actions, des OPCVM obligations et des OPCVM monétaires, on décompte les OPCVM actions françaises et les OPCVM Euro.

⁸³ Voir Biacabe P. (1988)

II.3.2 Les intermédiaires de l'épargne contractuelle

Les intermédiaires de l'épargne contractuelle (fonds de pension, fonds mutuels, et compagnies d'assurance) sont de loin les intermédiaires financiers non bancaires les plus actifs dans la mobilisation de l'épargne à long terme. L'exemple des fonds de pension britanniques offre une illustration empirique de leur rôle bénéfique dans le développement des marchés des capitaux.

Les intermédiaires de l'épargne contractuelle collectent des fonds immobilisés à long terme et investissent une grande partie de leurs ressources sur les marchés des titres négociables en favorisant leur développement et la production de la liquidité. Ils représentent alors en plus des banques et des OPCVM une catégorie d'investisseurs institutionnels puissants.

Vittas (1998) explique le rôle des investisseurs institutionnels dans le développement des marchés financiers. Il avance que les institutionnels exercent une pression sur le marché en exigeant des techniques de négociation modernes et des modalités de traitement efficaces. Cette pression est à l'origine de l'innovation financière et de la modernisation des marchés.

Néanmoins, l'impact des investisseurs institutionnels sur la liquidité du marché dépend de leurs stratégies d'investissement et de l'étendue de leur intervention. En effet, dans certains cas (par exemple au début de leur vie ou en l'absence de produits diversifiés) les investisseurs institutionnels adoptent une politique d'acquisition pour la détention des titres (buy and hold strategy). Leur objectif est de constituer un portefeuille durable et sûr. Dans ce contexte, il est difficile de leur attribuer un rôle bénéfique dans l'amélioration de la liquidité du marché.

Catalan, Impavido & Musalem (2000) analysent le lien entre le développement des intermédiaires de l'épargne contractuelle et le développement des marchés de capitaux. Leur approche est empirique. Elle porte sur un grand nombre des pays de l'OCDE en plus de quelques pays émergents (le Chili, la Malaisie, le Singapour, l'Afrique du Sud et la Thaïlande). Ils réussissent à montrer l'existence d'une corrélation positive et significative entre le niveau de l'épargne contractuelle et la liquidité des marchés des titres (mesurée par le volume des échanges rapporté au PIB).

Leur analyse consiste à dire que les intermédiaires de l'épargne contractuelle affectent le marché de deux manières. D'une part, leur pouvoir de placement à travers l'injection des capitaux collectés améliore le niveau des échanges et hausse le niveau de la liquidité. D'autre part, la détention des produits de l'épargne contractuelle (produits illiquides par nature) conduit les agents économiques à réviser leurs portefeuilles. Ils chercheront à compenser l'illiquidité de l'épargne contractuelle par la détention de liquidités:

Catalan & Al. (2000) " Thus if large deposits are made in contractual savings, this will change the actual portfolios composition of both households and corporations between liquid and illiquid assets to a level below their desired ratio. Therefore, to restore equilibrium, households' and corporations' demand for liquidity has to be satisfied with additional holdings of liquid assets. This could

be achieved by reshuffling portfolios; for instance, by increasing holdings of deposits in the banking sector, open-end mutual funds and traded securities...Thus households' and corporations' behavior will reinforce financial market development, which is associated with contractual saving growth", p 4.

Une autre étude récente confirme ces résultats, Impavido & Musalem (2001) montrent que le niveau des portefeuilles titres des compagnies de l'assurance-vie⁸⁴ et des fonds de pension est significativement et positivement corrélé avec le niveau de la capitalisation boursière dans 229 pays de l'OCDE. Néanmoins, ils n'ont pas établi une corrélation positive et directe entre le niveau des volumes échangés et le niveau de l'épargne collectée. En revanche, un lien positif a été établi entre la liquidité du marché (mesurée par le volume de transaction rapporté au PIB en pourcentage) et la part des actions détenues par les intermédiaires.

Le développement de l'épargne contractuelle agit donc sur la demande des titres négociables de la part des petits porteurs et des entreprises. Cet aspect positif est consolidé par le pouvoir de placement des intermédiaires de l'épargne contractuelle. Leur orientation vers les marchés de capitaux participe activement à accroître le niveau de la capitalisation, à activer les échanges, à propulser l'innovation financière et surtout à adapter la réglementation en vue de protéger les petits épargnants. La sécurité est un aspect désirable des marchés qui attire les investisseurs.

Par ailleurs, les intermédiaires de l'épargne contractuelle contribuent à limiter la fragilité du système financier. D'une part, ils disposent d'un pouvoir de placement important et de moyens mobilisés à long terme. Ils arrivent donc à mieux diversifier et optimiser leurs portefeuilles titres. Ils contribuent ainsi à la réduction du risque de concentration et à l'amélioration de la solvabilité des entreprises.

D'autre part, les intermédiaires de l'épargne contractuelle contribuent à la mutualisation des risques bancaires. En plus du marché interbancaire et du prêteur du dernier ressort, ils offrent aux banques la possibilité d'accroître la production de la liquidité en minimisant le risque de panique. En effet, dans les économies où cohabitent banques et intermédiaires d'épargne contractuelle, il devient plus facile pour les banques de s'engager à long terme parce que les ressources de l'épargne contractuelle sont mobilisées à long terme. Elles constituent un gisement de fonds pour se couvrir contre les risques.

En s'intéressant aux plans de réformes des fonds de pension dans les pays en voie de développement, Vittas (2000) apporte une vision critique sur le rôle des intermédiaires de l'épargne contractuelle dans le développement des marchés de capitaux. En effet, l'auteur relie ce rôle à la taille des intermédiaires, au degré du développement du système financier, à la stabilité macroéconomique et à la réglementation financière.

Dans ce sens, les intermédiaires de l'épargne contractuelle deviennent effectivement

⁸⁴ Outre leur rôle dans la collecte de l'épargne, dans le cadre de l'assurance-vie, les compagnies d'assurance sont devenues de véritables intermédiaires financiers grâce à l'émission des instruments assurantiels négociables en bourse. En effet, la fonction de transformation du risque repose sur la gestion des fonds propres de l'assureur et sur la réassurance. Ces méthodes s'avèrent parfois insuffisantes à répondre correctement au besoin de sécurité. C'est pourquoi les compagnies s'orientent de plus en plus vers la titrisation des risques assurantiels.

actifs quand ils atteignent un certain degré de maturité et une taille importante pour dégager un grand pouvoir de placement. De plus, l'étendue de leur action est conditionnée par la stabilité économique et par la liberté d'action. En effet, si l'activité des intermédiaires est réglementée et orientée vers le financement des politiques budgétaires (comme c'est le cas dans la majorité des pays en développement), les intermédiaires de l'épargne contractuelle ne sont pas en mesure d'apporter leur soutien au marché des capitaux. Néanmoins, cette situation n'est pas dramatique. Les marchés de capitaux bénéficient d'autres sources de développement: l'avancement technologique et l'intégration régionale ou mondiale.⁸⁵

En résumé, le développement de l'épargne contractuelle accroît la demande des titres négociables. Elle contribue ainsi à la consolidation de la capitalisation boursière et à l'accroissement des volumes de transaction⁸⁶. Ceci s'explique essentiellement par un accroissement direct de la demande institutionnelle des titres à travers la réinvestissement de l'épargne longue. Néanmoins, le rôle des intermédiaires de l'épargne contractuelle requiert des conditions favorables en terme de développement du système financier, d'innovation financière et de taille critique des firmes.

Leur rôle garantit au marché des capitaux une source durable de l'épargne. Ce facteur est déterminant pour la liquidité du marché. En effet, il permet aux autres intermédiaires de bilan d'accomplir efficacement leurs tâches. D'une part, les banques peuvent agir efficacement en bénéficiant d'un soutien solide contre le risque de l'illiquidité. D'autre part, les OPCVM profitent du développement du marché des capitaux induit essentiellement par l'abondance des fonds durables et la multiplication des possibilités de diversification.

Conclusion

La liquidité du marché dans la théorie de l'intermédiation est principalement reliée à l'intermédiation de marché. Il s'agit en effet de la production de la liquidité marchande grâce à la présence des market makers. Bien que les techniques financières distributives ne se limitent pas à l'activité de contrepartie, la majorité des écrits s'est focalisée sur la justification de la présence souhaitable du teneur de marché et sur l'explication de la fourchette. Néanmoins, certains auteurs mettent l'accent sur le rôle des intermédiaires de bilan dans la production d'une liquidité structurelle.

⁸⁵ Vittas (2000): " Pension funds are neither necessary nor sufficient for capital market. Other forces, such as advances in technology, and especially regional and global integration, may be equally important. But if they are subject to conductive regulation, adopt optimizing policies, operate in pluralistic sectors, and when they reach a critical mass, pension funds can have a large impact on both capital market development and economic growth.", p 20.

⁸⁶ Impavido & Musalem (2001) "The development of contractual savings can have a profound impact, both direct and indirect, on the development of financial markets. On the one hand, the direct impact is related to the change in the composition of the supply of funds in the economy: the relative supply of long-term funds increases and this is reflected in an increase in the demand of capital market instruments. Accordingly, the development of contractual savings promotes depth and liquidity in capital markets and it improves the financial structure of enterprises and government.", p 4.

Les éléments théoriques qui ont constitué la théorie du market making sont le service de l'instantanéité des échanges, la stabilisation des prix et la réduction de l'asymétrie d'information. La liquidité est garantie par la détention d'un stock de titres que le teneur de marché finance sur ses fonds propres. Son inventaire permet de compléter l'offre et la demande du marché.

Dans le cadre de son activité, le teneur de marché supporte des coûts qui se décomposent comme suit:

- Des coûts fixes: frais de personnel, matériel informatique...
- Des coûts de positionnement et des coûts d'opportunité liés à la détention d'une position divergente du seuil optimal désiré par le market maker;
- Et un coût de l'information (coût de l'ignorance) qu'il ne détient pas.

En guise de rémunération, le market maker perçoit une marge de prix qui récompense son service de liquidité. De plus, il peut toucher les rendements des titres qu'il acquiert dans le cadre d'une stratégie d'investissement à long terme.

En revanche, l'action des intermédiaires de bilan semble alimenter la liquidité structurelle du marché. Elle se situe donc à trois niveaux:

- Les banques et les autres intermédiaires de bilan participent directement dans la souscription des émissions. Les banques possèdent un rôle particulier à ce niveau. En plus de son intervention directe à travers la prise de participation ou la garantie des émissions, elles possèdent généralement sous leurs tutelles des institutions financières. Celles-ci participent activement à récupérer une clientèle perdue à cause du rétrécissement de l'activité de crédit.
- Les OPCVM agissent à la fois en tant qu'investisseurs institutionnels qui repositionne sur le marché un pouvoir de placement délégué par les petits porteurs, et en tant qu'intermédiaires qui transforment des titres primaires peu liquides en titres secondaires plus liquides. Cette transformation porte sur l'échéance, le risque et la divisibilité.
- Les intermédiaires de l'épargne contractuelle agissent sur la liquidité du marché à travers le réinvestissement des ressources collectées. En plus de leur pouvoir de placement, ils se distinguent par leur capacité d'adopter des stratégies d'investissement à long terme. Leur présence dans un système financiers consolide sa protection contre les risques de fragilisation.

Conclusion de la première partie

Cette partie était consacrée à l'exploration des éléments théoriques qui entourent la liquidité du marché et qui peuvent être rassemblés sous deux thèmes majeurs: la théorie de la microstructure des marchés et la théorie de l'intermédiation financière.

Ce parcours de la littérature a permis de délimiter la notion de liquidité du marché, de découvrir ses caractéristiques et de lui attribuer deux sources importantes: une source naturelle et une source additionnelle.

D'abord, la liquidité du marché est la liquidité produite par le marché garantissant aux participants désireux d'échanger un actif la facilité de traiter rapidement et à des prix raisonnables. Elle se distingue ainsi de la liquidité d'un titre qui reflète son aptitude à être transformé rapidement et à moindre coût en moyens de paiement.

Les marchés liquides se caractérisent par la coexistence de trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience. Un marché large est un marché équitable (accessibilité) et épais (présence des investisseurs institutionnels). Un marché profond est un marché régulier et transparent permettant d'échanger des quantités substantielles de titres sans perturber les prix. Un marché résilient est un marché capable d'absorber rapidement les variations des cours.

Etant donné son aspect complexe, il existe plusieurs outils pour mesurer la liquidité du marché: les ratios de liquidité, les indicateurs de développement des marchés et les indicateurs de rotation.

Sur les marchés boursiers la liquidité se situe à deux niveaux principaux:

- Il existe une liquidité structurelle (liquidité naturelle ou autoliquidité) garantie par des facteurs durables: l'architecture du marché et l'étendue de l'intermédiation financière sur le marché des capitaux. Il s'agit particulièrement du rôle des intermédiaires de bilan dans la mobilisation de l'épargne et la transformation des échéances et des risques;
- Et une liquidité additionnelle (liquidité artificielle ou liquidité marchande) garantie par la présence des market makers et l'emploi des techniques financières distributives.

Néanmoins, une grande partie de la littérature se focalise sur la production de la liquidité marchande en associant la présence des market makers à un service d'instantanéité des échanges, à la stabilisation des prix et à la réduction de l'asymétrie d'information.

Sans remettre en question le rôle important du market making dans la production de la liquidité additionnelle, particulièrement sur les marchés naturellement illiquides, nous soulignons l'importance de son encadrement. En effet, le market maker manifeste une tendance naturelle à élargir sa marge. En l'absence de mécanismes régulateurs (variation limitée des cours, concurrence...), rien ne garantit l'altruisme du market maker. Ce dernier peut donc manipuler les cours en vue de tirer le maximum de profits.

Finalement, la modernisation des marchés boursiers, le développement de l'intermédiation financière et l'encadrement de l'activité du market making garantissent la réalisation de la liquidité du marché.

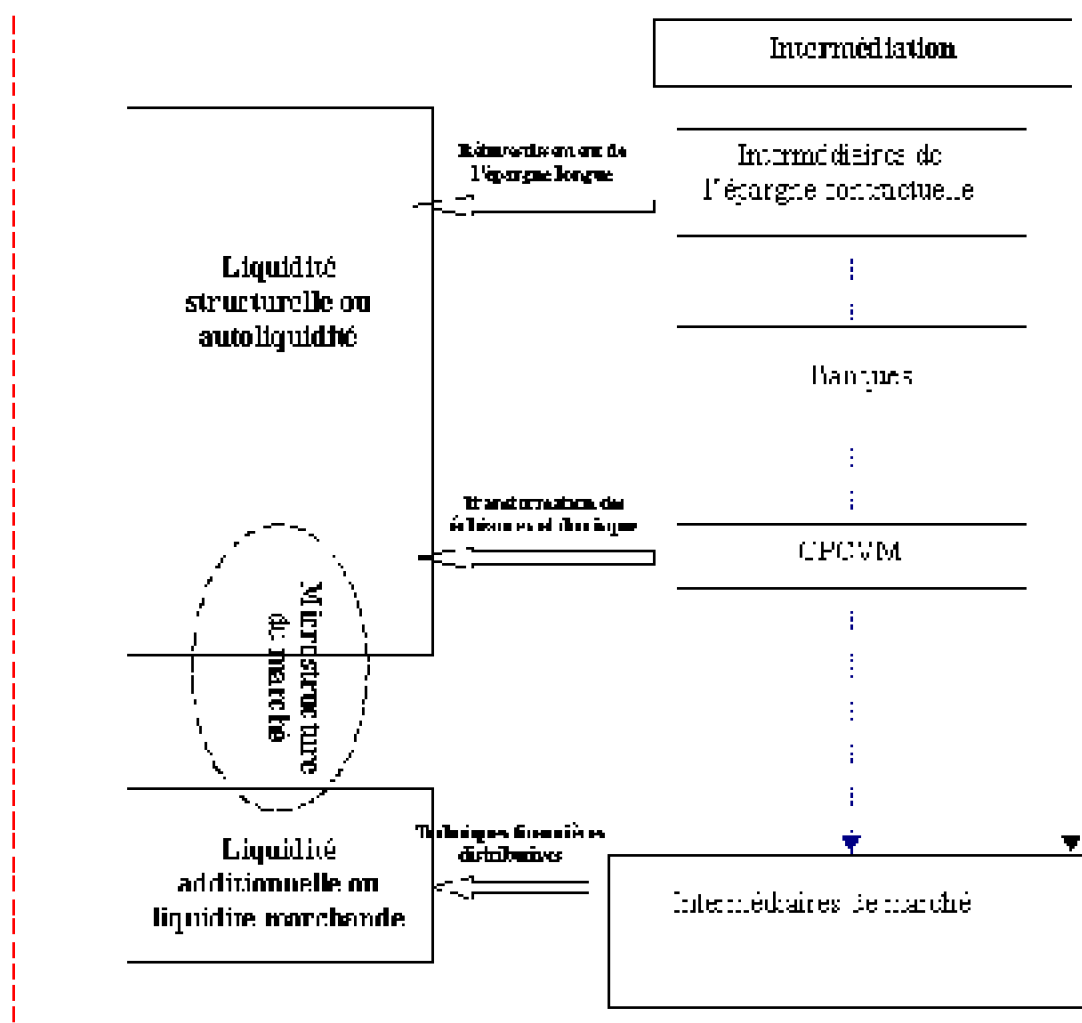


Figure 5: Les sources de la liquidité sur les marchés boursiers

Partie Deuxième : La liquidité du marché boursier tunisien: réalités et perspectives

Le marché boursier tunisien a connu plusieurs phases de réorganisation depuis sa création en 1969. La première phase a suivi la promulgation de la loi du 8 mars 1989 dont l'objectif principal était l'instauration d'un marché pour l'émission, la promotion et la négociation des valeurs mobilières. L'épargne financière devait se substituer au crédit bancaire dans une situation généralisée de pénurie de capitaux. La deuxième date de 1994. Elle a touché plusieurs aspects réglementaires et organisationnels de l'activité boursière.

Leurs retombées ont été très positives jusqu'à 1995. En revanche, l'évolution positive des indicateurs boursiers s'est estompée à partir de 1996. La bourse a connu une période de récession qui a prévalu jusqu'à la fin de 1998.

Cette crise a été essentiellement associée à la rareté des titres, à la lenteur dans le dénouement des transactions et à la baisse des cours suite à un réajustement des valeurs par le marché⁸⁷. De plus, les autorités du marché ont relevé des abus relatifs à la circulation des titres et à la violation de la réglementation boursière. D'une part, elles avaient constaté une grande difficulté dans la gestion et la livraison des valeurs

⁸⁷ Ces conclusions sont mentionnées dans le rapport annuel du CMFT adressé à la Présidence de la République en 1996.

mobilières : leur perte ou leur transfert par succession à de nouveaux porteurs non recensés⁸⁸.

D'autre part, certains intermédiaires se livraient à des transactions fictives qui ont favorisé le gonflement du volume des transactions et la lésion des droits des petits porteurs.

Ces argumentations sont certes justifiées mais elles semblent partielles.

La question est de savoir si le ralentissement de l'activité boursière durant 1996-1998 est une exception à la règle ou si l'explosion des années 1994-1995 est un événement euphorique.

En réalité, les caractéristiques du marché boursier tunisien nous rappellent les difficultés vécues par le second marché français durant les années 1988-89 et évoquent donc un problème de liquidité.

Le second marché français a connu une forte croissance de 1983 à 1987 avec des introductions nombreuses (69 en 1987) et une capitalisation accrue représentant presque 12% de la capitalisation boursière totale. En revanche, il a été fragilisé par la crise boursière de 1987 qui a diminué son activité et son rôle économique. En 1989, on assiste à une baisse des indicateurs boursiers : la capitalisation boursière s'est dégradée, les introductions se sont raréfiées et les volumes de transaction sont devenus très faibles.

Les analyses s'orientent alors vers un problème de liquidité et invitent à des réformes d'urgence. L'insuffisance de liquidité est expliquée partiellement par une conjoncture économique défavorable.

Cependant, des analyses plus détaillées ont soulevé une inadéquation des méthodes de cotation pour des valeurs peu liquides, une faible diversification de l'actionnariat et un flottant rarement élargi. Depuis, le marché a connu des réformes importantes en vue d'améliorer sa liquidité.

Dans la même optique, nous relierons le ralentissement de l'activité boursière en Tunisie à une insuffisance structurelle de la liquidité. Prouver cette illiquidité constitue l'objet de cette partie.

Dans un premier chapitre, nous procédons à une analyse détaillée de la liquidité du marché boursier tunisien pour vérifier notre hypothèse concernant son insuffisance. Le deuxième chapitre est consacré à la profession boursière et à la position des intermédiaires en bourse face au problème de liquidité. Le troisième chapitre propose des aménagements souhaitables.

⁸⁸ Citons à ce niveau des interventions de la bourse dans des litiges tels que la revendication d'un intermédiaire contre le refus d'une société émettrice de procéder au transfert sur ses registres de la propriété d'actions au nom de leurs acquéreurs en bourse. Ou encore l'inobservation de la réglementation commerciale et boursière par une banque de la place, à l'occasion de l'augmentation de son capital. En effet, la banque n'a pas séparé dans cette opération sa qualité d'émetteur de son statut d'intermédiaire en bourse. Ces cas sont soulignés dans le rapport annuel de la BVMT en 1991 p.11-12.

Chapitre 1 : La liquidité du marché tunisien: le contexte actuel

Introduction

Le prodigieux essor qu'a suivi la première réorganisation du marché boursier tunisien en 1989 a permis d'y voir les prémices d'un marché émergent. Reconnu par les institutions internationales et reconsidéré à l'échelle nationale, le marché se devait de consolider ses performances en vue de réaliser les objectifs qui lui sont assignés dans un modèle d'économie de marché.

Néanmoins, la conjoncture boursière traverse entre 1996 et 1998 une phase difficile montrant la nécessité de réadapter l'organisation du marché à sa nouvelle dimension. Après avoir atteint les premiers objectifs concernant la promotion de l'épargne collective et la naissance d'un marché de capitaux, de nouveaux besoins ont émergé. Il s'agit principalement de l'encadrement juridique des sociétés émettrices, de l'organisation du marché, de l'élargissement de l'activité des professionnels et de l'adaptation des techniques de cotations et de livraison à des normes internationales.

Depuis, plusieurs travaux ont été consacrés à l'explication de la crise et ont abouti à un bon nombre de réformes. Nous nous efforçons d'apporter une contribution à ce débat en associant l'évolution irrégulière de l'activité du marché boursier tunisien à un problème d'insuffisance structurelle de liquidité.

Ce chapitre est ainsi consacré à la vérification de notre hypothèse concernant la liquidité limitée du marché boursier tunisien.

La première section comporte une présentation critique des aménagements organisationnels et fonctionnels du marché dans une optique de provision de liquidité. La deuxième section concerne une évaluation chiffrée de la liquidité du marché global. Un intérêt particulier est porté au marché des actions.

Section I : Réorganisation du marché boursier tunisien

Le premier paragraphe présente les aménagements institutionnels. Le deuxième paragraphe concerne l'innovation des produits négociables en bourse. En troisième lieu, il est question de l'aménagement des critères et des procédures d'introduction en bourse. Ensuite, l'analyse porte sur la réforme des techniques de cotation et l'introduction du système électronique de négociation. Le cinquième paragraphe est consacré à la normalisation des règles de règlement et de livraison des titres et à la transparence du marché.

I.1 Aménagement du Cadre institutionnel

La loi 94-117 du 14 novembre 1994 institue un Conseil du Marché Financier à l'instar de la Commission des Opérations de Bourse française, une bourse des valeurs mobilières analogue à PARISBOURSE SA, une société de dépôt, de compensation et de livraison dénommée STICODEVAM et un fonds de garantie qui sert de caisse de garantie pour les intermédiaires en bourse.

I.1.1 Le conseil du marché financier - CMFT

L'article 23 de la loi précitée institue un conseil doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière dénommé conseil du marché à l'instar des commissions de valeurs sur les marchés développés. Ce conseil est chargé de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, produits financiers négociables en bourse et autres placements donnant lieu à l'appel public à l'épargne.

Il est également appelé à organiser et à veiller au bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières. Dans ce domaine, il est l'auteur du règlement interne du marché boursier. Il est habilité à prendre toutes les décisions à caractère réglementaire relatives aux domaines suivants :

- L'admission et la radiation des valeurs mobilières ;
- La suspension des négociations et des conditions d'offres publiques obligatoires ou facultatives ;
- L'agrément ou la radiation des intermédiaires en bourse, l'étendue et la nature de leur activité ainsi que les sanctions disciplinaires à défaut de respect de leurs obligations.

Il assure aussi la tutelle des OPCVM, de la bourse des valeurs mobilières, et de la STICODEVAM. Toutefois, ne sont pas sous la tutelle du CMFT, les instruments négociables sur les marchés relevant de la Banque Centrale, tels que les bons et billets à court terme. Dans ces activités, le CMFT se rapproche du Conseil Déontologique Des Valeurs Mobilières au Maroc qui a les mêmes attributions.

Le CMFT est un collège de dix membres dont un président. Cinq membres représentent les autorités financières, juridiques et administratives gouvernementales. Les autres représentent la profession boursière à travers un représentant des intermédiaires en bourse et des membres choisis pour leur compétence en matière d'appel public à l'épargne.

Il est à signaler à cet égard l'interventionnisme étatique relativement puissant : la moitié du collège correspond à des représentants des institutions gouvernementales. Cependant, cette présence renforcée des instances juridiques et financières est de nature à protéger l'épargne en valeurs mobilières et la déontologie du marché.

I.1.2 La bourse des valeurs mobilières à Tunis - BVMT

En vertu de la nouvelle législation et selon les dispositions de son règlement général

publié en 1997, la Bourse des Valeurs Mobilières à Tunis est devenue une société anonyme. Son capital est exclusivement souscrit par les intermédiaires en bourse, intégralement libéré en numéraire et détenu en permanence par eux. Son nouveau statut lui attribue l'autonomie financière et de gestion. L'actionnariat garantit le bon fonctionnement des marchés et permet de limiter l'interventionnisme étatique.

La nouvelle bourse a pour mission principale l'organisation et la gestion des marchés réglementés. Ainsi, elle s'occupe de la mise en place des structures techniques de cotation, de l'enregistrement des opérations effectuées sur les marchés et de la publication de l'information financière relative aux cours⁸⁹.

Elle est donc similaire à PARISBOURSE dans sa forme et son objet à l'exception de l'activité de dépôt, de compensation et de livraison des titres qu'elle n'assure plus. Elle représente parfaitement les missions attribuées à la Bourse des Valeurs de Casablanca qui s'est aussi détachée de l'activité relative à la compensation et la livraison des titres en 1997.

I.1.3 La Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des valeurs mobilières - STICODEVAM

L'article 77 de la loi 94-117 stipule la création par les intermédiaires en bourse d'une société interprofessionnelle pour le dépôt et la tenue des comptes relatifs au règlement et à la livraison des titres. Cette société, dénommée STICODEVAM, est une société anonyme dont le capital est ouvert à tout organisme agréé par le ministère des Finances.

La STICODEVAM reçoit les dépôts des valeurs mobilières matérialisés par des contrats donnant lieu à la tenue des comptes au profit des sociétés émettrices, des propriétaires des valeurs mobilières et des intermédiaires en bourse. Ces comptes retracent le nombre des valeurs mobilières déposées et le nombre des valeurs portées par leurs propriétaires.

Elle se charge également de l'inscription des nantissements et des oppositions et de toute autre opération portant sur les valeurs mobilières. A titre principal, elle s'occupe des opérations de compensation et de règlement des transactions effectuées en bourse. Les sociétés émettrices doivent obligatoirement déposer auprès de la STICODEVAM un titre collectif et unique représentant le nombre total des valeurs admises à la cote de la bourse. De même, les intermédiaires en bourse sont tenus de déposer les valeurs mobilières qu'ils offrent à la négociation.

La création de ce dépositaire central vise la réhabilitation et la modernisation du compartiment *back-office* considéré comme une étape complémentaire à la réorganisation du *middle-office*.

En effet, en plus d'une information fiable et claire sur les sociétés émettrices et d'une bourse dynamique et moderne, l'investisseur en valeurs mobilières désire voir ses

⁸⁹ La qualité et la périodicité de l'information financière publiée par le marché boursier tunisien ont fait partiellement l'objet d'une étude effectuée par la Banque Mondiale sur l'application des normes internationales quant à l'établissement des données statistiques. Elle a été globalement jugée compatible avec les exigences internationales.

transactions se dénouer rapidement et efficacement. Ceci est de nature à renforcer la sécurité, la transparence et donc la liquidité du marché tel qu'il sera exposé dans le cinquième paragraphe sur la normalisation du *back-office* et de l'information financière.

I.1.4 Le Fonds de Garantie du Marché - FGM

Les intermédiaires en bourse sont tenus de constituer un fonds de garantie destiné exclusivement à garantir entre eux la bonne fin des opérations réalisées sur le marché en cas de défaillance de règlement ou de livraison. L'administration du fonds est attribuée à l'Association des Intermédiaires en Bourse (AIB).

Les contributions aux fonds mises à la charge des intermédiaires sont :

- La contribution initiale : elle représente le premier versement. Pour un intermédiaire en exercice, elle est égale au risque de marché quotidien moyen calculé sur le chiffre d'affaires du mois précédent. Pour un nouvel intermédiaire, la contribution initiale est la moyenne des apports initiaux des intermédiaires en exercice.
- La provision régulière : c'est une contribution proportionnelle au volume de transactions négociées sur le marché. Cette contribution cesse d'être exigible lorsque le montant du fonds aura atteint le double de la moyenne quotidienne des transactions durant le mois précédent ;
- La contribution exceptionnelle : elle est sollicitée lorsque l'intermédiaire est jugé très risqué et/ou lorsque la provision d'un intermédiaire ne permet pas de couvrir la totalité de ses engagements.

Ainsi, le FGM est une caisse professionnelle orientée vers la stabilité de la profession boursière. Il sert à garantir la sécurité des transactions sur le marché boursier en faisant face aux défaillances des intermédiaires en bourse. Le même principe de caisse compensatrice existe également au Maroc. En revanche, la contribution des sociétés de bourse marocaine est limitée à une provision régulière⁹⁰.

En résumé, le cadre institutionnel du marché boursier tunisien est composé d'organismes de surveillance et de contrôle devant permettre la sécurité des transactions en valeurs mobilières et la protection des petits porteurs.

I.2 Innovation de produits

La gamme des produits négociables en bourse a été enrichie à plusieurs reprises. D'abord, une première réforme en 1992 a permis d'instaurer des produits dérivés et d'autres hybrides des titres habituellement échangés.

I.2.1 Les actions à dividende prioritaires sans droit de vote

⁹⁰ Toute société en bourse marocaine est tenue de verser trimestriellement une contribution dans la limite de 4% de son chiffre d'affaire annuel en vertu du contenu de l'article 68 du Dahir portant la loi N° 1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à l'organisation du marché financier marocain.

Ces actions donnent droit à un dividende devant être prélevé sur le bénéfice distribuable avant toute autre affectation. De ce fait, elles confèrent à leurs porteurs les droits reconnus aux autres actionnaires, à l'exclusion de droit de vote. Cette désagrégation des droits a un avantage double. D'une part, elle permet aux épargnants guidés par le seul souci de rendement de se garantir un dividende à un taux minimum légal. D'autre part, elle permet d'éviter la dilution des actionnaires qui s'attachent beaucoup plus à la prise des décisions de gestion qu'au rendement immédiat de leurs participations.

De plus, les ADP intéressent particulièrement les investisseurs et peuvent alors améliorer la liquidité du marché. Certaines sociétés cotées ont déjà opté pour la conversion de leurs actions ordinaires en ADP en vue d'augmenter la rotation de leurs titres : PALM BEACH par exemple.

I.2.2 Les obligations convertibles en actions

L'obligation convertible a globalement les mêmes caractéristiques que l'obligation classique. Le porteur de l'OCA a la possibilité d'échanger son titre contre des actions de la même société, selon un prix et à des conditions fixées à l'avance dans le contrat d'émission.

Ce produit présente pour la société émettrice l'avantage de transformer sa dette en une participation en fonds propres. De plus, la société émettrice peut économiser des frais financiers car le taux d'intérêt consenti sur ce type d'emprunt est généralement plus faible que le taux accordé sur les obligations ordinaires. Par ailleurs, ce produit peut être avantageux pour le souscripteur parce qu'il lui permet d'apprécier les performances de la société émettrice avant de s'associer à elle.

I.2.3 Les titres participatifs

La création de cette nouvelle catégorie de titres a fait l'objet de la loi 92-17 du 16 novembre 1992. Les TP peuvent être aussi bien assimilés aux obligations qu'aux actions. En effet, ils constituent un droit de créance vis à vis de l'émetteur et représentent des fonds mis à sa disposition pour une période longue et ne peuvent être remboursés avant au moins 7 ans. La rémunération de ces fonds est représentée par la partie fixe du taux composé.

Les TP peuvent également être assimilés à des actions car le taux de rémunération contient une partie variable calculée en fonction des résultats de la société émettrice. De plus, les porteurs des titres participatifs peuvent accéder aux documents de la société émettrice ce qui leur garantit les mêmes droits que les actionnaires ordinaires en matière de transparence de gestion et d'information.

I.2.4 Les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote

Afin de permettre aux entreprises de se procurer des fonds propres permanents sans modification de la structure de leur capital, les autorités tunisiennes proposent de les CI et les CDV.

Ces derniers découlent du démembrement de l'action classique. Ils sont créés par la

scission des actions anciennes ou nouvellement créées à la suite d'une augmentation de capital. Le certificat d'investissement représente les droits pécuniaires attachés à l'action. A la différence des ADP, les porteurs des CI n'ont droit qu'à un dividende normal au même titre que l'action ordinaire. Le certificat de droit de vote représente les autres droits attachés à l'action : c'est un titre inaliénable.

1.2.5 Les bons du Trésor négociables en bourse

Le BTNB est un titre du Trésor qui existe depuis 1973 mais n'a pris réellement naissance qu'en 1995 avec l'émission d'une enveloppe totale de 165 millions de dinars. Les bons du Trésor sont redéfinis en vertu des articles 1 et 2 de l'arrêté ministériel du 26 septembre 1991 comme étant des titres d'emprunts émis par l'Etat par voie d'adjudication. Les conditions de leur émission ont fait l'objet de l'arrêté ministériel du 2 janvier 1997. Il précise que la valeur nominale d'un BTNB est de 1000 dinars.

Les BTNB constituent une modification des pratiques de financement du secteur public. Cette volonté de recourir au marché pour équilibrer les politiques budgétaires a été consolidée par une autre innovation des valeurs de Trésor en créant les Bons du Trésor Assimilables (BTA) et les Bons du Trésor à Court terme (BCT).

1.2.6 Les Bons du Trésor Assimilables et les Bons du Trésor à Court Terme

Les BTA ont été lancés en 1997. Cependant, les conditions et les modalités de leur émission ont été récemment modifiées par le Décret N° 99-1781 du 9 août 1999. Ainsi, la nouvelle réglementation n'a pas touché leur valeur nominale qui demeure égale à 1000 dinars mais elle a réformé les conditions de leur souscription.

En vertu de l'article premier du décret précité, les BTA sont émis par voie d'adjudications réservées exclusivement aux Spécialistes en Valeurs de Trésor. Les SVT peuvent souscrire les BTA pour leurs propres comptes ou pour le compte de leurs clients intermédiaires en bourse ou pour toute autre institution adhérant à la STICODEVAM.

Les Bons du Trésor à Court Terme sont une variante des BTA émis pour des périodes de 13, 26 et 52 semaines. Leur émission se fait globalement de la même manière que les BTA hormis une périodicité plus courte.

Cette innovation financière a permis de dynamiser le marché primaire en 1999. En effet, les émissions des titres de créance ont culminé à 1 677 millions de dinars contre 190 millions seulement en 1998. Ayant démarré en mars 1999, les émissions des BTA ont atteint 695 millions à la fin de 1999. De même, les BCT ont permis au marché primaire de bénéficier d'une enveloppe d'émissions égale à 760 millions dinars en 1999 et 271.5 millions en mars 2000.

En résumé, le marché boursier tunisien offre une gamme de produits assez variée pour toucher une clientèle diversifiée et pour respecter les motivations des sociétés émettrices. Par ailleurs, l'innovation des produits s'apparente à celle connue par le marché français en 1983 quand des mesures en faveur du développement des marchés d'actions et d'obligations ont permis le lancement des certificats d'investissement, prioritaires ou non, des titres participatifs et des obligations remboursables en actions.

L'innovation des produits a surtout profité au marché obligataire. La demande des BTNB a permis de relancer le marché dont l'activité a été ralentie par la suppression des avantages fiscaux qui étaient accordés aux détenteurs des titres de créance⁹¹. En revanche, les entreprises sont encore réticentes à l'utilisation de cette gamme de produits. A l'exception de quelques émissions de certificats d'investissement, les actions et les obligations demeurent les titres les plus émis par les sociétés tunisiennes.

I.3 Conditions d'admission et Procédures d'introduction

L'enrichissement des produits négociables en bourse a été accompagné d'une réorganisation des marchés, des conditions d'accès et des procédures d'introduction.

I.3.1 Présentation des marchés

Deux marchés de la cote sont à la disposition des sociétés qui désirent s'introduire en bourse : le premier marché et le second marché.

Sont admises sur le premier marché les sociétés anonymes de grande taille, de forte rentabilité et ayant un capital assez bien diffusé : 500 actionnaires au moins ou 200.000 titres diffusés dans le public.

Le second marché est réservé aux sociétés de taille et de performances moindres ne pouvant pas ainsi intégrer le premier marché. Cependant, les sociétés introduites sur le second marché sont appelées à remplir les conditions d'accès au premier marché au plus tard trois ans après leur introduction.

Le marché obligataire constitue le troisième marché de la cote de la bourse. Il est réservé aux valeurs de créance émises par l'Etat, les collectivités publiques ou par toute autre société répondant aux conditions d'admission et de capitalisation.

Le marché hors cote est consacré à la cotation des titres de créance et de capital des sociétés non admises sur l'un des deux marchés de la cote de la bourse.

Pour être admise sur l'un des deux marchés, la société qui s'introduit en bourse est censée avoir rempli des conditions de capitalisation, de rentabilité, de proportion de capital diffusé et avoir bénéficié de l'accord du CMFT. L'ensemble de ces conditions est synthétisé en annexe.

Si les conditions d'admission constituent des garanties en faveur de la sécurité et de la transparence du marché, la procédure d'introduction n'est pas sans conséquence sur la liquidité du titre introduit. Son efficacité conditionne la réussite de l'opération d'introduction et la première cotation, c'est-à-dire l'avenir des niveaux des cours. En effet, le premier cours de cotation est la première évaluation de la société émettrice par le marché quand celle-ci n'avait pas transité par le hors cote.

I.3.2 Procédures d'introduction

⁹¹ Le revenu des obligations a été assimilé depuis 1990 à celui des capitaux mobiliers à l'instar des intérêts de créances, des produits des comptes courants... A ce titre, ils font l'objet d'un prélèvement de 35% au maximum et d'une retenue à la source de 15%, ce qui a suscité plutôt la demande des titres de capital.

Le législateur tunisien a prévu trois modalités d'introduction en bourse : la procédure ordinaire, la mise en vente à un prix minimal et l'offre publique de vente.

La procédure ordinaire

L'introduction selon la procédure ordinaire se fait par l'inscription directe de la valeur sur l'un des marchés de la bourse dans les conditions de négociation et de cotation habituellement pratiquées. La mise à la disposition des titres pour le compte des actionnaires vendeurs ou pour le compte des intermédiaires financiers doit être portée à la connaissance de la Bourse deux jours avant la première cotation.

Cette technique présente pour la société émettrice l'avantage de dégager une plus-value quand le prix d'introduction, déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande le jour de l'introduction, dépasse le prix d'offre minimal qu'elle a fixé. De plus, la procédure d'introduction ordinaire offre aux investisseurs l'avantage de tester le marché du titre. Les introducteurs ont ainsi la possibilité de se faire une idée plus précise du prix que le marché est prêt à offrir.

L'offre publique de vente

Elle consiste à placer une certaine quantité de titres auprès du public à un prix prédéterminé par les actionnaires d'origine.

Dans le cas d'une offre de vente nominative, les demandes doivent être accompagnées d'un justificatif de l'identité du donneur d'ordre et une personne a droit à une seule demande. L'OPV nominative permet de réduire les effets spéculatifs en évitant le fractionnement de la demande.

Dans le cas d'un déséquilibre de l'offre et de la demande en pré-introduction, les initiateurs peuvent avoir recours à des OPV successives, en révisant le prix d'offre jusqu'à la satisfaction d'une grande partie de la demande potentielle.

Si le prix d'offre n'est pas déterminé d'une manière ferme et que seul un seuil minimal est précisé, la procédure d'introduction est assimilée à une mise en vente à un prix minimal.

La mise en vente à prix minimal

Cette procédure d'introduction est souvent reliée à la théorie des enchères. L'allocation des titres peut être réalisée de deux manières : la vente aux enchères discriminatoires et la vente aux enchères concurrentielles à la hollandaise.

Selon la vente aux enchères discriminatoires, le soumissionnaire propose d'acquérir une certaine quantité de titres à un prix connu. Seuls les ordres avec limite sont acceptés. En revanche, la vente aux enchères concurrentielles est faite selon une adjudication au plus offrant. En effet, le soumissionnaire propose le volume qu'il souhaite acquérir et le prix qu'il est disposé à payer. Le jour de l'adjudication les titres sont attribués au plus offrant. Cette technique est utilisée pour l'émission des BTA en Tunisie. Cependant, la mise en vente au prix minimal pratiquée pour l'introduction des actions est une simple

mise à disposition de titres à un prix minimum et est réalisée selon la vente aux enchères discriminatoires.

Le prix d'offre minimal est annoncé cinq jours avant la première cotation. Les initiateurs peuvent se réserver la possibilité de réviser ce prix à condition d'en annoncer un deuxième deux jours avant la première cotation.

La bourse centralise les demandes formulées sous forme d'ordres limités et les ordres émis à des limites très éloignés du prix minimal sont écartés. Ensuite, elle procède à la satisfaction de la demande dans la limite des titres offerts d'une manière simple ou différenciée. En effet, elle peut subdiviser les titres en lots et de fixer des limites de prix si la demande potentielle dépasse excessivement l'offre.

Contrairement à la procédure ordinaire, la mise en vente à prix minimal permet de limiter les opérations spéculatives à l'introduction. En effet, étant donné que le titre n'a pas été évalué par le marché, les investisseurs font face à l'incertitude qui porte sur le prix de l'introduction. Ainsi, la mise en vente à un prix minimal permet d'éliminer les ordres libellés à des prix excédant notablement le prix d'offre et de contenir le cours dans des limites jugées raisonnables. En revanche, dans le cas d'une introduction selon la procédure ordinaire, l'incertitude sur la valeur du titre et l'engouement de la demande peuvent être à l'origine de manœuvres spéculatives et conduire à une hausse des cours.

De plus, la réduction de la demande, pratiquée dans le cas d'une mise en vente à prix minimal, permet de satisfaire un maximum de demandeurs en améliorant l'équité du marché et la liquidité du titre.

I.3.3 Procédures pratiquées sur le marché tunisien

L'étude des procédures utilisées lors de l'introduction des valeurs cotées sur le premier marché et le second marché tunisiens laisse apparaître une dominance de la procédure de l'offre publique de vente. En effet, 67% des introductions réalisées depuis 1991 ont fait l'objet d'une OPV contre seulement une seule mise en vente à un prix minimal qui a porté sur la valeur ATL (Arab Tunisian Lease) en 1997. Neuf valeurs ont été introduites selon une simple inscription à la cote depuis 1991⁹².

Il est à noter que la procédure ordinaire a surtout été utilisée durant les premières années de 1991 à 1993 et durant les années 1996-97, c'est-à-dire lors de la récession du marché. En effet, ceci semble logique dans la mesure où la procédure ordinaire évite à la société émettrice le risque d'une moins-value sur le titre introduit ou l'échec de placement des titres face à une situation de demande limitée. Cependant, l'OPV a prévalu durant les années prospères et avec la reprise du marché boursier en 1999.

Procédure	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Ordinaire	13	2	1	1	0	1	2	2	0	0
OPV	0	0	1	1	2	3	4	1	2	6
Mise en vente	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Nombre des introductions	13	2	2	2	2	4	6	4	2	6

⁹² Les introductions réalisées en 1990 se résument à un simple transfert des titres de l'ancienne cote.

Source: Rapports de la BVMT.

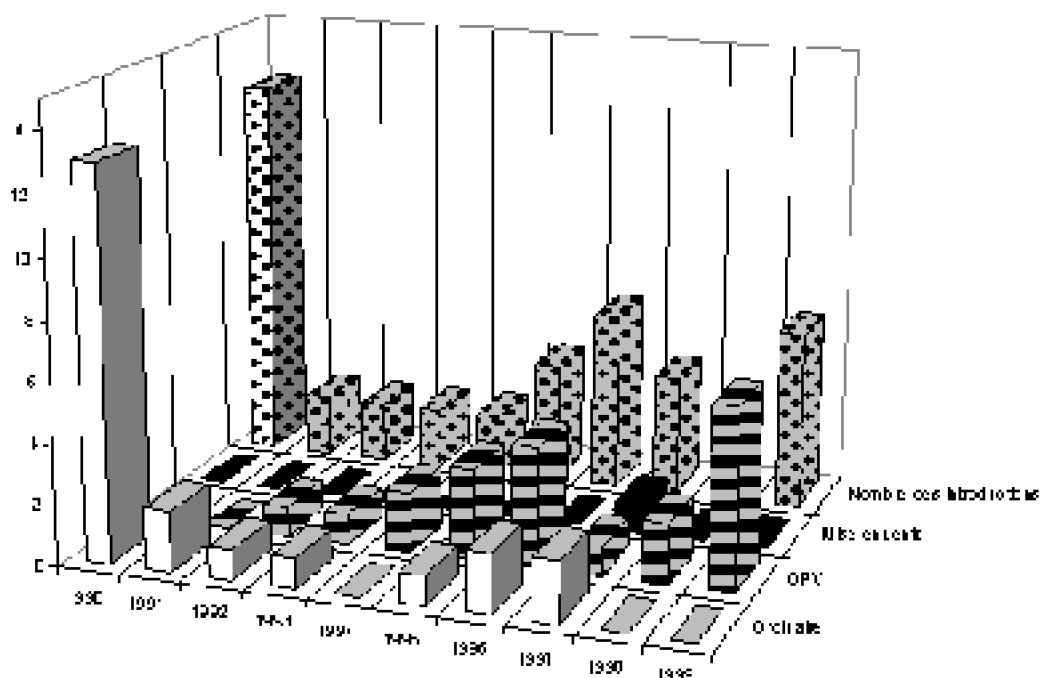


Figure 6 : La fréquence des procédures d'introduction adoptées sur le marché boursier tunisien

Par ailleurs, la comparaison des modalités d'introduction adoptées sur le marché tunisien et de celles pratiquées sur le marché français donne lieu à certaines divergences.

En effet, le second marché français offre en plus des procédures détaillées ci-dessus, la possibilité d'une introduction selon une offre à prix ouvert.

L'offre à prix ouvert consiste à déterminer une fourchette de prix au lieu d'un prix d'offre ferme. Ainsi, les ordres limités qui ne respectent pas les bornes incluses de la fourchette sont considérés comme étant des "ordres au mieux" déguisés et ils sont éliminés.

Cette technique présente l'avantage de favoriser le placement des titres offerts en orientant la demande en fonction de la fourchette. L'incertitude sur le prix d'offre est ainsi réduite à l'incertitude sur la fourchette. De plus, la révision de la fourchette à la réduction en cas de demande excessive permet de disposer d'un premier prix de cotation plus conforme à l'état réel de l'offre et de la demande.

De plus, la souscription des titres sur les marchés français se fait en fonction des seuils minimums de service. Cette condition découle d'un souci relatif à la minimisation des risques liés à la procédure d'introduction.

1.3.4 Risques d'introduction et garanties de liquidité

L'introduction en bourse est une opération qui présente des risques multiples qui influencent la liquidité ultérieure du titre. Outre l'incertitude portant sur le placement des titres offerts et sur le prix de la première cotation, il peut exister une situation d'asymétrie informationnelle. Le risque de l'asymétrie informationnelle découle de deux cas de figure.

D'une part, il peut y avoir une asymétrie informationnelle entre les intermédiaires financiers introducteurs et la société émettrice dans le cas d'une mise en vente indirecte.

En effet, les intermédiaires financiers disposant d'un savoir-faire supérieur peuvent détenir ainsi une information supérieure sur le prix d'introduction qu'ils essaient de monnayer. L'intermédiaire mieux informé profite donc de sa réputation pour solliciter sa clientèle à investir dans le titre et tirer profit de son information individuelle. La société émettrice est alors lésée dans la mesure où elle supporte un coût d'opportunité et l'introduction est faite à un coût global plus élevé.

D'autre part, l'asymétrie informationnelle peut provenir également d'une information détenue par la société émettrice et cachée aux intermédiaires introducteurs. Dès lors, ces derniers sont sous-informés et le coût de contrat liant les intermédiaires à la société émettrice peut être sous-évalué. La même situation survient également lorsque la société émettrice délègue la souscription des titres à des intermédiaires pour reporter le risque d'échec du placement.

En effet, le risque lié à la souscription constitue le risque majeur auquel une société émettrice fait face. Outre le souci qui concerne le placement des titres offerts, la liquidité est mieux assurée quand l'introduction est réalisée à un prix juste.

Afin de garantir cette liquidité, plusieurs techniques peuvent être mises en œuvre dont certaines sont déjà pratiquées sur le marché boursier tunisien. Il s'agit de la réduction de la demande en subdivisant les titres en lots selon les limites des ordres, de la syndicalisation des placements et de la méthode des OPV successives. Ces pratiques représentent des actions sur la demande quand un déséquilibre est constaté au moment du pré-placement. Au niveau de l'offre, les seuils minimums de capital diffusé, la qualité et la périodicité de l'information financière ainsi que les autres conditions imposées aux sociétés émettrices constituent des outils en faveur de la liquidité du titre introduit.

Les actions sur la demande sont mises en œuvre afin de limiter le risque d'établir un prix d'offre très éloigné de la valeur intrinsèque du titre. Les OPV successives assurent la réduction de la demande excessive dans la mesure où la révision du prix d'offre à la hausse écarte les investisseurs qui ne sont pas disposés à payer le nouveau prix.

La réduction se pratique selon plusieurs manières. Dans un premier cas de figure, la réduction consiste à subdiviser la demande en lots de titres en fonction des limites des ordres d'achat collectés et à privilégier le lot correspondant à la fourchette la plus proche du prix d'offre minimal proposé par la société émettrice.

Dans un deuxième cas, la demande est réduite grâce à la pratique d'une OPV nominative. Ainsi, l'identité du donneur d'ordre est révélée et on limite le nombre des titres par personne. Le blocage des fonds constitue le troisième cas de réduction de la demande. Les autorités de la bourse peuvent exiger le blocage préalable des fonds destinés à l'acquisition des titres mentionnés dans l'ordre d'achat.

La réduction est une pratique boursière dont l'objectif ultime est d'éliminer les manœuvres spéculatives lors de l'introduction. Cependant, pratiquée sous l'aspect du blocage des fonds, elle peut manquer à l'égalité souhaitable entre les divers investisseurs potentiels. En effet, seuls les investisseurs institutionnels sont réellement capables de bloquer les fonds requis pour l'acquisition de grandes quantités de titres au détriment des petits porteurs.

En France, la réduction est pratiquée en fonction des pourcentages réglementaires. La souscription doit répondre à des seuils minimums de service de la clientèle. La souscription selon la procédure ordinaire est appelée à satisfaire un minimum de 4% de l'ensemble des ordres d'achat dont le cours est supérieur ou égal au cours coté. De plus, le premier cours coté ne doit pas varier de plus ou moins 10% par rapport au prix offert. De même, le placement des titres selon l'offre à prix ferme est soumis aux contraintes d'un service minimum de 5% et d'une fourchette de plus ou moins 20%. En revanche, la réglementation tunisienne ne stipule aucune condition particulière concernant le niveau de la demande à satisfaire.

La syndicalisation du placement⁹³ constitue une autre méthode d'action favorable à la réussite d'une introduction en bourse. Elle consiste à déléguer le placement des titres à un groupe d'institutions financières (banques et sociétés de bourse). Elle peut aussi inclure une obligation d'animation sur le marché du titre introduit.

L'objectif ultime des procédures présentées est de faciliter la création d'un marché pour le titre. Cependant, la réussite de l'introduction d'une valeur n'est pas la seule garantie de sa liquidité ultérieure. En effet, il est primordial d'assurer également sa négociation et la sécurité de son marché. Dans ce sens, la réorganisation du marché boursier tunisien a aussi incorporé la réforme des règles de négociation, des opérations de règlement et de livraison ainsi que des conditions de divulgation de l'information financière.

I.4 Réformes des techniques de cotation

Les règles de cotation sur la place boursière de Tunis ont connu deux réformes principales : la première coïncide avec le remplacement des négociations aux enchères par la cotation écrite à cours multiples et la deuxième découle de l'installation du Nouveau Système de Cotation (NSC).

I.4.1 De la criée à la cotation écrite à cours multiples

La criée au plus offrant a prévalu sur la bourse de Tunis depuis son démarrage. C'est une technique orale qui repose sur l'enchère et la confrontation des prix offerts. Celui qui proposait le meilleur prix emportait les titres. Depuis janvier 1990, cette technique a été remplacée sur les marchés de l'ancienne cote permanente par la cotation écrite sur panneaux individuels par valeur. La criée a cependant été maintenue pour la cote occasionnelle.

La cotation écrite sur panneaux consiste en l'inscription écrite sur des panneaux

⁹³ La syndicalisation du placement est reprise en détail dans le troisième chapitre dans le cadre d'analyse des contrats de liquidité.

individuels par valeur de l'ensemble des ordres. Cette technique avait permis d'améliorer les échanges en éliminant l'application prioritaire qui a sévi dans le marché boursier durant de longues années.

Par ailleurs, elle devait également favoriser la concurrence en la présence des intermédiaires et des clients. Cependant, les intermédiaires se livraient à des pratiques de complicité et de complaisance. D'une part, il existait souvent une confrontation orale des ordres entre les divers intermédiaires avant de les inscrire sur les panneaux ce qui réduisait les négociations à l'application d'une formalité réglementaire. D'autre part, le principe de la priorité chronologique demeurerait fictif dans la mesure où les intermédiaires, dans l'impossibilité de disposer d'une vue globale du marché, ignoraient ce qui était mentionné sur les autres panneaux.

En résumé, bien qu'elle ait pu améliorer l'échange des titres, la technique de la cotation écrite à cours multiples réduisait les cotations à un contexte de compensation inter-intermédiaires. Afin de faire face à cette situation et dans un souci de modernisation du processus de négociation, les autorités boursières ont décidé de mettre en place un système de cotation électronique à l'instar du CAC à la Bourse de Paris.

L'installation du Nouveau Système de Cotation représente le fait le plus marquant de l'année boursière 1996. Cette installation a été réalisée en plusieurs étapes dans le but d'adapter progressivement toutes les personnes concernées à ces nouvelles techniques de négociation. Ainsi, le NSC a réellement démarré le 25 octobre 1996 avec la cotation en continu de deux valeurs (BTEI et ALKIMIA) et deux valeurs au fixing (Placement de Tunisie et CARTE). Le transfert de toutes les valeurs cotées a officiellement été terminé le 23 juin 1997.

I.4.2 Le Nouveau Système de Cotation

Le NSC est un système électronique s'appuyant sur un système informatique de négociation composé de plusieurs terminaux localisés à la BVMT et reliés à des ordinateurs centraux.

Les intermédiaires en bourse peuvent à partir de leurs terminaux passer les ordres reçus dans leurs bureaux ou lors de la séance de cotation en continu. Ainsi, la centralisation et le traitement des ordres sont réalisés par l'ordinateur central grâce au logiciel SUPERCAC.

Les séances de cotation, dont le nombre a été étendu en 1990 de deux à cinq jours par semaine, ont lieu tous les jours ouvrables de 9h à 11h. Une séance commence par une période dite de préouverture pendant laquelle les ordres sont saisis par les négociateurs sans déclencher une cotation officielle. En revanche, le système affiche un cours théorique d'ouverture instantané. Ce cours permet de modifier, annuler ou garder les ordres saisis. Les ordres introduits lors de la préouverture sont classés par limite de prix et chronologiquement au fur et à mesure de leur introduction.

A l'ouverture, le système calcule en fonction des ordres limités un prix d'équilibre, prix de fixing, qui permet d'échanger le plus grand nombre de titres. Ensuite, la séance de cotation débute en fonction de la demande non satisfaite et des ordres introduits lors de la

cotation en continu.

Une cotation au fixing est réservée aux valeurs les moins liquides du marché. Elle repose sur le principe de la confrontation de tous les ordres limités à un instant prédéterminé (à 10h) afin de dégager un cours d'ouverture auquel est servi le maximum de titres.

La détermination de ce cours se fait selon trois critères:

- En premier lieu, il doit permettre de maximiser le nombre des titres échangés ;
- Si le cours n'est pas unique, le système choisit alors dans l'intervalle des cours possibles celui qui permet de minimiser le nombre de titres non servis ;
- En troisième lieu, si ce critère n'est pas discriminant, en plus des deux premières conditions, le système alloue le cours le plus proche du dernier cours de référence.

Le cours de référence est dégagé à la dernière confrontation au fixing de chaque séance. Il sert de base de calcul pour les seuils de variation pour la séance de lendemain. Il arrive parfois que le cours d'ouverture, dégagé après la première confrontation de 10h, ne permette pas de coter. Une deuxième cotation au fixing a donc lieu à 10h 15 après avoir donné la possibilité aux intermédiaires de réviser les ordres saisis.

Sont cotées en continu les valeurs ayant un marché plus animé. Après la saisie des ordres lors de la période de préouverture entre 9h et 10h, et à l'issue de l'ouverture par une confrontation au fixing, le système procède au traitement des ordres au prix du marché et les ordres limités non servis par le fixing. Le dernier cours coté est le cours de clôture servant de référence pour la séance suivante.

I.4.3 L'apport du NSC

La cotation électronique a permis d'atteindre au niveau des transactions un degré élevé de transparence entraînant le libre jeu de l'offre et de la demande. L'effet immédiat de cette transparence s'est traduit par une correction des cours à la baisse.

En effet, les niveaux des cours ont connu globalement une baisse moyenne de 20% entre 1996 et 1997. Des valeurs telles que AMS, STIL et SPIDT ont vu leurs cours régresser respectivement de 60%, 50% et 46%. Ceci est un phénomène de maturation ayant permis de rompre avec le niveau artificiellement élevé des prix, engendré par des pratiques spéculatives qui ont dominé le marché de 1993 à 1995 à défaut de système de régulation.

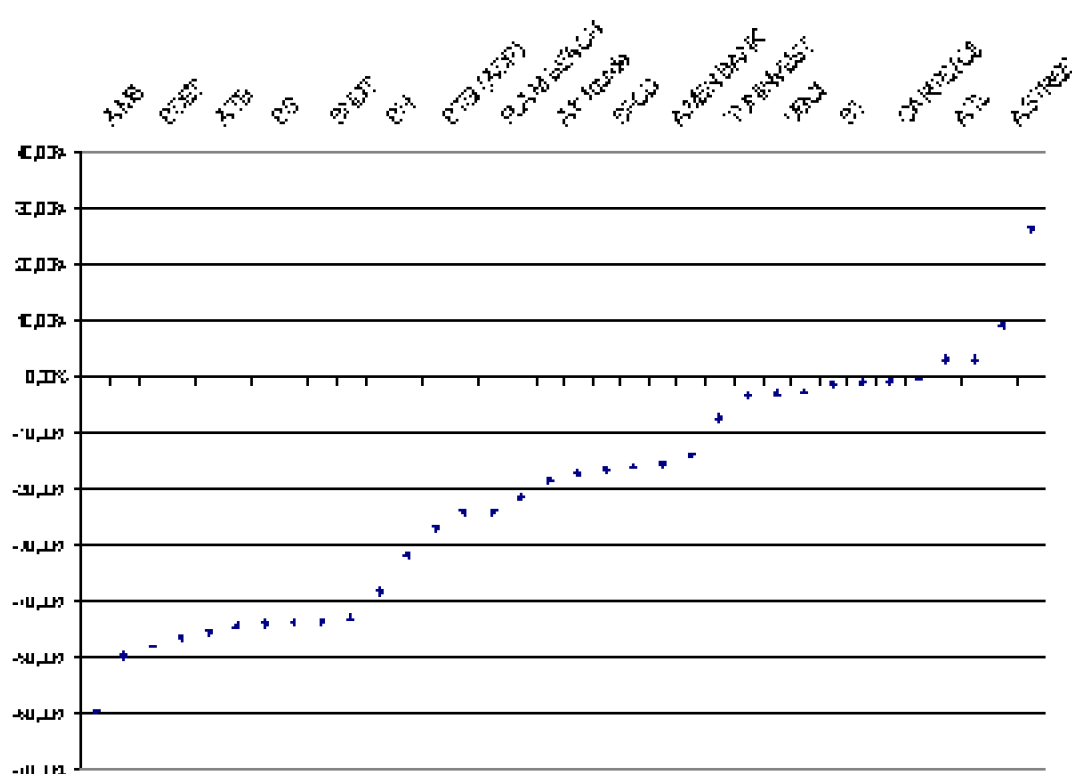


Figure 7 : la baisse des cours suite au transfert sur le NSC : variation entre le cours de transfert et le cours de la première négociation

De plus, le NSC a minimisé les ententes et les arrangements entre les intermédiaires dans la mesure où il n'est plus possible de connaître son vis-à-vis. Ce système renforce l'intégrité du marché car il offre un accès égal à tous les intermédiaires et un traitement impartial des opérations boursières. En terme de liquidité, le NSC a développé la fréquence des cotations des titres et a réduit la volatilité des prix puisque les fourchettes des prix autorisées sont plus étroites : plus au moins 3% au lieu de 5% selon l'ancienne réglementation.

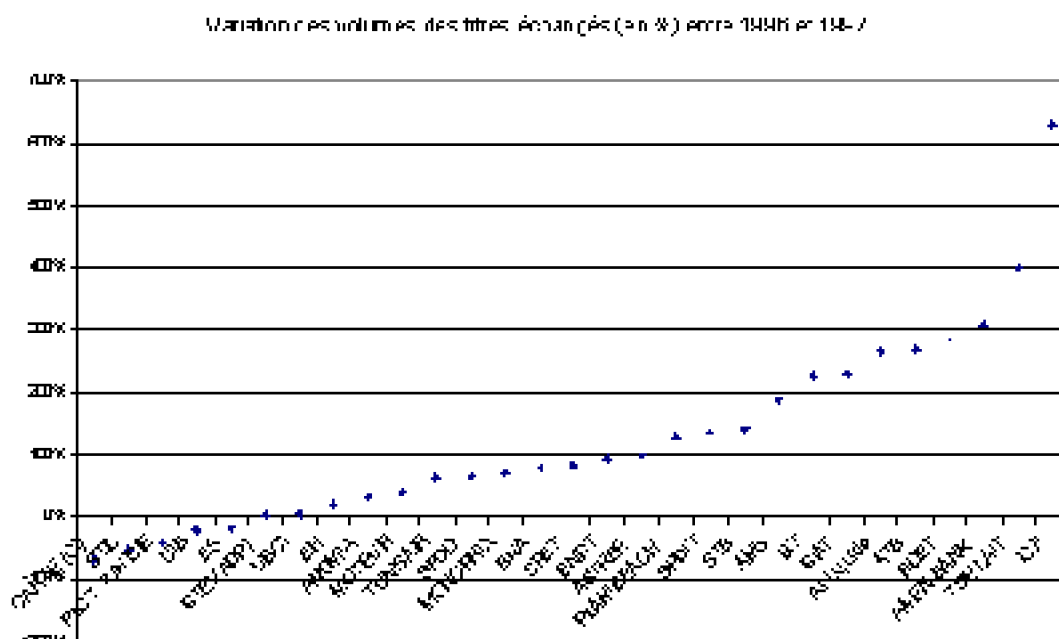
Par ailleurs, la révision des cours à la baisse a permis de réduire les transactions spéculatives qui étaient à l'origine d'une liquidité artificielle durant les années précédant 1995. En effet, l'acharnement des investisseurs à la demande était essentiellement dû à des cours très élevés donnant lieu à des fluctuations exagérées et donc des possibilités de spéculations plus accrues.

Ainsi, le marché a connu en 1997 une évolution positive des volumes des titres échangés en dépit même de la baisse dans certains cas des volumes de capitaux traités.

L'étude de la variation des titres échangés entre 1996 et 1997 permet de déduire un renforcement de la liquidité réelle du marché. A l'exception de quelques valeurs, les autres titres ont bénéficié d'une progression des niveaux des échanges allant jusqu'à 629% comme c'est le cas pour le titre ICF.

Le volume global des titres échangés a presque doublé en une année. Il est passé de 5144 milles titres traités en 1996 à 9448 milles titres en 1997. L'évolution des échanges est spectaculaire pour certaines valeurs qui étaient peu échangées avant l'introduction du

NSC. A titre d'exemple, le volume des titres traités de la valeur Tunisie Lait est passé de 5 milles titres en 1996 à 25 milles titres en 1997.



marché boursier et de suivre les cotations avec le super CAC. De même, le CMFT est équipé du SSI (Système de Surveillance Informatique). L'objectif de ces installations informatiques se résume à éviter l'éclatement et la segmentation du processus de négociation. A cet effet, la chaîne des négociations commençant par la transmission de l'ordre et se clôturant par l'encaissement des capitaux et la livraison des titres bénéficie d'une gestion coordonnée, moderne et spécialisée.

Depuis sa création, la STICODEVAM a permis le recensement de tous les titres en circulation et leur inscription en comptes. Elle a surtout facilité le passage d'un statut de matérialisation des titres à un statut de dématérialisation au moyen de la technique de la fongibilité des titres.

La tâche de la STICODEVAM débute après une journée de négociation quand elle reçoit l'état récapitulatif des opérations passées par chacun des intermédiaires en bourse pour procéder à la compensation et au règlement. Cependant, elle ne garantit nullement le dénouement effectif des mouvements. Le délai réglementaire pour achever toutes les opérations passées en bourse est de cinq jours à partir de la date de négociation.

Si les soldes de l'intermédiaire (titres et capitaux) ne permettent pas de couvrir ses engagements, la STICODEVAM suspend ses mouvements et en informe le CFMT.

En cas de défaut de paiement ou de livraison, le législateur tunisien a prévu deux types de procédures possibles : la résolution du défaut à l'amiable ou l'intervention du FGM.

En effet, en cas de défaut titres, l'intermédiaire est mis en demeure au plus tard deux jours après la constatation de la défaillance et il est appelé à régulariser sa situation immédiatement. Si l'intermédiaire est toujours dans l'incapacité de livrer les titres, le FGM intervient et lance une procédure de rachat des titres manquants pour le compte de l'intermédiaire défaillant en proposant dans une première étape un prix équivalent au dernier cours connu plus 20% pour les titres de capital et 4% pour les titres de créance. Ces marges sont respectivement portées à 44% et 8% quand la première procédure de rachat n'aboutit pas et que le FGM propose un deuxième ramassage des titres. Quand le marché ne permet pas de livrer les titres en question, l'intermédiaire est contraint à un versement en espèces équivalent à la somme principale plus une marge de 60% (13% pour les titres de créance).

Dans le cas d'un défaut d'espèces, les sanctions sont plus sévères. En fait, l'intermédiaire défaillant qui n'arrive pas à résoudre sa situation au bout de deux jours supplémentaires au délai réglementaire risque d'être interdit de négociations⁹⁴ et d'être prononcé en cessation de paiements. Un deuxième délai de deux jours lui est accordé afin d'honorer ses engagements. A défaut, il est complètement radié et le FGM liquide ses positions.

En résumé, la création d'un dépositaire central pour la compensation et la conservation des titres et sa dotation de moyens de gestion modernes et d'une

⁹⁴ En vertu de l'article 80 de son règlement général, la bourse est habilitée à fermer l'accès au système de cotation à tout intermédiaire constaté en défaut de règlement ou de livraison ou encore en défaut de versement des contributions dues au FGM ainsi qu'en cas d'agissements contraires à l'intérêt du marché et à la sécurité des opérations.

réglementation normalisée, a permis à la procédure de règlement et de livraison des titres de se conformer aux exigences internationales. De plus, la présence d'un fonds de garantie entre les intermédiaires en bourse permet de faire face au risque lié à une défaillance définitive de la contrepartie d'un intermédiaire.

Le risque systémique, qui peut être engendré par une éventuelle faillite d'un intermédiaire et la perturbation de ses confrères, est couvert par les règles déontologiques du marché, par le contrôle du CMFT et par l'intervention du FGM.

La sécurité des épargnants est assurée par l'irrévocabilité des opérations passées en bourse, par la concomitance du règlement et de la livraison des titres, par la garantie de la bonne fin des transactions. De plus, l'ampleur des marges payées par l'intermédiaire en cas d'une première défaillance est de nature à l'inciter à éviter des incidents ultérieurs. De plus, un projet d'un fonds destiné à la protection des épargnants contre les malversations et la fraude est en préparation.

1.5.2 La périodicité et la continuité de l'information financière

Parmi les actions entreprises en faveur de la protection des petits porteurs, se distingue la réglementation de l'information financière diffusée par les sociétés émettrices. Ainsi, le législateur a mis particulièrement l'accent sur la supervision des opérations d'appel public à l'épargne en imposant aux sociétés émettrices de se plier aux conditions de qualité et de périodicité des informations concernant les décisions économiques, décisionnelles et financières.

D'abord, les sociétés émettrices sont tenues de communiquer au CMFT et à la bourse l'ordre du jour et le projet des résolutions de leurs assemblées générales qui sont ensuite mis à disposition des actionnaires. De plus, elles doivent faire part des décisions des assemblées générales extraordinaires dès leur adoption.

Ensuite, les états financiers annuels, adoptés et certifiés par un commissaire aux comptes, doivent être remis au CMFT et publiés dans un quotidien paraissant à Tunis dans un délai d'un mois après la date de leur adoption. En outre, la société émettrice est tenue de publier ses états provisoires une fois tous les six mois. En dehors de la publication des états financiers, elle est tenue de diffuser des prospectus divulguant les événements d'envergure qui peuvent apporter aux actionnaires une meilleure connaissance de la firme.

En résumé, le marché boursier tunisien est doté d'une réglementation claire et délimitée en plus d'une structure moderne et comparable aux marchés développés. La liquidité, à travers l'accent mis sur la sécurité du marché, la transparence des échanges et la protection des épargnants, est demeurée au centre des mesures de réorganisation apportées depuis la première réforme du marché en 1989.

En effet, les conditions strictes en matière de rendement et de capital diffusé et les procédures d'introduction mises à la disposition des sociétés qui s'introduisent en bourse, garantissent la liquidité des titres au début de leur vie boursière.

Ensuite, la microstructure du marché, la réglementation sur les délais de règlement et de livraison et sur les opérations particulières ainsi que l'institution d'un fonds de garantie

du marché sont de nature à assurer la célérité des échanges et leur sécurité. Ainsi, le terrain est favorable pour que les actions tunisiennes puissent bénéficier d'une bonne circulation sur le marché domestique. Cependant, les données chiffrées sur la rotation des capitaux et des titres ne confirment pas cette attente comme vous allez le voir.

Section II : L'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien

L'objet de cette section consiste à vérifier l'existence d'un véritable problème d'insuffisance de liquidité qui avait marqué le marché boursier tunisien durant la dernière décennie. Cette recherche repose sur l'analyse des aspects suivants :

La largeur du marché à travers l'évolution de la capitalisation boursière, de son rapport au PIB, du nombre des valeurs cotées et du degré de leur diversification sectorielle depuis 1990 jusqu'au mois d'août 2000.

Sa profondeur à travers l'évolution du volume des transactions, la rotation des capitaux et la rotation des titres. A ce niveau, l'analyse concerne seulement la période 1990 – 05/1998. En fait, les données détaillées sur les capitaux et les titres échangés par valeur ne sont pas disponibles pour les années suivantes. Il convient de préciser que les chiffres relatifs à la période 1990-1994 sont collectés dans les rapports d'activité de la BVMT alors que les données sur la période suivante ont été recueillies dans les rapports annuels de la Banque Centrale de Tunisie et dans ses bulletins trimestriels sur la conjoncture financière en Tunisie.

II.1 Choix des indicateurs

Le choix des indicateurs employés dans l'étude suivante s'inspire d'une part des lectures théoriques détaillées dans la première partie de ce travail, d'autre part, des résultats de l'enquête effectuée auprès des sociétés de bourse tunisiennes.

Bien que la fourchette des prix soit présentée dans la partie théorique comme étant la mesure la plus appropriée de la liquidité des marchés de titres, elle n'est pas retenue dans l'étude du marché tunisien. D'abord, elle est principalement liée à des structures de marchés avec présence de teneurs de marché. Ceci ne correspond pas au cas particulier de la bourse de Tunis où l'activité de contrepartie demeure très restreinte et exercée selon des conditions particulières. Ensuite, la mesure de la liquidité par la fourchette du marché nécessite la collecte d'une information précise sur les prix demandés et offerts instantanés. Ce type d'informations est généralement reproduit dans des bases de données élaborées et distribuées par les autorités des marchés boursiers. La bourse tunisienne n'offrait pas encore ce type de service au moment de la collecte des données chiffrées.

Pour la même raison, la liquidité ne peut être mesurée par les ratios de liquidité⁹⁵. D'ailleurs, ceux-ci s'avèrent très peu utilisés par les intermédiaires en bourse tunisiens conformément aux résultats de l'enquête. Cependant, il convient de préciser que la

⁹⁵ Rappelons à ce niveau que le ratio de liquidité mesure la variation du prix du titre en pourcentage par rapport au volume du capital échangé (sur un intervalle de temps donné). Plus le ratio est élevé, plus le marché est liquide.

bourse de Tunis dispose maintenant d'un site Internet ⁹⁶ permettant de suivre le marché en direct avec affichage des meilleures limites et les quantités demandées et offertes.

Ensuite, le flottant, c'est à dire le montant des capitaux potentiellement négociables autour du prix d'équilibre, reste une appréciation indépendante de toute observation statistique. Il est plutôt lié au flair des intermédiaires. De plus, il n'a pas été retenu comme étant un indicateur principal de la liquidité par l'ensemble des personnes interrogées dans le cadre de l'enquête.

En résumé, face à cette panoplie de mesures de la liquidité, nous avons opté pour les indicateurs suivants :

- La capitalisation boursière, son rapport au PIB, la valeur échangée, le nombre et la nature des sociétés cotées pour évaluer la largeur du marché.
- Le volume des transactions, la rotation des capitaux et des titres pour l'appréciation de la profondeur du marché.

La capitalisation boursière ou encore le rapport de la capitalisation au PIB témoignent de la taille du marché et de son degré de développement.

Ensuite, **le taux de rotation des capitaux** (ou vitesse de circulation) est le volume des capitaux traités rapporté à la capitalisation boursière. Ce taux renseigne sur la négociabilité des valeurs cotées sur le marché domestique et permet de faire la différence entre un marché de grande taille et un marché actif. En fait, un marché large, présentant une grande capitalisation boursière et un grand nombre de valeurs cotées, peut être inactif si les capitaux échangés ne représentent qu'une partie réduite de cette capitalisation ou quand ils sont collectés au titre de transactions sporadiques.

Le ratio de la valeur échangée, qui équivaut au volume des capitaux échangés rapporté au PIB, mesure la part de la valeur ajoutée nationale négociée sur un marché organisé et représente donc le degré de pénétration du marché boursier.

En outre, l'enquête sur la liquidité et l'intermédiation boursière en Tunisie montre que 86% des intermédiaires soutiennent l'utilisation du **taux de la rotation des titres** pour mesurer la liquidité des valeurs cotées.

Cette mesure est déjà adoptée par la Bourse de Tunis et utilisée dans le classement des valeurs les plus actives lors de l'analyse de l'activité du marché secondaire. De plus, ce choix semble bien convenir à un marché dont les cours des actions cotées varient entre 3 dinars et 170 dinars ⁹⁷. En effet, les échanges peuvent être amplifiés par les niveaux des cours. Ainsi, il devient pertinent d'utiliser une mesure qui permet de neutraliser cet effet des prix afin de pouvoir comparer des valeurs hétérogènes.

II.2 La Largeur

⁹⁶ Un site Internet dédié à l'organisation et l'activité du marché boursier tunisien avec une présentation détaillée des marchés et des sociétés cotées est disponible depuis août 2000 à l'adresse suivante : www.bvmt.com.tn.

⁹⁷ Selon les cours des actions cotées au 30 mai 1999.

II.2.1 Capitalisation boursière et rapport au PIB

La capitalisation boursière, indicateur principal du degré de développement des marchés boursiers, a connu une évolution positive mais irrégulière. En effet, le marché tunisien totalise 3 883 millions de dinars à la fin de 1999, soit plus de sept fois que son niveau observé en 1990. Cette évolution présente trois phases caractéristiques :

- **De 1990 à 1995** : le marché présente une progression soutenue durant les trois premières années avec une croissance annuelle de l'ordre de 40%. Ainsi, la capitalisation boursière atteint en 1993 le seuil de 1000 millions de dinars. A partir de 1994, le marché connaît une explosion des capitaux boursiers et la capitalisation culmine à un niveau historique : 3967 millions de dinars en 1995. Il a ainsi évolué selon un taux moyen de 75% entre 1993 et 1995.
- **De 1996 à 1998** : Le marché se replie en 1996 et la capitalisation boursière affiche un léger recul de 70 millions de dinars. Cependant, la situation s'aggrave en 1997 en enregistrant une baisse substantielle de 1260 millions de dinars, soit 32,4% des capitaux boursiers de l'année précédente. En 1998, le marché résiste à une dégradation plus désastreuse mais ne réussit pas à absorber les effets de la chute des cours et finit l'année avec seulement 2452 millions de dinars.

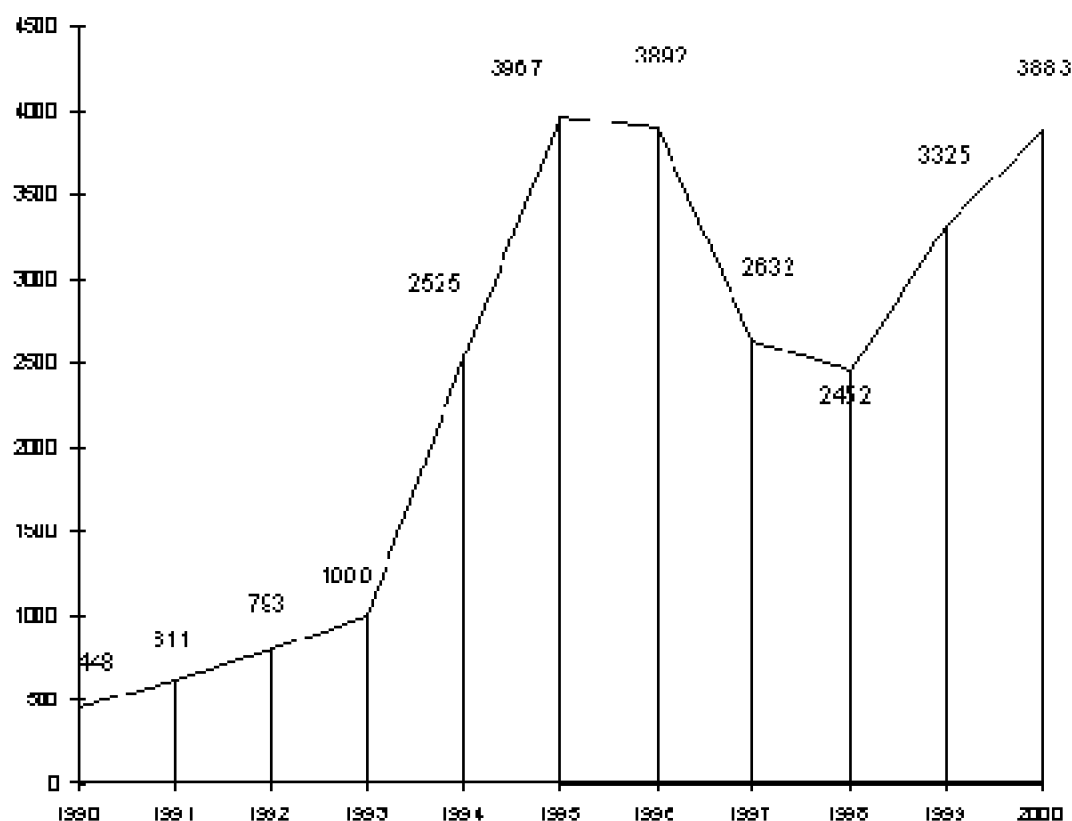


Figure 9 : Evolution de la capitalisation boursière (en millions de dinars)

Source : De 1990 à 1994 : rapports d'activité de la BVMT ; de 1995 à 2000 : statistiques de la BCT.

Depuis 1999 : En 1999, on assiste à une reprise tangible de la capitalisation boursière qui atteint un niveau de 3325 millions de dinars gagnant ainsi 873 millions de dinars. Cette reprise s'est consolidée durant l'année 2000 car le marché boursier totalise 3 883 millions de dinars à la fin de l'année.

Globalement, la capitalisation boursière a connu une croissance annuelle moyenne de 288 millions de dinars durant la dernière décennie. Cependant, il convient de modérer cette performance dans la mesure où, d'une part, ce niveau de capitalisation demeure restreint comparativement à des marchés émergents similaires tels que l'Egypte et le Maroc. D'autre part, le rapport de la capitalisation boursière au PIB a connu une évolution très irrégulière.

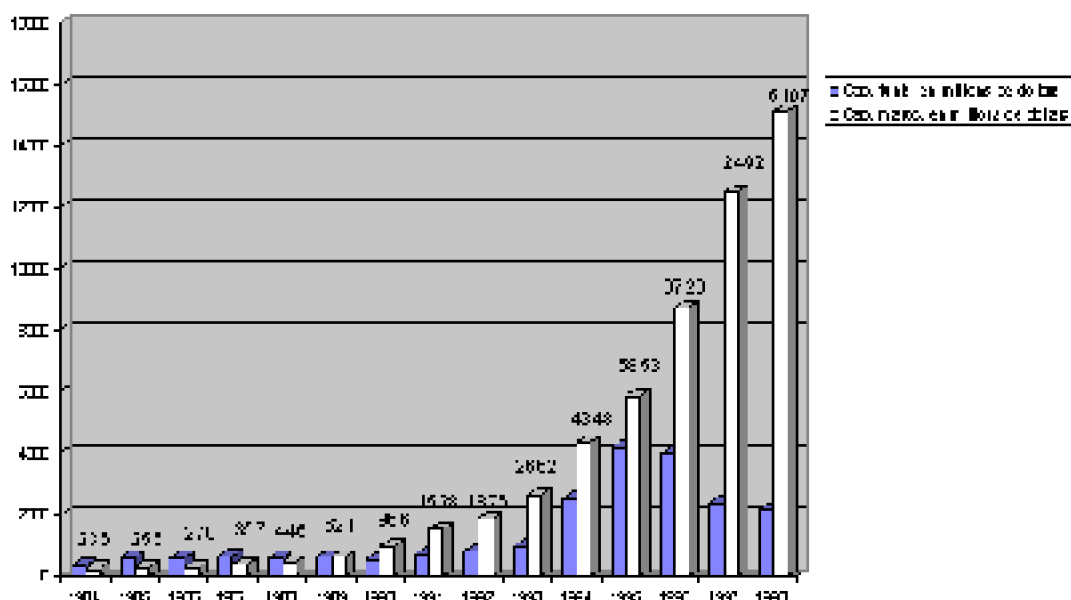


Figure 10 : Evolution de la capitalisation boursière sur le marché marocain

Source : De 1984 à 1993 : Rapport de la S.F.I. en 1994. De 1994 à 1998 : www.maroc-finance.com . Les données sont traitées conformément aux taux de change annuels (voir annexe7)

En effet, le rapprochement de la capitalisation du marché tunisien de celle observée chez son homologue marocain confirme son irrégularité et son niveau relativement bas. Depuis 1984, le marché marocain a vu son seuil de capitalisation évoluer d'une manière plus stable et expansive amenant ainsi le montant des capitaux boursiers de 966 millions de dollars en 1990 à 15 107 millions de dollars à la fin de 1998. La tendance a ainsi été renversée par rapport à la période 1984-1989 où le marché tunisien dépassait le degré de développement du marché marocain.

De plus, la part des capitaux boursiers dans la valeur ajoutée nationale demeure assez limitée même si elle a enregistré une évolution positive durant ces dix dernières années. En fait, après une croissance continue entre 1990 et 1995 où le rapport de la

capitalisation boursière au PIB passe de 4,42% à 22,40% on assiste à partir de 1996 à une régression ramenant ce rapport à seulement 10,8% en 1998. Une légère amélioration est ressentie en 1999 où ce rapport gagne 3%.

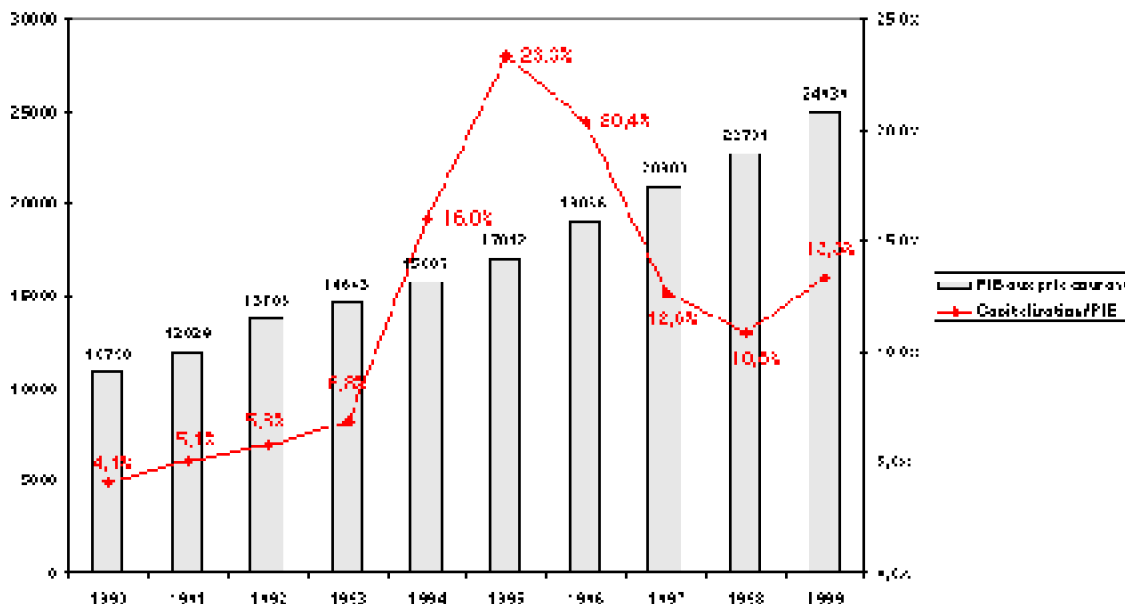


Figure 11 : Capitalisation boursière par rapport au PIB (en millions de dinars)

De plus, le rapport de la variation de la capitalisation boursière à l'accroissement de PIB permet de conclure que le marché boursier tunisien n'a pas profité de la croissance économique connue ces dernières années. En effet, l'accumulation des capitaux boursiers a globalement évolué d'une manière plus lente que le PIB à l'exception des années 1994 et 1995 où la capitalisation boursière a augmenté d'une manière plus que proportionnelle (133% en 1995). D'ailleurs, les années 1996-1998 ont été marquées par une évolution inverse à la croissance économique.

II.2.2 Concentration du marché

Le marché boursier tunisien compte 44 sociétés cotées d'une manière permanente à la fin de l'année 2000. Suite à un assainissement de l'ancienne cote officielle en 1990 qui avait ramené le nombre des valeurs à 13, les introductions se sont limitées à une moyenne annuelle de deux nouvelles sociétés entre 1991 et 1994.

En revanche, le marché a été particulièrement enrichi avec une douzaine d'introductions durant 1996 et 1999. L'année 1999 est particulièrement exceptionnelle car excepté Général Leasing, les cinq nouvelles valeurs admises à la cote de la bourse n'appartiennent pas au secteur financier.

En effet, en plus du nombre restreint des entreprises cotées, la cote de la bourse tunisienne souffre d'une forte concentration sectorielle en faveur du secteur financier. Il représente 56% de l'ensemble des titres admis (banques, sociétés de leasing, sociétés d'investissement et compagnies d'assurances).

Hormis quelques sociétés de l'industrie chimique et du commerce agroalimentaire, le

marché offre essentiellement des valeurs des banques de la place. Le secteur touristique reste particulièrement à l'écart du circuit boursier dans la mesure où il existe actuellement une seule société touristique cotée : PALM BEACH Hôtel. Cette concentration sectorielle défavorise l'investissement en valeurs mobilières faute d'opportunités de diversification.

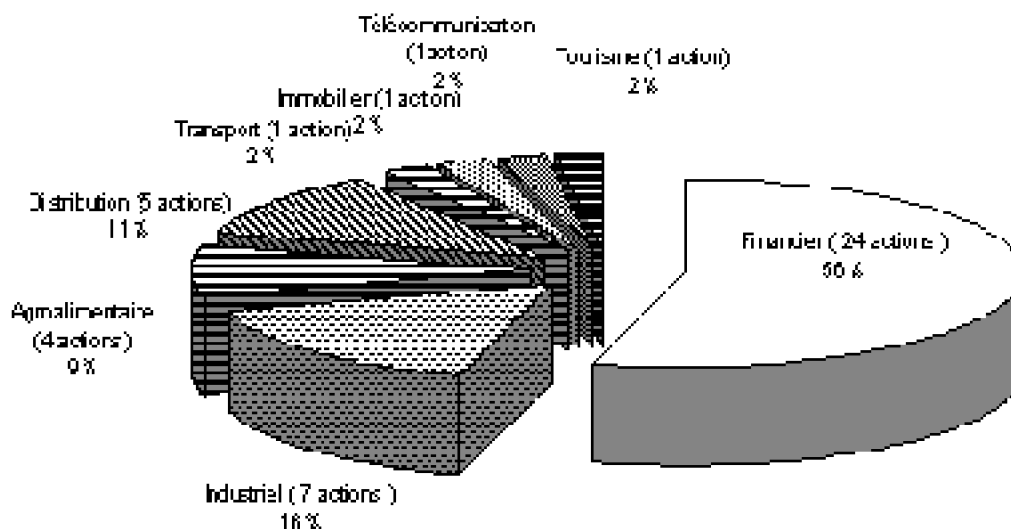


Figure 12 : Marché tunisien: Répartition sectorielle des sociétés cotées en 2001

Néanmoins, elle n'est pas caractéristique du marché tunisien comparativement à son voisin marocain. Ce dernier comptait 24 actions appartenant au secteur financier parmi 54 valeurs cotées à la fin de 1999. En revanche, le secteur industriel est plus présent et mieux diversifié dans le cas marocain. Celui-ci offre 15 valeurs appartenant à divers secteurs d'activité (métallurgie, chimie, production de papier et même une raffinerie de pétrole).

La majorité des sociétés industrielles cotées sur la bourse de Tunis appartiennent cependant au secteur de l'industrie chimique. Finalement, le secteur touristique reste quasiment absent dans les deux cas.

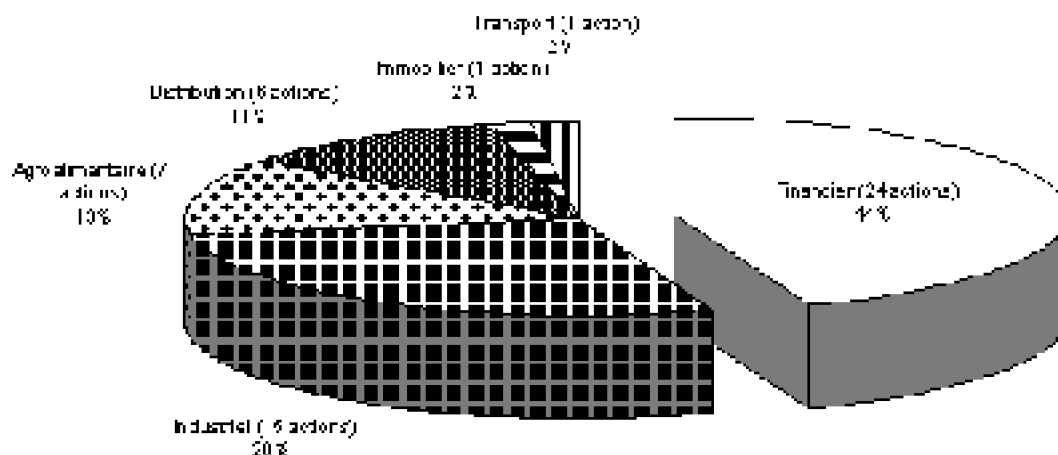


Figure 13 : La répartition sectorielle des actions cotées sur le marché boursier marocain à la fin de 1999

En résumé, le marché boursier tunisien est un marché étroit. L'étendue de sa capitalisation boursière demeure restreinte. Le rapport de la capitalisation boursière au PIB est limité et l'ensemble des entreprises cotées est caractérisé par la dominance du secteur financier.

II.3 La Profondeur

II.3.1 Marché global

Les capitaux traités

Le volume global des capitaux échangés sur la période 1990-2000 a évolué de la même manière que la capitalisation boursière. Dans ce sens, après une période de croissance soutenue allant de 1990 à 1993 profitant essentiellement au marché hors cote, le marché secondaire montre une évolution spectaculaire en 1994 et en 1995.

D'une part, le volume des échanges atteint le niveau substantiel de 927 millions de dinars. D'autre part, les transactions ont porté sur des valeurs de la cote pour la première fois de l'histoire de la bourse tunisienne.

Cependant, les transactions se sont raréfiées en 1996 en dépit de l'introduction de six nouvelles sociétés et malgré la baisse du taux du marché monétaire. Ainsi, les échanges ont régressé sur tout le marché et la cote de la bourse a fini l'année 1997 avec seulement 287 millions de dinars.

En 1998, les échanges reprennent activement sur le marché global et amènent le niveau des capitaux traités à 929 millions de dinars. Cette reprise a essentiellement touché le marché hors cote qui a profité d'une enveloppe de 663 millions de dinars imputables à des opérations d'enregistrement suite à la privatisation de deux cimenteries.

En revanche, le marché permanent continue à régresser pour atteindre le niveau de 234 millions de dinars, soit une perte de 70% par rapport à 1994.

La deuxième baisse du taux de marché monétaire annoncée en 1999 ainsi que l'introduction durant la même année de six nouvelles sociétés semble apporter un nouveau souffle au marché secondaire. Les échanges reprennent alors activement et le marché totalise 552 millions de dinars à la fin de 1999. La reprise des échanges se consolide durant l'année 2000 et le volume des transactions culmine à 1804 millions de dinars en privilégiant légèrement la cote de la bourse avec 919 millions de dinars de transactions.

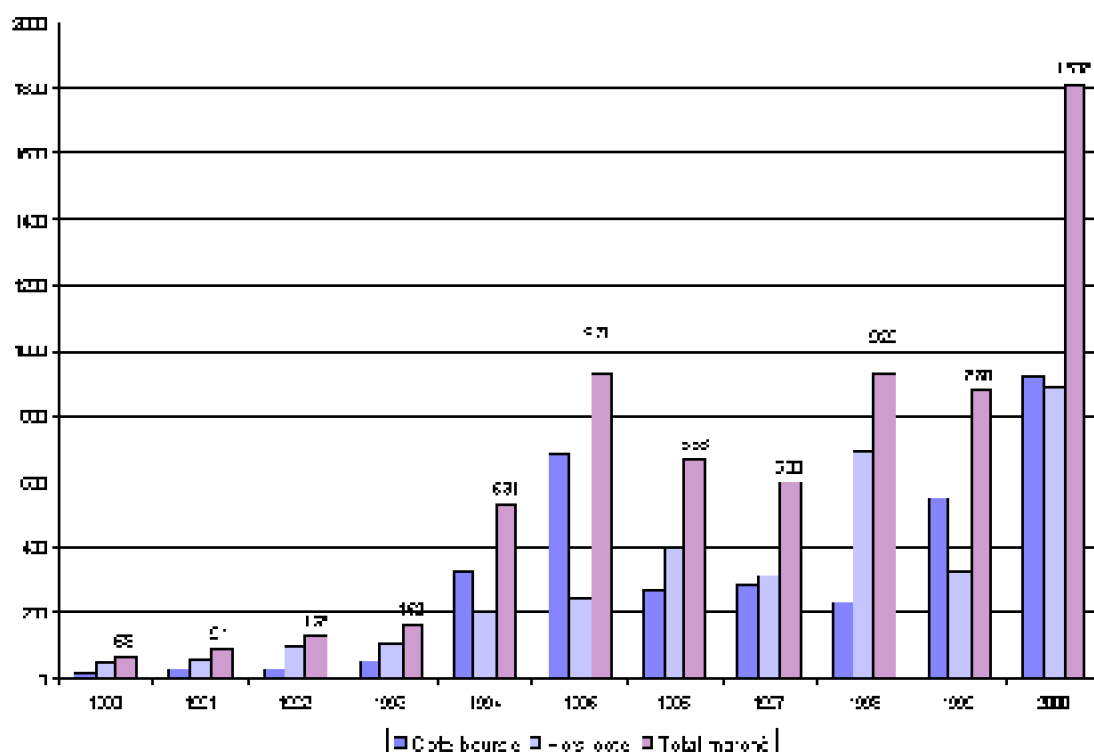


Figure 14 : Capitaux traités (en millions de dinars)

De la même manière que la capitalisation boursière, l'évolution du volume des échanges dans le cas tunisien reste en dessous du niveau réalisé sur la bourse marocaine.

En fait, le volume des transactions sur le marché marocain a connu une évolution positive sur l'ensemble de la période 1993-1999 à l'exception de l'année 1996 où les capitaux échangés enregistrent un recul de 375 millions de dollars.

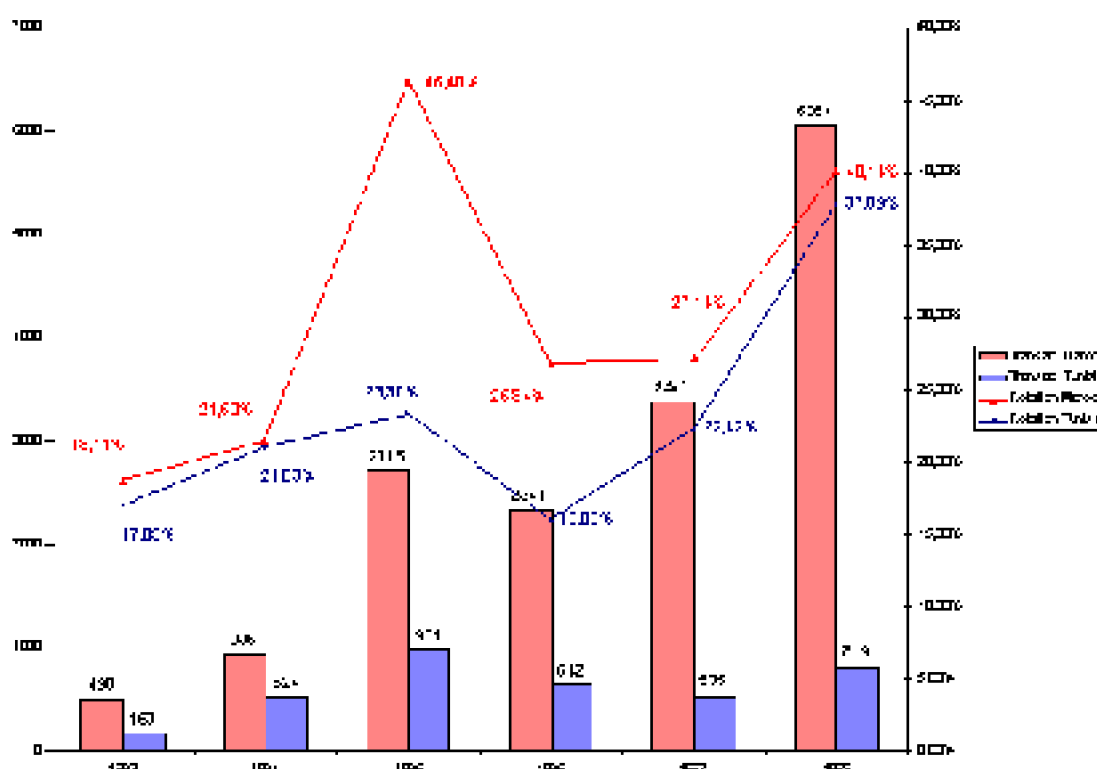


Figure 15 : Rotation des capitaux sur la bourse de Tunis et la bourse de Casablanca

Néanmoins, les taux de rotation des capitaux⁹⁸ sur les deux marchés demeurent presque similaires. Dans le cas marocain, la rotation des capitaux a évolué entre 19% et 40% entre 1990 et 1998 avec un saut en 1995 en enregistrant un taux exceptionnel de 46%. Quant au cas tunisien, ce rapport a enregistré une évolution similaire en allant de 16% en 1993 à 38% en 1998 avec une baisse exceptionnelle en 1996 où la liquidité en terme de rotation des capitaux est revenue au niveau de 16%.

Après une légère récession en 1996, le marché marocain se ressaisit. La reprise des échanges en 1998 est attribuée à la réduction de la commission perçue au titre des transactions, ramenée de 0.39% à 0.24%. La décision de réduire le coût de transaction sur le marché marocain a également englobé les redevances touchées sur les opérations d'introductions et de centralisation des OPV.

En revanche, les actions entreprises à l'égard du marché boursier tunisien sont d'ordre fiscal. En effet, après avoir réduit le taux du marché monétaire d'un point (de 6.875% à 5.875%) en février 1999, les autorités tunisiennes décident en juillet 1999 de baisser le taux d'impôt sur les bénéfices pour les sociétés qui s'introduisent en bourse et ce durant cinq ans à partir de leur date d'admission. De plus, un plan d'épargne en actions a été institué. Il apporte à son titulaire un dégrèvement fiscal des sommes collectées dans une limite de 5000 dinars et à condition qu'elles ne dépassent pas 50% de l'impôt redevable.

⁹⁸ Le ratio de rotation des capitaux équivaut au montant des capitaux échangés rapporté à la capitalisation boursière. De même, le taux de rotation des titres rapporte le nombre des titres traités au nombre total des titres admis.

Les titres traités

Le nombre de titres traités a évolué d'une manière soutenue de 1990 à 1994 en se multipliant par 12 entre les deux dates. En revanche, cette activité a profité d'une manière indiscutable au marché hors cote. Celui-ci a cumulé 9551 milliers de titres en 1992 contre seulement 2592 milliers de titres sur les marchés de la cote.

L'année 1994 a permis d'équilibrer cette situation et la cote de la bourse devance le marché hors cote en 1995 avec 22 millions de titres contre 12 millions sur le marché hors cote.

Après avoir atteint un seuil très important en 1995 en totalisant 34 millions de titres, la liquidité du marché global régresse en 1996. Outre la baisse des cours, les mouvements des titres ont diminué en chutant jusqu'à 27 millions de titres, soit une baisse de 19%.

L'introduction du NSC en 1997 n'a pas seulement profité aux échanges en terme de capitaux traités, mais elle a également amélioré les montants des titres échangés. Le nombre des titres échangés est remonté au-dessus de 33 millions et l'activation des échanges a profité à la cote de la bourse qui se rattrape sur le retard accusé en 1996.

Au même titre que les échanges en terme de capitaux traités, les années 1999 et 2000 ont été exceptionnelles. Le nombre des titres traités enregistre une évolution de 54% en 1999 et culmine à 58,5 millions de titres à la fin de l'année 2000.

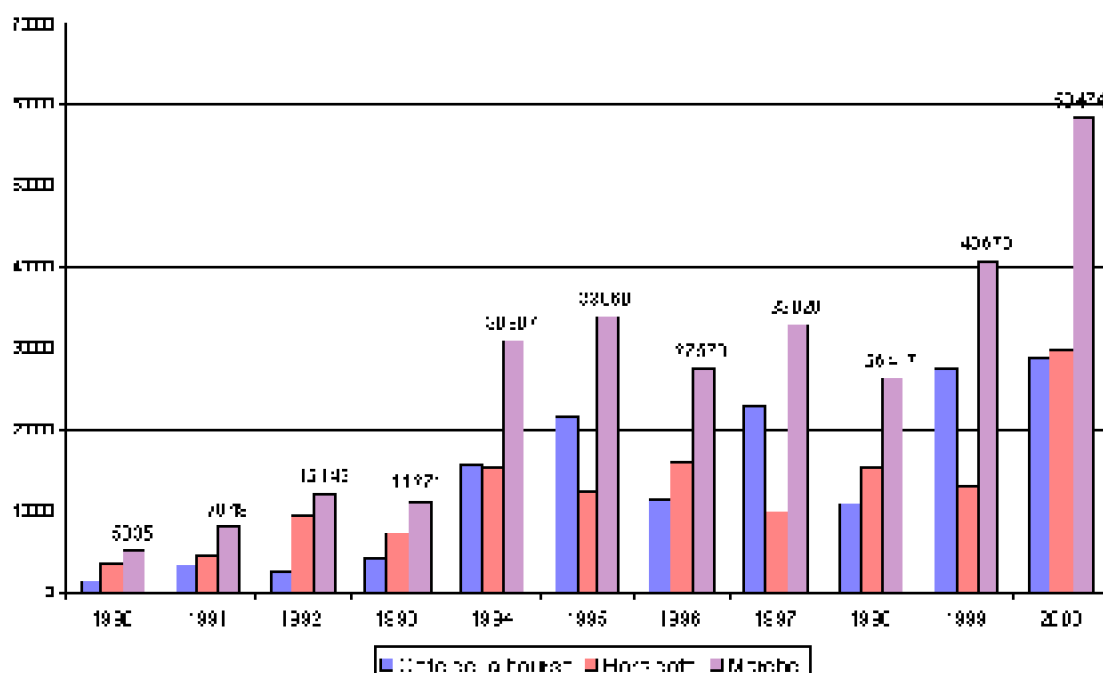


Figure 16 : Titres traités entre 1989 et 2000 (en milliers)

Les analyses ci-dessus montrent que le volume des échanges sur le marché boursier tunisien fluctue d'une année à une autre selon la conjoncture boursière. Néanmoins, il est resté limité par rapport à l'étendue de la capitalisation boursière et comparativement aux niveaux enregistrés sur le marché marocain. Il devient ainsi légitime de dire que l'activité

du marché tunisien est restreinte en dépit de quelques années glorieuses.

Dans ce qui suit, l'étude est consacrée au marché tunisien des actions. Ce sont les échanges portant sur les titres des sociétés cotées d'une manière permanente qui traduisent au mieux la liquidité d'un marché boursier. En effet, les échanges portant sur des valeurs de Trésor ou des obligations des organismes privés ne reflètent pas réellement la négociabilité des titres mais ils sont plutôt liés à une aversion au risque. Ils témoignent surtout du profil des investisseurs domestiques.

Par ailleurs, la cote occasionnelle est réservée à des opérations ponctuelles qui ne renseignent pas sur une tendance durable de la liquidité du marché même si elles portent sur des quantités substantielles.

II.3.2 Le marché des actions

Les capitaux traités

Le marché des actions est le compartiment le plus actif de la cote de la bourse. Ce premier accueille en moyenne 90% des capitaux traités.

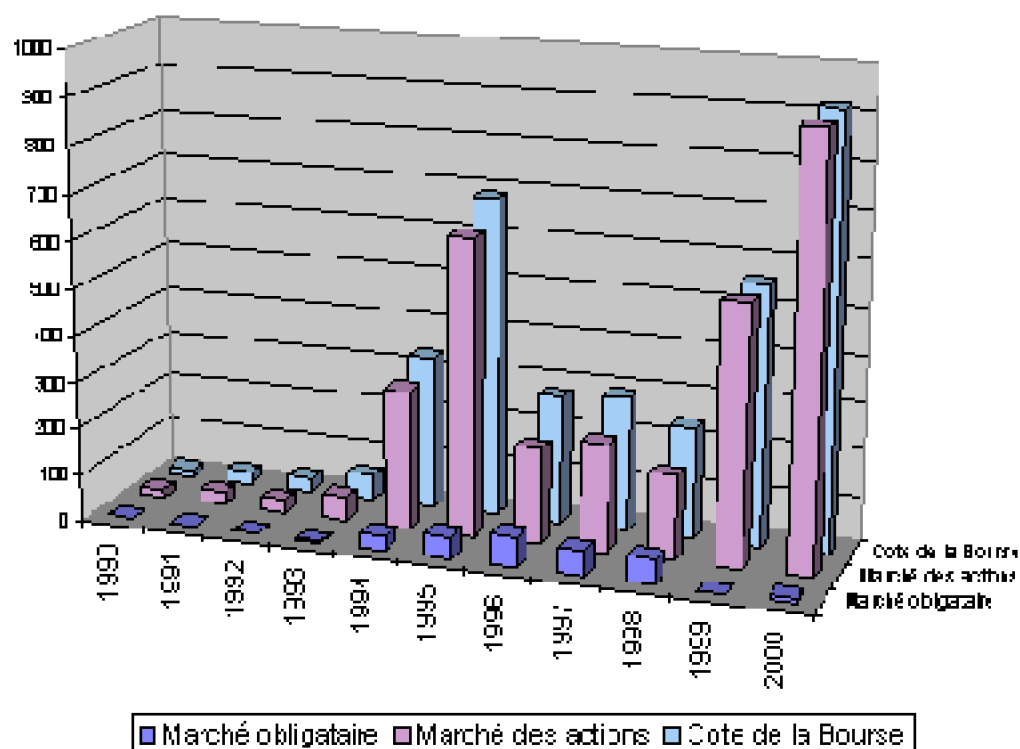


Figure 17 : Physionomie des échanges sur la cote de la bourse (capitaux traités en millions de dinars)

Cependant, son activité demeure restreinte comparativement à l'étendue de la capitalisation boursière totale et par rapport au PIB.

En effet, la rotation des capitaux sur le marché des actions a représenté une part

réduite de la capitalisation boursière. Ce rapport a oscillé entre 3,4% en 1992 et 23,4% en 2000, soit une moyenne de 9,6% durant la dernière décennie. De plus, la rotation de la valeur échangée⁹⁹ n'a jamais dépassé le seuil de 3,7%.

Année	Volume de transaction (VT)	Capitalisation Boursière (CB)	PIB	VT/CB	VT/PIB
1990	15,8	448	10798	3,5%	0,1%
1991	26,8	611	12029	4,4%	0,2%
1992	27	793	13706	3,4%	0,2%
1993	52	1000	14663	5,2%	0,4%
1994	298,2	2525	15807	11,8%	1,9%
1995	635,1	3967	17012	16,0%	3,7%
1996	206,9	3892	19066	5,3%	1,1%
1997	230,4	2632	20900	8,8%	1,1%
1998	181,3	2452	22701	7,4%	0,8%
1999	552,7	3325	24939	16,6%	2,2%
2000	909	3883	*	23,4%	*
Moy.	*	*	*	9,6%	1,2%

Unité: Millions de dinars Source: De 1990 à 1993: rapports d'activité de la BVMT; De 1994 à 2000: Statistiques financières de la BCT.

De la même manière que le reste des indicateurs boursiers, l'activité du marché des actions a connu une évolution irrégulière et a souffert de la période de récession entre 1996 et 1998.

Ainsi, après avoir décollé en 1994 et en 1995 en atteignant respectivement 298 et 635 millions de dinars, la chute des cours en 1996 a ramené le niveau des capitaux échangés à 207 millions de dinars. La vitesse de circulation des capitaux sur le marché des actions est alors passée de 16% en 1995 à seulement 5,3% en 1996.

Malgré une légère reprise en 1997, la liquidité est restée très réduite avec des taux de rotation de 8.8% en 1997 et 7,4% en 1998.

Bien que le marché des actions ait connu un niveau de liquidité assez élevé en 1995 avec un taux de rotation de 16%, l'année 2000 se distingue avec une vitesse de circulation des capitaux de 23,4%.

En conclusion, la vitesse de circulation des capitaux boursiers est limitée sur le marché des actions. De plus, les capitaux qui y sont échangés représentent une proportion réduite de la valeur économique nationale. Il devient donc légitime d'évoquer une insuffisance de liquidité sur le marché des actions. Cette situation peut s'expliquer par une concentration des transactions sur un nombre réduit des valeurs cotées.

Il devient donc opportun de procéder à une analyse approfondie en terme de capitaux traités et taux de rotation par action.

⁹⁹ La rotation de la valeur échangée est le volume de transactions de la cote rapporté au PIB. Elle renseigne sur le degré d'attraction du marché boursier pour les sociétés domestiques.

II.3.3 Les valeurs les plus actives

Le classement annuel des valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés montre que durant toute la période 1990-1998, quatre actions sur cinq parmi les plus échangées appartiennent au secteur bancaire.

Arrivent ainsi en tête les actions BIAT (Banque Internationale Arabe de Tunisie) et STB (Société Tunisienne de Banque) qui ont réussi chaque année à conserver une place parmi cinq actions les plus actives.

La BIAT s'est accaparée une moyenne de 20% des échanges réalisés entre 1990 et 1993 et a profité de 33% des transactions conclues en 1994. Parallèlement, la STB s'est réservée 16.5% des échanges réalisés sur la période étudiée avec un pic en 1990 en totalisant un montant de capitaux traités égal à 3,8 millions de dinars.

Depuis 1995 et l'admission à la cote de l'action TUNAIR, l'action de la compagnie nationale du transport aérien attire une grande partie des échanges. En effet, elle a intéressé les investisseurs avec sa position sectorielle quasi monopolistique en récupérant 13% des transactions réalisées entre 1996 et 1998. En réalité, la compagnie demeure la seule société non financière qui a concurrencé les actions des banques durant la période de marasme du marché boursier tunisien.

L'action ALKIMIA demeure la vedette de 1998. Pour la première fois depuis son introduction en 1996, l'action réussit à atteindre un niveau assez élevé des échanges. En fait, avec 4,6 millions de dinars, ladite action s'est réservée 7,8% des capitaux traités sur le marché des actions.

Néanmoins, la situation semble basculer en faveur des sociétés non financières à partir de 1999. En effet, ce sont les actions SFBT , MAGASIN GENERAL et SIAME qui ont profité respectivement de 14,6 et 7,6 millions de dinars à la fin de février 2000.

Par ailleurs, il convient de préciser que plusieurs valeurs ont enregistré des seuils de liquidité exceptionnels durant leur première année d'admission. Ainsi, ICF introduite en 1993 a été échangé durant cette année pour 4,6 millions de dinars, soit 10,3% des capitaux traités.

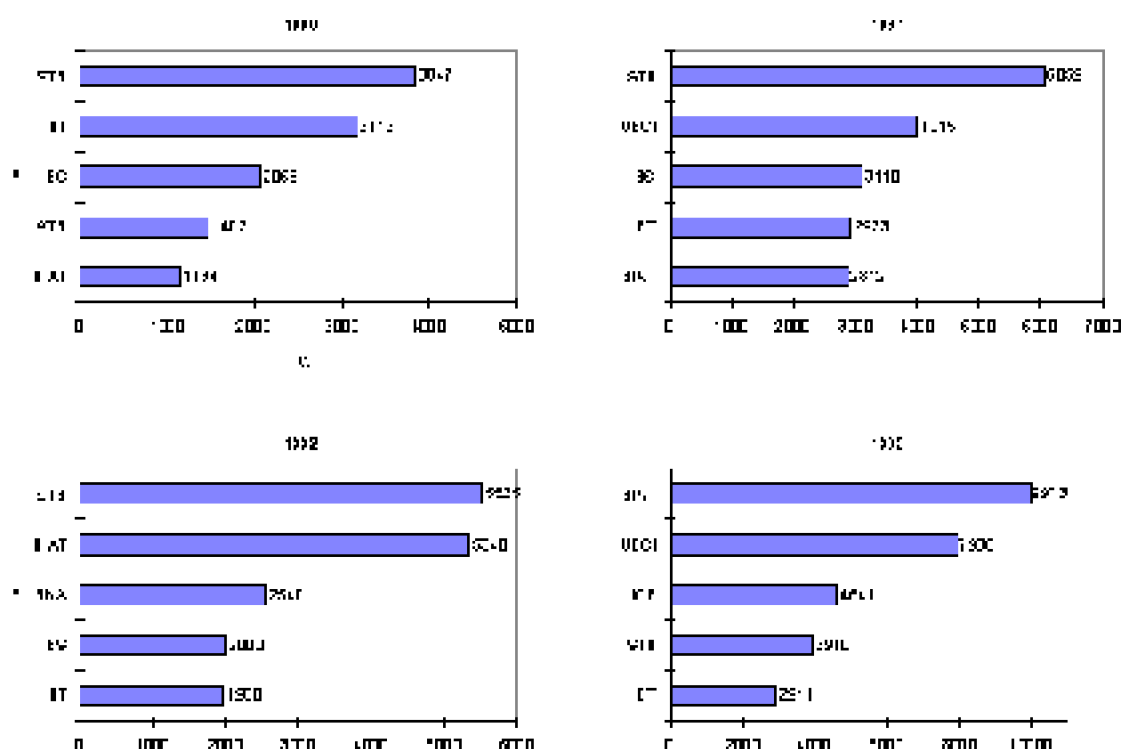
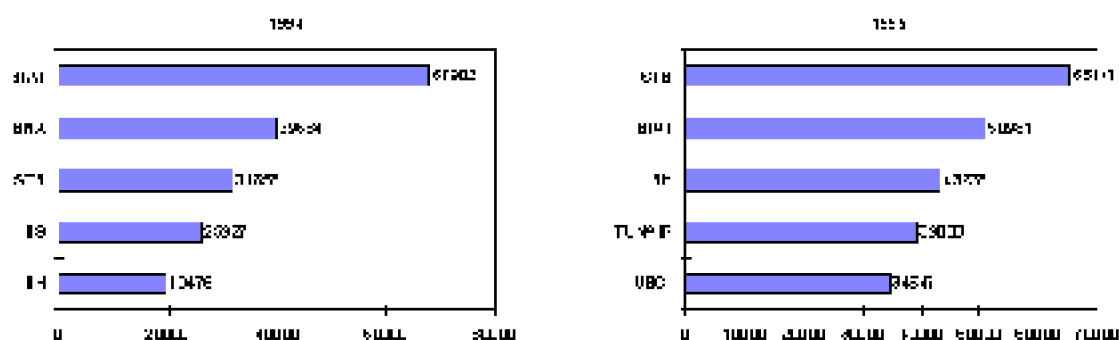
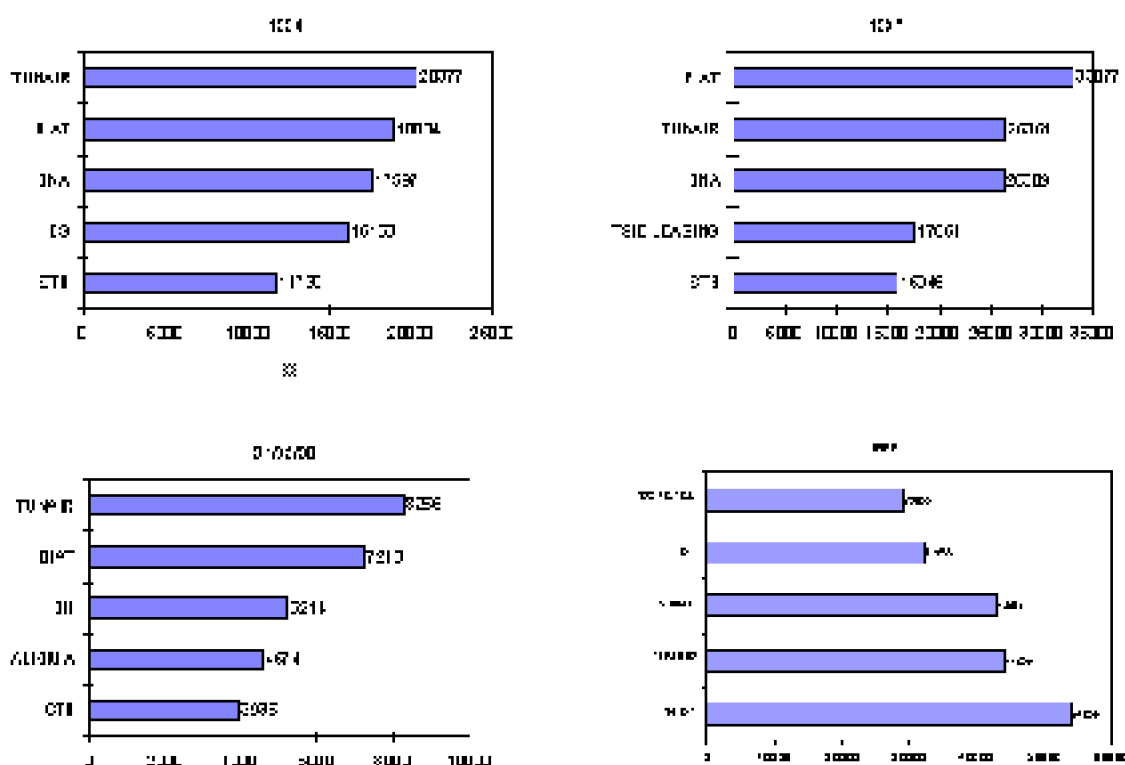


Figure 18 : Les actions les plus actives en terme de capitaux échangés (milliers de dinars)





Source: "Guide des sociétés cotées", BVMT.

En résumé, l'hypothèse de la concentration des transactions en faveur des sociétés financières est vérifiée. Ceci semble concorder avec la présence dominante du secteur dans l'ensemble des valeurs cotées.

Ceci étant, le palmarès des valeurs tunisiennes ne se présente pas de la même manière si l'analyse porte sur les taux de rotation des capitaux boursiers au lieu d'une comparaison simple en terme de montant global des capitaux traités.

Bien que le secteur financier soit globalement resté le plus performant avec la liquidité supérieure de certaines actions, le classement des valeurs actives en terme de rotation des capitaux a permis à des actions discrètes de se différencier par leur liquidité exceptionnelle.

En effet, la BTEI qui n'apparaît pas du tout parmi les actions les plus échangées en terme de capitaux traités, se trouve en tête de liste durant l'année 1995 lors du boom boursier en Tunisie. Elle excelle ainsi avec un taux de rotation de 63% et conserve sa première place en 1996 avec une rotation équivalente à 42%. L'action BTEI continue à apparaître dans l'ensemble des actions les plus actives en 1997 et en 1998.

L'action STB illustre parfaitement le cas d'une valeur dont le marché est large et inactif. En effet, bien qu'elle soit échangée en grandes quantités, les transactions portent sur une partie réduite des capitaux admis. Les capitaux échangés sur le marché de l'action représentent en moyenne 10% de l'ensemble des capitaux disponibles.

De plus, des actions de faible capitalisation qui n'ont pas totalisé des enveloppes

importantes de capitaux traités se distinguent parfois par leur liquidité en terme de rotation. Ceci est le cas des actions STIL, TSIE LAIT ou encore AMS qui sont classées comme étant des valeurs actives en 1992, en 1993 et en 1995.

Par ailleurs, l'analyse en terme de rotation montre que durant la période de crise, les transactions se sont orientées vers les valeurs des sociétés de leasing. En effet, l'action TSIE LEASING, qui figurait déjà parmi les valeurs les plus performantes depuis 1992, arrive en première place en 1997 avec un taux de rotation de l'ordre de 56%. De même, ses homologues CIL et ATL ont réussi à décrocher des places parmi les valeurs les plus liquides en 1997 et 1998 avec des taux de rotation respectifs de 24% et 11,8%.

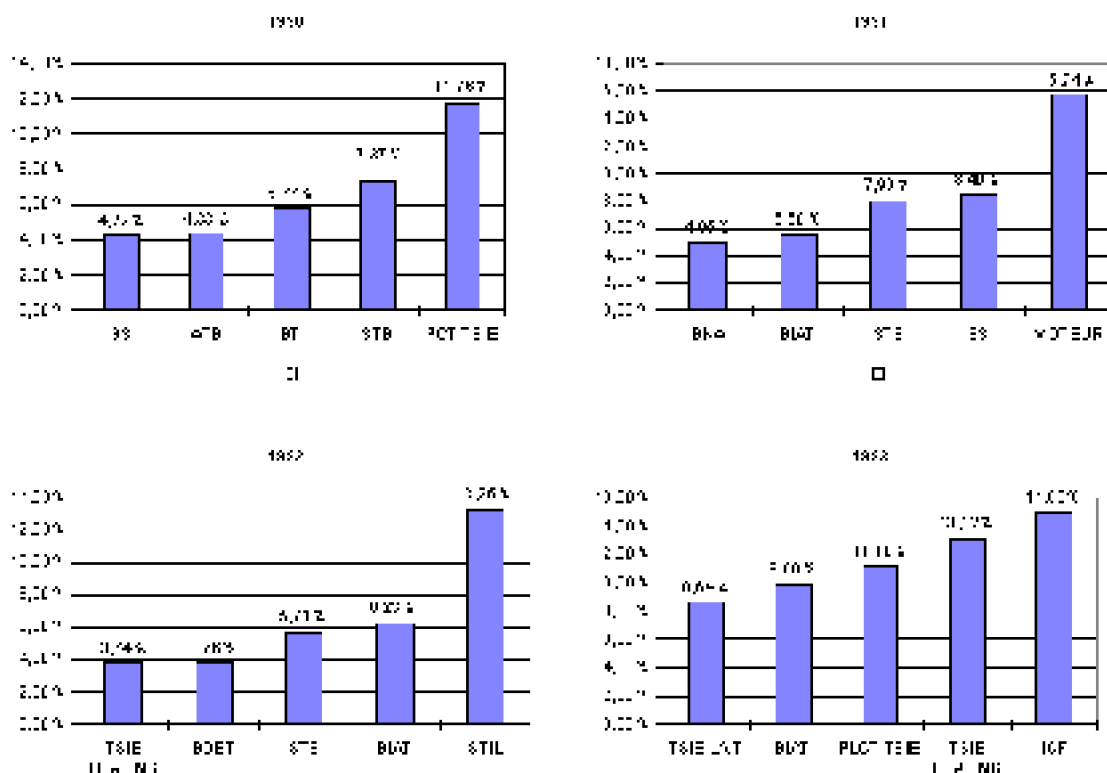
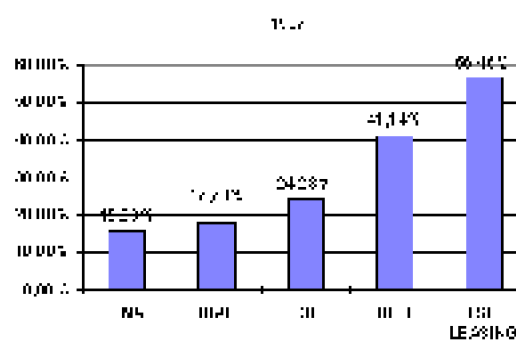
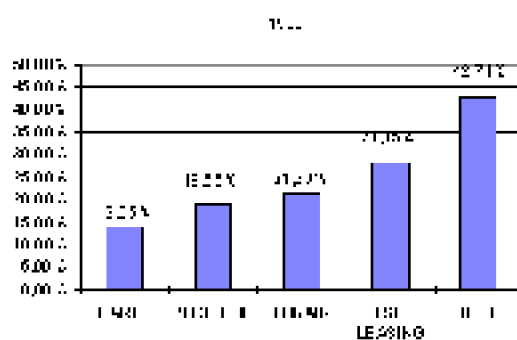
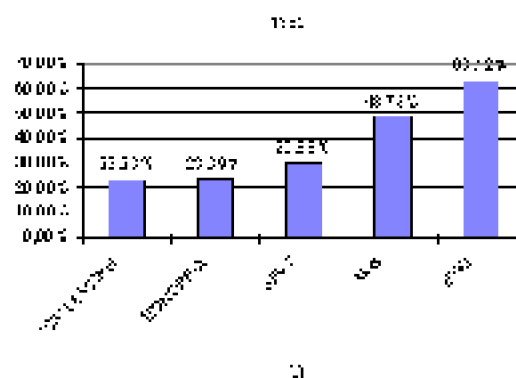
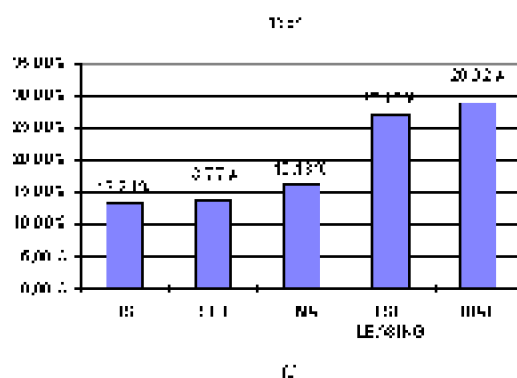
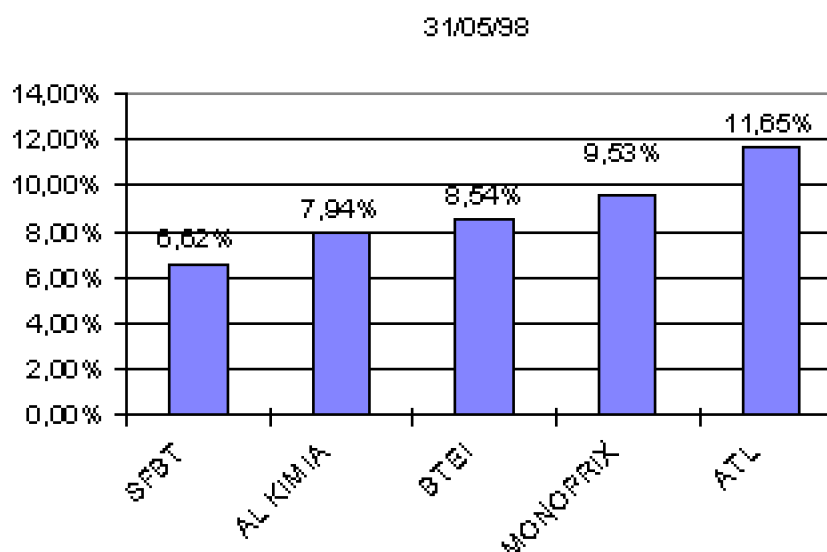


Figure 19 : Les actions les plus actives en terme de rotation des capitaux





En résumé, l'ensemble des valeurs liquides diffère d'une année à une autre. Il n'existe pas ainsi de valeurs durablement liquides. Néanmoins, l'étude précédente a concerné le comportement individuel des actions. Nous étendons l'analyse à l'étude de la liquidité au sein des classes de capitalisation.

II.4 Liquidité et seuils de capitalisation

Les études théoriques¹⁰⁰ mettent en exergue une relation positive entre le seuil de capitalisation d'un titre et son niveau de liquidité. Ces études reposent sur deux idées principales.

D'une part, le cours boursier d'un titre renseigne sur la taille de la firme. Les grandes entreprises sont supposées être plus rentables et attirent les investisseurs.

D'autre part, les fortes capitalisations boursières permettent de dégager des économies d'échelles sur le coût de transaction. En effet le coût de transaction unitaire, par unité monétaire investie, est une fonction décroissante des capitaux investis. De plus, étant donné que les titres chers sont plus échangés, l'incertitude sur la valeur diminue grâce à l'activité du marché du titre. Cette situation demeure vraie même pour les market makers dont la fourchette est moins élevée sur les titres à forte capitalisation boursière.

Les titres dont les cours boursiers élevés (forte capitalisation boursière) attirent les investisseurs et bénéficient de plus d'échanges au détriment des petites valeurs. Les "small caps" passent alors inaperçues derrière les grandes capitalisations et leurs cours demeurent stationnaires, sinon sanctionnés par le marché.

Dans ce qui suit, il est question de vérifier cette proposition théorique dans le cas particulier du marché des actions tunisien.

L'étude de la liquidité des actions en fonction de leurs seuils de capitalisation est

¹⁰⁰ Demsetz (1968), Benston & Hagerman (1974), Cooper, Loeb (1983), Groth et Avers (1985), Amihud & Mendelson (1986)...

réalisée selon deux éléments : les capitaux échangés et la rotation des capitaux. La recherche de cette linéarité entre le seuil de capitalisation et la liquidité d'un titre n'est pas prouvée à travers l'étude individuelle des actions. Il a donc été plus pertinent de regrouper les actions en quatre classes de capitalisation¹⁰¹ : Faible, Moyenne, Assez forte et Forte.

Ce classement est effectué en préservant le même nombre d'actions par classe. Un nombre inégal d'observations peut amplifier le seuil de capitalisation de la classe. Le seuil de capitalisation par classe est la moyenne des capitalisations boursières des actions appartenant à cette classe.

De même, le niveau des capitaux échangés par classe est la moyenne des capitaux échangés par action. Le taux de rotation affecté à chaque classe est le rapport de la moyenne des capitaux échangés au seuil de capitalisation¹⁰².

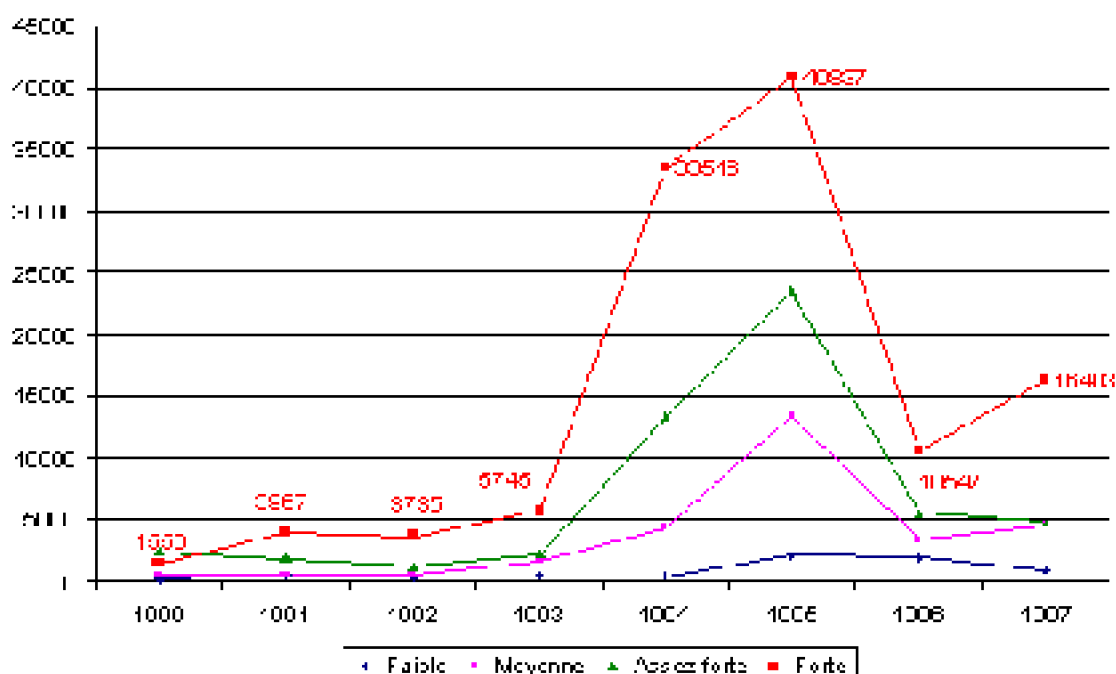


Figure 20 : Le niveau des capitaux traités par classe de capitalisation (milliers de dinars)

Conformément aux résultats de cette étude, il existe une relation positive entre le seuil de capitalisation d'une classe et la moyenne des capitaux échangés sur les marchés des actions qui la constituent. Ainsi, les firmes hautement capitalisées profitent de volumes de transactions importants. Inversement, les petites valeurs souffrent de la carence des échanges et concernent donc peu de capitaux boursiers.

¹⁰¹ L'idée de regrouper les valeurs par classe de capitalisation est inspirée des travaux mentionnés ci-dessus. Le traitement des données et la classification des titres selon leur seuil de capitalisation sont exposés dans le document annexe à cette thèse, intitulé "La liquidité de la cote officielle tunisienne: volume des échanges et rotation des capitaux".

¹⁰² L'analyse porte sur les années 1990-1997 par ce que nous ne disposons pas des données relatives aux années suivantes. Il s'agit particulièrement de la capitalisation par action et du nombre des titres admis par action.

Ceci demeure la tendance générale du marché tunisien des actions sur l'ensemble de la période étudiée à l'exception de l'année 1990. En effet, c'est la classe "capitalisation assez forte" qui a relativement profité de plus d'échanges. Cette singularité s'explique par l'appartenance à cette classe de l'action STB qui a accumulé 3,8 millions de dinars contre une moyenne de la classe de 2,5 millions de dinars par action.

Concrètement, cette relation proportionnelle entre le niveau de capitalisation et le volume des capitaux échangés reflète parfaitement l'aspect attrayant dont jouissent les firmes de grande taille. En effet, par la consolidation de leurs cours boursiers, les grandes valeurs attirent les investisseurs et particulièrement les institutionnels. Ainsi, échangées en grandes quantités, ces valeurs bénéficient d'une liquidité meilleure au détriment des petites firmes dont les performances limitées constituent un frein à leur liquidité.

Dans le cas particulier du marché tunisien des actions, cette relation positive, entre le seuil de capitalisation d'une classe et le volume des échanges, peut être attribuée à la typologie des sociétés constituant les classes "forte capitalisation" et "assez forte capitalisation". En effet, dans la majorité des cas observés, les actions les plus capitalisées sont les valeurs du secteur bancaire¹⁰³. Ces sociétés possèdent généralement sous leur tutelle des sociétés de bourse et/ou des sociétés d'investissement. Il leur devient alors plus facile de régulariser leurs marchés grâce à des interventions massives.

Cependant, il convient de relativiser ces conclusions parce que l'étude en terme de vitesse de circulation des capitaux par classe de capitalisation donne lieu à des constatations différentes. En fait, la rotation des capitaux au sein d'une classe semble évoluer en fonction de la conjoncture boursière et non pas en fonction de la taille des valeurs.

¹⁰³ Voir annexe pour la composition des classes de capitalisation. Dans la plupart des cas, les valeurs bancaires constituent entre 80% et 100% des éléments de la classe "forte capitalisation".

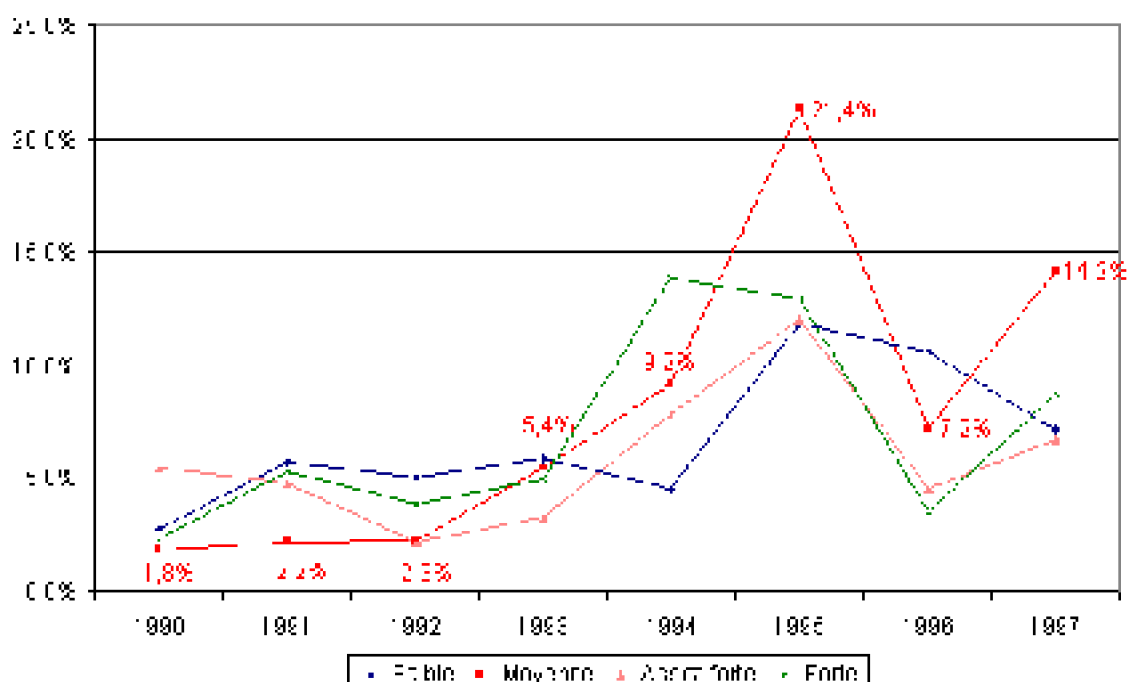


Figure 21 : Vitesse de circulation des capitaux par classe de capitalisation

Concrètement, durant l'année 1990, qui constitue le commencement d'une véritable activité boursière sur le marché tunisien, on constate une meilleure rotation des capitaux boursiers des valeurs appartenant aux classes "faible capitalisation" et "assez forte capitalisation". Cette situation semble refléter un comportement timide de la part des investisseurs qui testent encore le marché.

Ainsi, l'année 1991 a offert aux actions hautement capitalisées une liquidité meilleure. En effet, la vitesse de circulation des capitaux dans cette classe est passée de 2,3% en 1990 à 5,3% en 1991. Les petites valeurs ont également profité, pour la deuxième année, d'un taux de rotation supérieur à ceux réalisés par des valeurs plus capitalisées.

La suite de la guerre du Golfe en 1991 s'est traduite par une année économique moins rentable et le marché boursier a réagi à cette situation. Ainsi, les investisseurs se sont montrés méfiants et la rotation des capitaux a rétréci dans toutes les classes de capitalisation à l'exception des petites valeurs. En particulier, les valeurs de la classe "assez forte capitalisation" ont perdu en moyenne 2% de leur rotation.

L'année 1993 a été caractérisée par une reprise des échanges avec une amélioration généralisée des taux de rotation. L'année 1994 est marquée par une forte rotation des capitaux pour les actions appartenant à la classe "forte capitalisation". Celles-ci ont bénéficié d'un taux exceptionnel de 13,8% contre 5% seulement en 1993.

L'accélération de l'activité du marché boursier en 1995 a profité à toutes les valeurs indépendamment de leurs seuils de capitalisation. En effet, elles ont toutes affiché un taux de rotation supérieur à 11%. La classe des valeurs moyennes a devancé les autres classes avec un taux de 21,4%. Cette liquidité exceptionnelle est attribuée à l'appartenance à cette classe de l'action BTEI dont le taux de rotation en 1995 était de 63%.

Les données de l'année 1996 justifient amplement l'effet désastreux de la période de récession qui commençait. En plus de la régression des volumes de transactions qui pouvait s'expliquer par la chute des cours, la rotation des capitaux s'est dramatiquement comprimée. Les grandes valeurs ont été particulièrement touchées car leur taux de rotation est passé de 13% à 3,5%.

Cette situation s'est considérablement améliorée en 1997 avec l'introduction du système de cotation électronique. Ce sont surtout les firmes de taille moyenne qui en ont tiré profit. Leur taux de rotation est passé de 7,2% en 1996 à 14,2% en 1997.

Les résultats de l'étude de la liquidité du marché des actions en terme de capitaux traités ou de vitesse de circulation des capitaux sont confirmés par l'analyse en terme de titres traités et en terme de rotation des titres ¹⁰⁴.

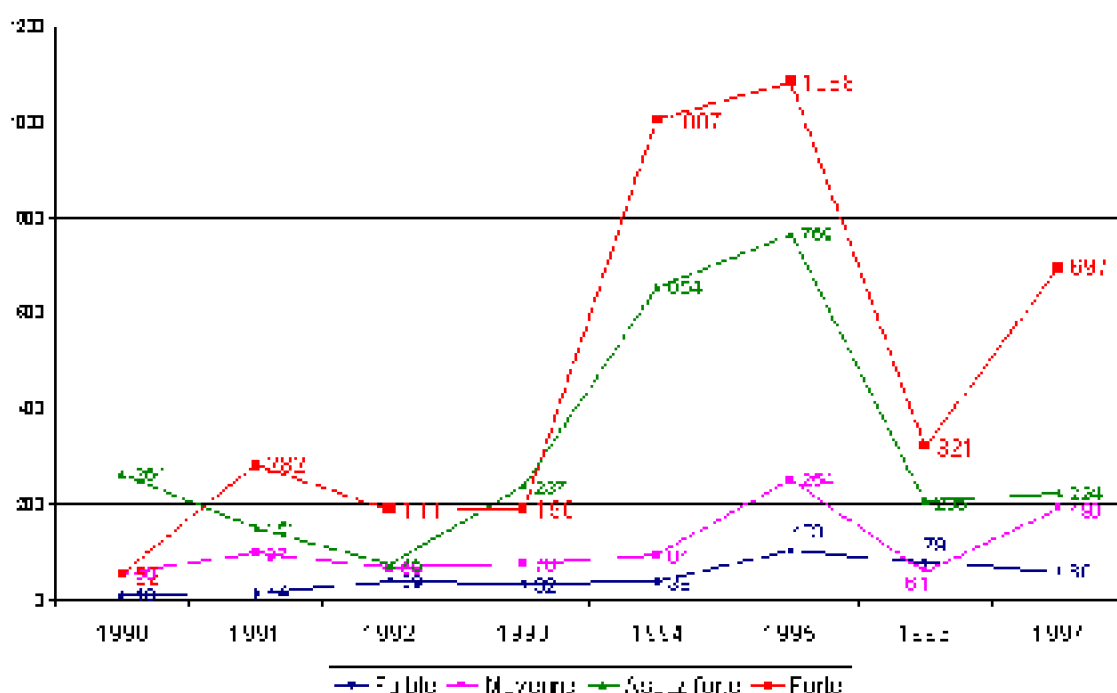


Figure 22: Le nombre des titres traités par classe de capitalisation (en milliers)

En effet, le volume des titres traités présente une relation de proportionnalité par rapport aux seuils de capitalisation de la même manière que les capitaux échangés.

La classe "forte capitalisation" a toujours bénéficié de plus d'échanges en nombre de titres traités à l'exception des années 1990 et 1993, c'est à dire lors du décollage du marché et suite à la récession de 1992. Cette situation s'explique principalement par la méfiance des investisseurs au début de la vie boursière du titre ou après un ralentissement de l'activité. Soulignons à ce niveau que la classe "faible capitalisation" est celle qui n'a pas beaucoup souffert de la récession de 1996-1997. Contrairement aux autres classe de capitalisation, les petites valeurs montrent une meilleure résistance à la crise et à la baisse des cours.

¹⁰⁴ Voir annexe " Volume des échanges et rotations des titres" à la fin de ce travail.

En revanche, la rotation des titres par classe ne suit pas les mouvements de la capitalisation. Les conclusions concernant la rotation des capitaux demeurent également valables pour la rotation des titres. Celle-ci varie selon la conjoncture boursière.

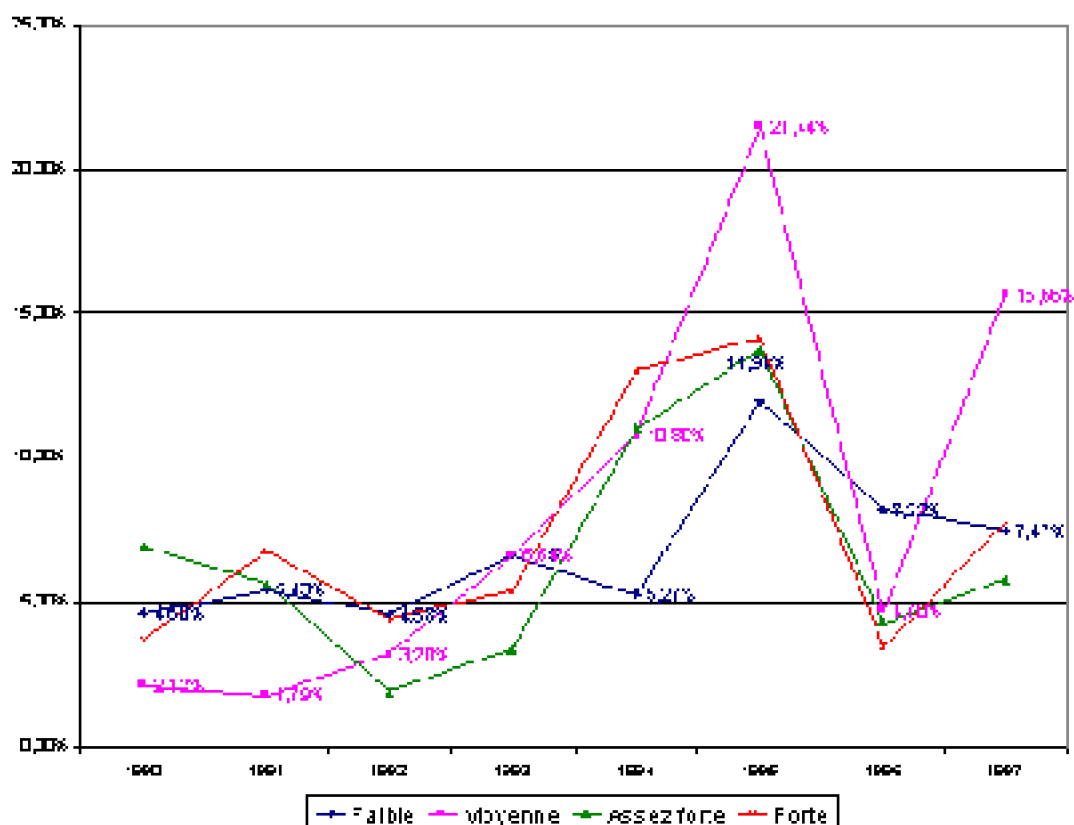


Figure 23: La rotation des titres par classe de capitalisation

De la même manière que la vitesse de circulation des capitaux, la rotation des titres se consolide dans les petites classes de capitalisation en période de crise alors que les grandes valeurs sont particulièrement actives en période de prospérité boursière.

Néanmoins, le calcul de la moyenne de la vitesse de circulation des capitaux et de la moyenne de la rotation des titres par classe de capitalisation sur l'ensemble de la période donne lieu à une conclusion importante concernant l'insuffisance de liquidité sur l'ensemble du marché.

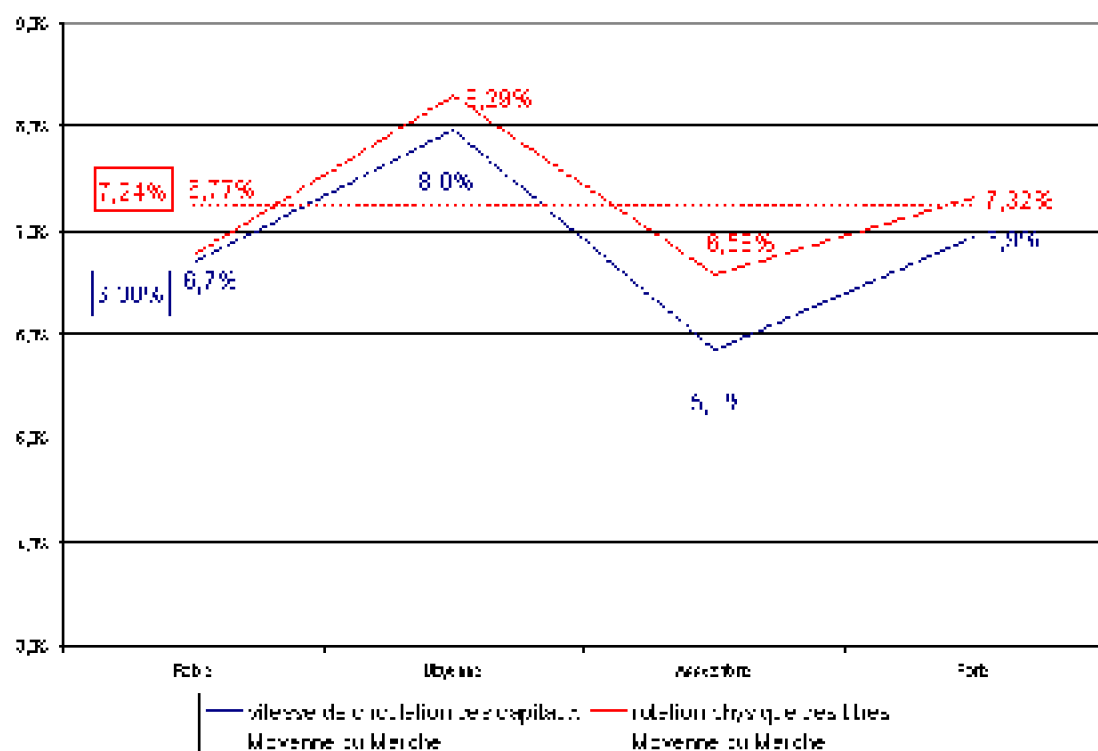


Figure 24 : Vitesse de circulation des capitaux et rotation physique des titres sur le marché tunisien des actions (moyenne de la période 1990-1997)

En effet, la vitesse de circulation des capitaux varie entre 5,8% et 8% autour d'une moyenne de 6,3% pour tout le marché. De son côté, la rotation des titres oscille entre 6,6% et 8,3% autour d'une moyenne du marché de 7,3%. Il en résulte donc que petites capitalisations et hautes capitalisations présentent en moyenne le même comportement en terme de liquidité.

Elles souffrent toutes d'une insuffisance de liquidité. Les échanges en terme de capitaux sont limités à des parts réduites de leurs capitalisations et la rotation physique des titres est restreinte.

Il devient donc légitime d'évoquer une insuffisance structurelle de liquidité sur le marché tunisien. Le marché s'est montré inactif sur l'ensemble de la période à l'exception des années glorieuses. La liquidité exceptionnelle du marché durant les années 1994 et 1995 est attribuée à l'euphorie des petits porteurs attirés à tort par une possibilité fictive de gains faciles. L'absence d'une culture de marché a été l'origine de la multiplication des opérations de spéculation. Les cours ont gonflé et le volume des échanges a explosé. En revanche, durant les autres années le marché s'est montré peu liquide.

Conclusion

En conclusion, plusieurs réformes ont été apportées aux cadres législatif, fiscal et organisationnel du marché boursier tunisien durant la dernière décennie. Elles ont permis

d'encadrer la notion d'appel public à l'épargne et de délimiter les attributions ainsi que les responsabilités des intervenants sur le marché. Elles ont également modernisé le système de négociation et ont apporté de nombreuses garanties en terme de protection des épargnants.

Ces essais de réorganisation et les encouragements fiscaux ont été relativement bénéfiques au développement du marché. Les indicateurs en témoignent: la capitalisation boursière a été multipliée par sept en dix ans, le volume des échanges a dépassé dix fois son seuil de 1990 et le nombre des sociétés cotées est cinq fois plus important. Néanmoins, le marché reste inactif et structurellement illiquide.

En effet, le marché demeure étroit avec seulement 44 valeurs cotées et une forte concentration en faveur du secteur financier. De plus, le rapport de la capitalisation boursière au PIB est limité. Un facteur de l'illiquidité durable est reflétée par la dominance du marché hors cote. En effet, sur l'ensemble de la période, la hors cote s'est montrée plus active que le marché officielle.

Ensuite, les actions cotées sont échangées en petites quantités par rapport aux capitaux admis. Certaines d'entre elles ont bénéficié de grands volumes de transaction laissant apparaître une liquidité artificielle du titre. Cependant, l'analyse en terme de vitesse de circulation des capitaux ou de rotation physique des titres montre que les échanges n'ont concerné que des parts réduites de l'ensemble des capitaux négociables (ou des titres).

Par ailleurs, la liquidité survient occasionnellement en fonction de la conjoncture économique ou des décisions étatiques (la baisse du taux du marché monétaire ou l'annonce des avantages fiscaux).

Même si l'étude chiffrée laisse apparaître une corrélation positive entre le niveau de capitalisation et le montant des capitaux traités (ou titres échangés), cette relation est atténuée quand l'analyse porte sur les taux de rotation. Toutes les classes de capitalisation souffrent de la même manière d'une rotation réduite des titres (ou des capitaux).

Ainsi, il devient difficile de maintenir sur ce marché une liquidité durable. Notre hypothèse principale sur l'illiquidité du marché boursier tunisien est donc validée. Le problème est situé à priori des deux côtés du marché. L'offre est limitée en dépit des incitations fiscales et la demande est inhibée par la conjoncture défavorable qu'a connu le marché entre 1996 et 1998. La reprise de 1999 laisse espérer une activation durable. Il devient donc opportun de s'attaquer à ce problème d'illiquidité.

Pour mieux déceler ses causes et les solutions envisageables, nous avons jugé bénéfique de consulter les intermédiaires en bourse. D'une part, la théorie leur attribue la production de liquidité quand celle-ci n'est pas naturelle. D'autre part, ils demeurent les mieux informés sur les aspects concrets de la vie boursière.

Annexes

La liquidité des marchés boursiers.

	Premier Marché
Organe de gestion	PARISBOURSE SA
Entreprises	Grandes entreprises françaises ou étrangères
Capitalisation Boursière	1 milliard d'Euros
Diffusion des titres	Au moins 25% du capital avec la possibilité d'une dérogation si au moins 600.000 titres sont diffusés dans le public
Information et comptes	Comptes consolidés et certifiés sur les trois ans précédents Prospectus visé de la COB
Engagement d'information auprès des investisseurs	Informations périodiques : chiffres d'affaires trimestriels, comptes trimestriels, compte annuels Information préalable aux opérations financières et information continue
Intermédiaires habilités pour la diffusion des titres	Entreprise d'investissement : banque, société de bourse, compagnies d'assurance...
Admission	Décision du Conseil d'Administration de PARISBOURSE SA Délai d'opposition de 5 jours de bourse de la COB

	Second Marché
Organe de gestion	PARISBOURSE SA
Entreprises	Entreprises françaises et étrangères de moyenne taille Grandes entreprises françaises avant leur cotation sur le premier marché
Capitalisation Boursière	100.000.000 de FF au minimum
Diffusion des titres	Au moins 10% du capital
Information et comptes	Comptes certifiés sur deux ans précédents Prospectus visé de la COB
Engagement d'information auprès des investisseurs	Informations périodiques : chiffres d'affaires trimestriels, comptes trimestriels, compte annuels Information préalable aux opérations financières et information continue
Intermédiaires habilités pour la diffusion des titres	Entreprise d'investissement : banque, société de bourse, compagnies d'assurance...
Admission	Décision du Conseil d'Administration de PARISBOURSE SA Délai d'opposition de 5 jours de bourse de la COB

	Nouveau Marché
Organe de gestion	PARISBOURSE SA
Entreprises	Sociétés françaises et étrangères en forte croissance et ayant un projet de développement à financer
Capitalisation Boursière	100.000.000 FF et 1,5 Millions d'Euros de fonds propres
Diffusion des titres	20% du capital Au moins 100 000 titres et un montant d'au moins de 5 millions d'Euros. Au moins de 50% par augmentation de capital
Information et comptes	Pas d'antériorité comptable exigée Présentation d'un projet de développement Prospectus visé par la COB
Engagement d'information auprès des investisseurs	Informations périodiques : chiffres d'affaires trimestriels, comptes trimestriels, compte annuels Information préalable aux opérations financières et information continue
Intermédiaires habilités pour la diffusion des titres	Introducteur - Teneur de Marché (ITM)
Admission	Décision du Comité des admissions Nouveau Marché de PARISBOURSE SA Délai d'opposition de 5 jours de bourse de la COB

	Premier Marché
Organe de gestion	Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis
Entreprises	Sociétés anonymes tunisiennes de grande taille
Capitalisation Boursière	2 millions de dinars si OPV
Diffusion des titres	Au moins 20% du capital social ou 200.000 titres et plus 500 actionnaires au moins détenant individuellement au plus 0,1% du capital
Comptes financiers	Etats financiers certifiés relatifs à trois exercices consécutifs bénéficiaires (dérogation possible si société jeune)
Organisation et gestion	L'existence d'une structure d'audit interne et de contrôle de gestionUn manuel de procédures
Information	Des états financiers semestriels avisés par un commissaire aux comptes.Communication dans un délai de 4 jours de toute décision de l'assemblée générale ordinaire.Publication de ces informations dans un quotidien paraissant à TunisInformation continue et fiable
Intermédiaires	Un ou plusieurs intermédiaires en bourse
Admission	Décision CMFT Validité : 4 mois

	Second Marché
Organe de gestion	BVMT
Entreprises	Sociétés anonymes tunisienne de taille moyenne
Capitalisation Boursière	1 million de dinars si OPV
Diffusion des titres	Au moins 10% du capital social ou 100.000 titres et plus 300 actionnaires au moins détenant individuellement au plus 0,1% du capital
Comptes financiers	Etats financiers certifiés relatifs à deux exercices consécutifs bénéficiaires
Condition particulière	Satisfaire les critères d'admission au premier marché dans un délai de trois ans
Information	Des états financiers semestriels avisés par un commissaire aux comptes. Communication dans un délai de 4 jours de toute décision de l'assemblée générale ordinaire. Publication de ces informations dans un quotidien paraissant à Tunis Information continue et fiable
Intermédiaires	Un ou plusieurs intermédiaires en bourse
Admission	Décision CMFT Validité : 4 mois

	La Première Cotation
Prix d'offre	Minimum
Les ordres recevables	Ordres à cours limité ou ordres au mieux
Attribution des titres	PARISBOURSE SA
Taux de service minimum	4% sur l'ensemble des ordres dont le cours est supérieur ou égal au cours coté
Cours coté	Ecart maximum : +10% sur prix d'offre

	L'Offre à Prix Minimum
Prix d'offre	Minimum
Les ordres recevables	Ordres à cours limité uniquement
Attribution des titres	PARISBOURSE SA
Taux de service minimum	5% dans la fourchette de prix servie
Cours coté	Borne inférieure de la fourchette Ecart maximum : + 20% sur prix d'offre

	L'Offre à Prix Ferme
Prix d'offre	Fourchette de prix annoncée au moins 5 jours avant la centralisation des ordres Prix ferme et définitif 48 heures avant la centralisation
Les ordres recevables	Ordres au prix d'offre
Attribution des titres	PARISBOURSE SA
Taux de service minimum	1% sur l'ensemble des ordres
Cours coté	Prix d'offre

	L'Offre à Prix Ouvert
Prix d'offre	Fourchette de prix
Les ordres recevables	Limites dans la fourchette
Attribution des titres	PARISBOURSE SA
Taux de service minimum	1% sur l'ensemble des ordres dont le cours est supérieur ou égal au cours coté
Cours coté	Limite de la plus basse demande servie

	Le Pré – placement
Prix d'offre	Fourchette de prix annoncée lors du pré-marketing. Le prix définitif est fixé, soit au début, soit à la clôture du placement
Les ordres recevables	Technique du "Book Building"
Attribution des titres	Société de service en investissement chef de file du placement
Taux de service minimum	Non applicable
Cours coté	Ecart maximum : +5% sur prix de placement

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Faible	7997	10191	6834	8207	10771	18294	18763	13174
Moyenne	30389	26790	24601	31062	47705	62775	47939	31974
Assez forte	44983	40090	56383	68807	170225	195378	123811	72531
Forte	66404	75213	96300	115098	242270	314831	299644	187870

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Faible	222	582	348	484	485	2158	1996	946
Moyenne	556	588	560	1688	4372	13412	3469	4539
Assez forte	2459	1918	1230	2240	13295	23487	5561	4873
Forte	1556	3967	3735	5745	33516	40837	10547	16403

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Moyenne
Faible	2,8%	5,7%	5,1%	5,9%	4,5%	11,8%	10,6%	7,2%	6,7%
Moyenne	1,8%	2,2%	2,3%	5,4%	9,2%	21,4%	7,2%	14,2%	8,0%
A. forte	5,5%	4,8%	2,2%	3,3%	7,8%	12,0%	4,5%	6,7%	5,8%
Forte	2,3%	5,3%	3,9%	5,0%	13,8%	13,0%	3,5%	8,7%	6,9%
Marché	3,19%	4,72%	3,19%	4,50%	8,09%	13,56%	4,44%	8,69%	6,30%

Année	CB Maroc en millions de MAD	Cours au 31/12 (TUD/MAD)	Cours au 31/12 (TUD/\$USA)	CB Maroc en millions de \$USA
1993	26 000	1,0785	0,955	2662
1994	40 000	1,101	1,0128	4348
1995	50 000	1,1058	0,9447	5853
1996	76 000	1,1182	0,9746	8720
1997	119 000	1,1566	1,1018	12492
1998	145 000	1,1818	1,1343	15107

Année	VT Maroc en millions de MAD	Cours au 31/12 (TUD/MAD)	Cours AU 31/12 (TUD/USA\$)	VT Maroc en millions de \$USA
1993	4900	1,0785	0,995	498
1994	8600	1,101	1,0128	935
1995	23200	1,1058	0,9447	2716
1996	20400	1,1182	0,9746	2341
1997	32300	1,1566	1,1018	3391
1998	58200	1,1818	1,1343	6064

Chapitre II : Position des intermédiaires en bourse

Introduction

Longtemps marginalisée, l'intermédiation boursière en Tunisie est une profession qui renaît au début des années 1990 avec la réforme du marché financier.

En effet, les agents de change, selon l'ancienne appellation, étaient très peu nombreux et appartenaient dans la majorité des cas à la profession bancaire. Cette dualité d'exercice et l'environnement boursier défavorable de l'époque ont réduit l'intermédiation en bourse à un simple exercice de compensation de valeurs mobilières. La profession manquait alors d'encadrement réglementaire et de bases techniques. Elle souffrait également de la carence de personnes qualifiées et spécialisées.

La réforme du marché financier en 1989 a permis de redresser le secteur avec une première réglementation encourageant la création d'entités boursières spécialisées. Sans éliminer dans un premier temps les banques, l'arrêté du Ministère des Finances du 18 janvier 1990 établit les conditions d'agrément, d'exercice et les obligations des intermédiaires en bourse. Cependant, la profession demeurait dominée par les banques de la place : 23 intermédiaires avaient obtenu leur agrément à la fin de 1993 dont 13 banques, 8 sociétés et 2 personnes physiques.

La réorganisation du marché en 1994 a permis de mettre fin à cette situation en interdisant aux banques le cumul des deux professions. Ces dernières devaient alors

créer des sociétés indépendantes si elles voulaient continuer à intervenir sur le marché boursier. La réglementation de 1994 a également élargi l'activité de l'intermédiaire en bourse. Le règlement intérieur de la bourse homologué en 1997 et modifié en juin 2000 a encadré les modalités techniques et pratiques de leurs actions.

Il apparaît ainsi qu'en dépit de leur jeune âge et de l'absence d'une culture professionnelle, les intermédiaires en bourse tunisiens se sont vus attribuer la mission difficile de dynamiser un marché naissant face à des contraintes économiques et culturelles domestiques.

Telles sont les conditions qui ont entouré le démarrage de la profession boursière en Tunisie. Néanmoins, le contexte boursier a changé et les obligations des intermédiaires ont évolué. Le développement du marché implique davantage de capitaux et de technicité. Leur rôle est indiscutable quant à l'essor de la bourse tunisienne et à l'amélioration de sa liquidité.

Ce chapitre est ainsi consacré à la présentation de la profession boursière et à la position des intermédiaires en bourse face au problème d'insuffisance de liquidité sur le marché tunisien.

La première section retrace le cadre réglementaire du métier ainsi que les caractéristiques des intermédiaires en bourse à la fin de 1998¹⁰⁵.

La deuxième section est consacrée à l'analyse de leur conception générale de la notion de liquidité du marché et montre sa méconnaissance à travers une étude lexicale.

L'avis des intermédiaires sur le cas particulier du marché tunisien est exposé dans la troisième section. Cette analyse repose sur les résultats de l'enquête réalisée auprès des intermédiaires en bourse en septembre 1998.

Section I : Présentation du secteur

Le premier paragraphe retrace les conditions d'agrément et d'exercice des intermédiaires compte tenu de la réforme de 1999.

Le deuxième paragraphe est consacré à la présentation des opérations d'intermédiation autorisées.

Le troisième paragraphe est consacré à la présentation des aspects caractéristiques des intermédiaires à la lumière des résultats de l'enquête.

I.1 Le cadre réglementaire

Les articles 55 et 56 de la loi n° 94-117 du 11 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier déterminent le champ d'action des intermédiaires en bourse :

¹⁰⁵ L'analyse de la profession boursière en Tunisie est abordée grâce à une enquête empirique réalisée entre mars 1998 et septembre 1998. Les questions ont été formulées conformément à la réglementation et aux conditions d'exercice qui étaient en vigueur. Cependant, le métier a été réformé en novembre 1999. En revanche, le contenu de cette réforme ne touche pas l'intérêt de l'enquête. Elle a surtout porté sur le statut juridique des sociétés de bourse.

"Les intermédiaires en bourse sont des agents chargés, à l'exclusion de toute autre personne, de la négociation et de l'enregistrement des valeurs mobilières à la bourse des valeurs mobilières de Tunis, droits s'y rapportant et des produits financiers. Ils peuvent assurer en outre les négociations qui sont en relation avec ses missions. Les intermédiaires en bourse peuvent, dans les conditions qui sont fixées par un décret portant leurs statuts, se livrer aux activités suivantes: le conseil financier, le démarchage financier, la gestion individuelle de portefeuilles, la gestion de portefeuilles au profit des OPCVM, le placement des valeurs mobilières et autres produits financiers, la garantie de bonne fin d'émissions, la contrepartie, la tenue de marché, le portage d'actions"

Les intermédiaires en bourse tunisiens ont alors le monopole de négociation des valeurs mobilières et autres produits financiers sur le marché local. A titre additif, Ils peuvent assurer des métiers annexes tels que le démarchage et le conseil financier.

Parmi les tâches spécialisées en terme de fourniture de liquidité, les intermédiaires peuvent agir seuls ou en tant que syndicats de placement à l'occasion d'introductions en bourse et d'augmentations de capital. De plus, le législateur leur accorde la possibilité d'exercer les opérations de contrepartie et de tenue de marchés dans des conditions particulières.

L'exercice de la profession est soumis à un ensemble de conditions et à l'autorisation des autorités concernées. Le Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999 explique les modalités d'exercice et la procédure d'agrément.

Il en résulte que les intermédiaires en bourse peuvent être personnes physiques ou personnes morales. Outre les conditions de constitution, de qualification et de surface financière ¹⁰⁶, ils doivent demander l'autorisation d'exercice au Conseil du Marché Financier.

L'agrément se fait en deux étapes : un agrément de principe et un agrément définitif. L'agrément de principe est accordé à la lumière des informations fournies dans le dossier de la demande. L'agrément définitif est obtenu après justification des garanties, des moyens techniques et financiers stipulés dans le dossier de la première demande. Le démarrage effectif de l'activité survient après l'obtention de l'agrément définitif et dans un délai maximum de 12 mois sous peine de caducité ¹⁰⁷. L'extension ou la restriction de l'activité de l'intermédiaire conduit à la modification de l'agrément préalablement octroyé ¹⁰⁸ et nécessite donc la consultation du CMF.

L'accès au marché est cependant soumis à l'autorisation de la BVMT et du dépositaire central. En effet, les personnes placées sous la direction d'un intermédiaire en bourse doivent disposer de cartes professionnelles accordées par l'Association des Intermédiaires en Bourse. Ces cartes permettent de les identifier et de connaître les rôles qui leur sont confiés : négociateur, gestionnaire de portefeuilles, démarcheur financier...

¹⁰⁶ Ces conditions sont synthétisées en annexe.

¹⁰⁷ Article 23 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999.

¹⁰⁸ Article 18 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999.

Sur le plan de l'écriture comptable, les intermédiaires en bourse sont appelés à tenir des registres manuscrits ou informatisés après autorisation du conseil du marché ¹⁰⁹, retraçant toutes les opérations en titres et en fonds conclues.

Ces registres doivent être séparés et une copie sur un support informatique est sauvegardée en dehors des locaux habituellement exploités. Les états financiers doivent être déposés dans les 90 jours qui suivent la clôture de l'exercice.

En matière de sécurité, les intermédiaires en bourse sont appelés à souscrire une police d'assurance permettant de couvrir le vol, la perte ou la destruction des valeurs mobilières confiées à leurs soins ¹¹⁰.

La protection des épargnants est garantie grâce à un ensemble de règles déontologiques de la profession ¹¹¹ et à des dispositions relatives au secret professionnel particulièrement soulignées par la législation ¹¹². De plus, la réglementation prévoit les mesures à entreprendre en cas de cessation totale ou partielle de l'activité d'un intermédiaire. Elles concernent la désignation d'un autre intermédiaire pour la continuité des affaires courantes. En cas de dysfonctionnement, le client peut toujours déposer une plainte auprès du CMF qui est doté du pouvoir de sanction, voir de radiation.

I.2 L'intermédiation en bourse

Les tâches principales des intermédiaires reposent sur la négociation des valeurs mobilières, leurs enregistrements, et la gestion de portefeuilles titres. Les activités de contrepartie et de tenue de marché sont exclusivement autorisées aux intermédiaires personnes morales ¹¹³. Plus précisément, la tenue de marché est uniquement pratiquée sur les titres de créance.

I.2.1 La négociation et l'enregistrement des valeurs

Les intermédiaires se chargent de l'exécution dans les temps et aux meilleurs prix des ordres qui leur sont confiés, directement ou par le biais des collecteurs d'ordres. La transmission des ordres se fait par écrit ou au téléphone. En revanche, les ordres passés au téléphone nécessitent l'enregistrement des instructions de l'émetteur et une confirmation écrite.

Les ordres des clients bénéficient de la priorité d'exécution avant les ordres initiés par les intermédiaires dans le cadre d'opérations de contrepartie ou de gestion de portefeuilles.

¹⁰⁹ Article 67 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999.

¹¹⁰ Article 62 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999.

¹¹¹ Cf. Loi n° 94-117 du 11 novembre 1994.

¹¹² Articles 77 et 78 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999

¹¹³ Article 2 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999

I.2.2 La gestion de portefeuilles

L'intermédiaire peut gérer des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de sa clientèle. Cette activité doit alors faire l'objet d'une convention écrite qui précise les orientations assignées au portefeuille, la nature et les limites des opérations confiées. Le mandat de gestion doit également comporter des détails sur la rémunération de l'intermédiaire ainsi que la fréquence et la nature des informations dispensées aux commettants.

Pour sa part, l'intermédiaire en bourse doit garantir la séparation des opérations de gestion de portefeuilles pour le compte des clients des autres activités. Il se doit d'informer son client des conséquences relatives à ses opérations. Si l'intermédiaire gère aussi des portefeuilles pour le compte de ses employés, ses dirigeants ou ses actionnaires, il doit assurer l'indépendance de ses opérations de celles exercées pour le compte des clients.

En matière d'information, les intermédiaires en bourse doivent mettre immédiatement à la disposition de leurs clients toutes les informations demandées sur la position de leurs comptes. En plus de cette disposition, ils doivent leur adresser trimestriellement des relevés de compte précisant tous les mouvements des fonds et des titres.

I.2.3 Les transactions de blocs

Les transactions de blocs sont aux termes de l'article 106 de la loi n° 94-117, les transactions portant sur une quantité déterminée de titres, convenue entre l'intermédiaire acheteur et l'intermédiaire vendeur. Elles sont autorisées selon les principes suivants :

Les transactions de blocs sont réalisées à l'issue de la séance de bourse ;

Elles ne peuvent porter que sur une liste de valeurs arrêtée par la bourse ;

Le nombre de titres négociés doit être au moins égal à la taille normale d'un bloc. Elle est calculée par référence à la moyenne quotidienne des titres traités sur le marché durant les six mois précédents. La taille normale d'un bloc est un multiple de 1000 titres et ne peut être inférieure à 100 000 dinars.

Les transactions de blocs se font au respect des conditions de prix imposées par le règlement du parquet. Quand elles portent sur des valeurs cotées en continu, elles sont réalisées à un prix égal à la meilleure offre ou à la meilleure demande constatée à la clôture de la séance ou à un prix situé entre ces deux limites.

Quand elles portent sur des valeurs du fixing, elles sont réalisées au cours de fixing constaté à la clôture de la séance. Le prix de référence est majoré ou diminué d'une marge de 1,5% ¹¹⁴. Il est à noter à ce niveau l'importance du principe du prix de référence institué en vue de protéger les intérêts des clients qui négocient lors de la séance de cotation.

Les transactions de blocs ne peuvent pas porter sur des valeurs suspendues de

¹¹⁴ Article 2 du règlement du parquet n° 99-06.

négociation ou celles qui n'ont pas été cotées lors de la séance de bourse. Elles doivent obligatoirement être dénouées sur le marché central et occasionnent les mêmes commissions d'enregistrement.

I.2.4 La contrepartie

L'activité de contrepartie ¹¹⁵ est exclusivement autorisée aux intermédiaires en bourse personnes morales. Le législateur a décidé d'élargir la surface financière de ces sociétés en leur imposant un capital minimum de 3 millions de dinars. L'exercice de la contrepartie fait l'objet d'une autorisation préalable lors de la demande de l'agrément ou à l'occasion de l'opération.

Le législateur définit dans une première étape l'opération de contrepartie comme étant **"l'action d'un intermédiaire en bourse qui achète ou vend des titres pour son propre compte en réponse à un ordre exprimé sur le support de cotation"** ¹¹⁶.

Néanmoins, l'article 117 du même règlement stipule :

"Les opérations ordinaires de contrepartie sont effectuées pendant la séance de bourse. La contrepartie de blocs est réalisée dans les mêmes conditions que les transactions de blocs"

Cet article conduit à déduire que le législateur autorise implicitement deux catégories d'opérations de contrepartie:

- Des opérations de contreparties que l'intermédiaire peut réaliser lors de la séance de bourse et dans les conditions du marché, qualifiées de contrepartie ordinaire;
- Et des opérations de contrepartie sur des blocs de titres appelée contrepartie de blocs.

Aux termes de l'article ci-dessus mentionné, la contrepartie de blocs est exercée dans les mêmes conditions que les transactions de blocs. Elle porte donc sur une liste limitée de valeurs mobilières contrairement à la contrepartie ordinaire autorisée sur tous les titres de la cote et du marché hors-cote ¹¹⁷.

De plus, la contrepartie de blocs, au même titre que les transactions de blocs, se fait à l'issue du marché même si toutes les positions doivent être dénouées sur le marché central ¹¹⁸.

Conformément aux termes techniques qui sont d'usage en France ¹¹⁹, il convient de qualifier cette catégorie d'opérations de *contrepartie en développement de marché*. Plus

¹¹⁵ La réglementation de l'activité de contrepartie est fragmentée et imprécise. Retracer le contexte de son exercice a conduit à des interprétations personnelles conformément à la législation et aux termes techniques adoptés en France.

¹¹⁶ Article 115 du règlement général de la BVMT.

¹¹⁷ Article 116 du règlement général de la BVMT.

¹¹⁸ Article 108 du règlement général de la BVMT.

précisément, il s'agit d'une *contrepartie en avance sur le marché* dans la mesure où l'intermédiaire prend une position de contrepartie en dehors de la séance de bourse face à un autre intermédiaire acheteur ou vendeur pour la dénouer ultérieurement sur le marché.

Une autre catégorie des opérations de contrepartie est implicitement autorisée. En effet, dans les textes régissant l'introduction des sociétés en bourse, le législateur précise la faculté accordée à la société émettrice de conclure un contrat de liquidité avec un intermédiaire en bourse. Cet intermédiaire est chargé de "réguler le marché de la valeur":

" Sur demande du CMF, la collectivité émettrice et/ou ses principaux actionnaires dont les titres sont admis à la cote désignent un intermédiaire en bourse spécialiste de la valeur avec lequel elle signe un contrat de liquidité pour une durée déterminée. Par ce contrat, l'intermédiaire en bourse est chargé d'assurer la régulation du marché de cette valeur par des opérations d'achat ou de vente pour le compte de la collectivité émettrice et/ou ses principaux actionnaires." ¹²⁰

L'intervention des intermédiaires dans le cadre des contrats de liquidité consiste à remédier aux déséquilibres momentanés entre l'offre et la demande sur le marché du titre. L'intermédiaire intervient alors, pour le compte des actionnaires (ou la société émettrice) pour acheter en cas d'excès de l'offre ou vendre dans le cas inverse. Cette catégorie d'opérations est qualifiée, selon le vocabulaire boursier français ¹²¹, de *contrepartie technique*.

Quelle que soit la nature de l'opération de contrepartie, sa réalisation est soumise à certaines conditions.

D'abord, l'intermédiaire en bourse ne peut se livrer à une opération de contrepartie que lorsque son carnet d'ordres ne comporte plus d'ordres pouvant être réalisés dans les mêmes conditions que l'opération initiée par ses soins. Les clients sont alors toujours prioritaires. De plus, une opération de contrepartie lancée sur une valeur cotée en continu ne peut avoir lieu que si les ordres exprimés sur la valeur n'ont pas été satisfaits après l'écoulement du délai réglementaire. Ce délai est porté au double quand l'opération de contrepartie est initiée en réponse à un ordre introduit par le même intermédiaire en bourse.

Par ailleurs, l'intermédiaire qui désire réaliser une opération de contrepartie est soumis à une règle prudentielle fort importante : il doit disposer en permanence de fonds propres nets égaux ou supérieurs à la somme des fonds destinés à couvrir les risques inhérents à l'opération de contrepartie ¹²². Cette restriction est certes bénéfique quant à la stabilité de la profession boursière mais elle est de nature à limiter l'étendue de l'activité

¹¹⁹ A l'exception de la distinction sommaire entre la contrepartie ordinaire et la contrepartie de blocs, les textes juridiques restent muets quant à la classification des opérations et les conditions techniques de leur exercice.

¹²⁰ **Article 84 du règlement général de la BVMT.**

¹²¹ L'exercice de la contrepartie selon le modèle français est examiné d'une manière plus détaillée dans le chapitre suivant. Le modèle français peut servir de référence pour mieux encadrer juridiquement et techniquement les opérations de contrepartie autorisées aux intermédiaires tunisiens.

de contrepartie. En effet, le respect de cette règle peut diminuer les potentialités d'intervention des intermédiaires contrepartistes.

De plus, la contrepartie de blocs supporte une restriction en matière de la marge de l'intermédiaire. En effet, au même titre que les transactions de blocs, le prix d'une opération de contrepartie de blocs est établi en référence aux meilleures limites (respectivement aux meilleurs cours du fixing) pour les valeurs cotées en continu (respectivement pour les valeurs cotées au fixing) majoré ou diminué d'une marge fixée par les autorités boursières. Cette marge est égale à 1,5% pour les actions et à 0,5% pour les titres de créance. Ceci revient à dire que la marge du contrepartiste est fixe et celui-ci ne peut pas avoir recours au libre jeu de la concurrence sur les prix. Cette situation est également de nature à limiter l'exercice de la contrepartie sur le marché tunisien.

1.2.5 La tenue de marché

Les opérations de tenue de marché sont exclusivement réservées aux titres de créance¹²³. Elles font l'objet d'une autorisation spéciale auprès des autorités boursières et sont liées à l'existence d'un contrat entre l'émetteur et l'intermédiaire.

L'activité de tenue de marché est très peu évoquée dans les textes réglementaires régissant l'intermédiation en bourse. Ses bases techniques sont plutôt légèrement abordées dans les dispositions législatives concernant l'émission et la négociation des Bons de Trésor Assimilables¹²⁴.

Il en résulte que la tenue de marché sur les titres de créance est liée au métier du Spécialiste en Valeur de Trésor institué en 1997 à l'instar du modèle français instauré en 1986.

Le SVT est ainsi chargé de l'émission, du portage et de la couverture des Bons de Trésor Assimilables et des Bons de Trésor à Court terme¹²⁵ pour leurs propres. Ils peuvent même se spécialiser à hauteur de 25% de leurs détentions sur une ligne de valeurs. L'activité du SVT constitue les prémices d'une véritable activité de tenue de marché. Elle peut ainsi être à l'origine d'une initiation à une véritable activité de contrepartie.

En résumé, l'ensemble des opérations autorisées aux intermédiaires en bourse

¹²² Article 87 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999

¹²³ Article 43 du Décret du Ministère des Finances n° 99-2478 du 1 novembre 1999.

¹²⁴ Article 3 du Décret n° 99-1781 du 9 août 1999 du Ministère des Finances stipule: "Les BTA sont émis par voie d'adjudications réservées aux Spécialistes en Valeurs de Trésor ci-après désignés SVT, et ce, pour leurs propres comptes ou pour le compte de leurs clients intermédiaires en bourse et aux établissements adhérents à la Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt des Valeurs Mobilières, ayant un compte avec le ministre des finances fixant les modalités d'intervention sur le marché des BTA."

¹²⁵ Les conditions d'émission et les modalités de remboursement des Bons de Trésor à Court Terme font l'objet du décret n° 99-1782 du 9 août 1999 du Ministère des Finances

tunisiens se rapproche frottement du champ d'action des sociétés de bourse françaises. Néanmoins, la profession manque toujours d'encadrement technique précis. Ce manque d'encadrement est particulièrement constaté en ce qui concerne l'activité de contrepartie et de tenue de marché. A titre illustratif, la dernière réforme de la profession s'est limitée à réviser les aspects juridiques du métier. Elle évoque avec précision les conditions d'agrément et les obligations des intermédiaires. Son apport principal concerne la révision de la capitalisation des intermédiaires et la création de la société en bourse spécialisée. Néanmoins, aucune nouveauté n'a été apportée à l'activité de contrepartie excepté la restriction de son exercice au champ d'action des sociétés de bourse spécialisées.

1.3 Les caractéristiques des sociétés de bourse tunisiennes

Cette partie consiste à caractériser les sociétés de bourse en terme de statut juridique, de capitalisation et des moyens humains et techniques déployés pour la réalisation de leur activité. Elle rapporte les résultats de la première partie de l'enquête réalisée auprès des intermédiaires en 1998 ¹²⁶.

Question : Quel est votre statut juridique d'intermédiaire en bourse ?

- Société rattachée à une banque de la place
- Société indépendante
- Personne physique

Statut	Nombre	Pourcentage
Filiale de banque	12	43%
Société indépendante	14	50%
Personne physique	2	7%
Total	28	100%

La population des intermédiaires en bourse tunisiens est composée essentiellement de sociétés anonymes, indépendantes ou rattachées à des banques de la place. Seulement deux intermédiaires personnes physiques étaient en exercice à la fin de septembre 1998. Constatons à ce niveau la quasi-parité entre les sociétés indépendantes et les filiales des banques contrairement à l'idée appréhendée à propos de l'envahissement de la profession par le secteur bancaire.

Question : Quel est votre seuil de capitalisation ?

- Inférieur à 100 000 DT ¹²⁷
- Entre 100 000 DT et 500 000 DT
- Supérieur à 500 000 DT

¹²⁶ Rappelons à ce niveau qu'il s'agit d'une enquête directe qui a concerné tous les intermédiaires. Le taux de réponse est donc de 100%.

¹²⁷ Un dinar tunisien équivaut en moyenne cinq francs.

Capitalisation	Nombre de citations	Pourcentage
< 100 000 DT	0	0%
De 100 000 DT à 500 000 DT	2	7%
> 500 000 DT	26	93%
Total	28	100%

93% des sociétés de bourse tunisiennes ont un capital social supérieur à 500 000 dinars. Il est à rappeler que la réglementation qui est en vigueur impose aux sociétés de bourse indépendantes un seuil minimum de capitalisation de l'ordre de 100 000 DT ¹²⁸. Pour les personnes physiques, l'arrêté ministériel n'a pas précisé une limite. Cependant, il s'avère à travers les réponses à cette question que seuls les deux intermédiaires personnes physiques ont un capital entre 50 000 DT et 100 000 DT.

Question : Combien de personnes employez-vous ?

- Personnel administratif
- Mandataires pour le parquet
- Personnel pour le traitement back-office
- Autres (analystes financiers, gestionnaires de portefeuilles...)

La réponse à cette question nécessite l'inscription de l'effectif dans la case représentant la catégorie du personnel employé. Nous avons ensuite établi une plage de répartition à la lumière des résultats globaux.

Effectif	Nombre d'employés	Pourcentage
Jusqu'à 10	18	65%
De 10 à 20	6	21%
20 et plus	4	14%
Total	28	100%

La majorité des sociétés de bourse, représentant 65% de la population, emploie en moyenne une dizaine de personnes. Cependant 14% des sociétés, toutes des filiales de banques, possèdent un effectif supérieur à 20 personnes. En réalité, les responsables avaient parfois précisé qu'ils avaient incorporé dans leurs chiffres le nombre des personnes réalisant le traitement back-office au sein de la maison mère. De toute manière cette catégorie de personnes employées constitue en moyenne 32% du personnel des entreprises étudiées.

En revanche, le nombre des conseillers financiers n'excède pas en moyenne 3 personnes, soit 28% de tout le personnel. Finalement, chaque société de bourse dispose en moyenne de deux mandataires pour la négociation sur le parquet excepté les grandes sociétés qui peuvent recruter jusqu'à 5 personnes.

En résumé, les diverses fonctions au sein d'une société de bourse sont

¹²⁸ L'arrêté du Ministre Du Plan et Des Finances Du 18 janvier 1990 fixant le statut des intermédiaires en bourse, article 2.

équitablement représentées.

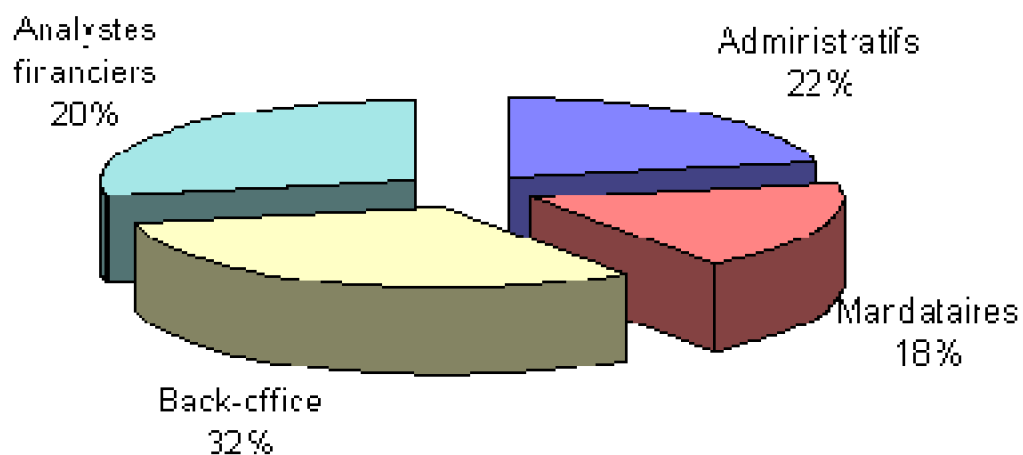


Figure 25 : Typologie des métiers employés dans une société de bourse

Question: Disposez-vous d'un matériel informatique ? Quel type ?

- Matériel interne
- Logiciels personnels
- Matériel connecté à la salle de cotation
- Logiciels ordinaires

Réponse	Nombre des citations	Pourcentage
Matériel interne	4	14%
Matériel connecté à la salle de cotation	16	58%
Les deux	8	28%
Total	28	100%

Logiciel	Nombre des citations	Pourcentage
Standard	2	7%
Professionnel	18	65%
Les deux	8	28%
Total	28	100%

Toutes les sociétés de bourse tunisiennes disposent d'un matériel informatique très performant. Cet équipement sert au traitement des ordres, à l'analyse financière des données sur les entreprises cotées mais il n'est pas lié à l'ordinateur central de la bourse. Il est à préciser que les citations mentionnant la présence d'un matériel connecté au parquet font référence à la présence d'un modem permettant seulement la diffusion en

temps réel des cours et des feuilles de marché.

Question : Combien d'années d'expérience professionnelle avez-vous dans le domaine de la gestion des titres ?

- Inférieure à 5 ans
- De 5 à 10 ans
- Supérieure à 10 ans

Nombre d'années d'expérience	Nombre des citations	Pourcentage
Inférieure à 5 ans	8	28%
De 5 ans à 10 ans	8	28%
Supérieure à 10 ans	12	44%
Total	28	100%

L'ensemble des directeurs peut être partagé en deux groupes quant à leur ancienneté dans le domaine de la gestion des titres. D'une part, 44% des intermédiaires avaient bénéficié d'une expérience professionnelle supérieure à 10 ans souvent acquise au sein d'une banque. D'autre part, 56% de la population représente des jeunes diplômés qui ont intégré récemment la profession.

Il est à rappeler à ce niveau que les intermédiaires en bourse doivent avoir une maîtrise ou un diplôme équivalent en plus d'une expérience de 5 ans au moins. En outre, lors de notre deuxième rencontre avec le responsable de l'association des intermédiaires en bourse, ce dernier nous a révélé le projet de création d'un institut spécialisé dans la formation des diplômés dans l'intermédiation de marché sous l'égide de la bourse. En attendant, les autorités du marché ainsi que les banques¹²⁹ assurent continuellement des séminaires et des cycles de formation pour les cadres du domaine. Ces formations sont faites parfois en collaboration avec des institutions des marchés développés¹³⁰.

Question : Quel type d'activité exercez-vous ?

- Courtier
- Contrepartiste
- Teneur de marché
- Activité mixte

¹²⁹ Il existe en Tunisie en plus des écoles de gestion et de commerce, un organisme interbancaire de formation, dénommé Centre de Formation de la Profession Bancaire, qui inclut un institut spécialisé dans les techniques de marché. Parmi ses travaux sur les métiers de la bourse, un séminaire sur le statut et l'activité du spécialiste en valeurs de Trésor s'est tenu en septembre 1999.

¹³⁰ Citons à titre d'exemple le cycle de formation des intermédiaires en bourse entrepris en septembre 1996 et réalisé par la SBF-Bourse de Paris.

Activité	Nombre des citations	Pourcentage
Courtier	2	7%
Teneur de marché	1	3.5%
Contrepartiste	0	0%
Activité mixte	25	89.5%
Total	28	100%

90% des intermédiaires en bourse exercent une activité mixte incorporant le courtage, le conseil, l'analyse financière, la gestion libre des portefeuilles titres et le montage des opérations d'introductions en bourse.

L'activité de contrepartie n'a pas été citée à titre particulier justifiant ainsi l'absence de la spécialisation des intermédiaires dans les opérations de contrepartie. En revanche, un intermédiaire avait précisément mentionné l'exercice de la tenue de marché.

En résumé, les sociétés en bourse tunisiennes sont majoritairement des sociétés anonymes assez hautement capitalisées surtout quand elles sont des filiales de banques. Elles emploient en moyenne un personnel qualifié. De plus, elles sont bien équipées en terme de matériel informatique et de communication. Leur activité principale s'est orientée vers la négociation des valeurs mobilières et le conseil financier.

Il devient ainsi légitime de les comparer aux sociétés de bourse exerçant sur les marchés plus développés tels que le marché français.

L'activité de contrepartie, considérée comme le moyen le plus efficace pour le service de liquidité pour les petites valeurs, est très peu pratiquée en Tunisie en dépit de la réglementation favorable et des compétences humaines. En plus, cette situation n'est pas liée à un problème de capitalisation. Nous pouvons supposer que ce vide est plutôt lié à une tradition historique assez limitée des métiers de la bourse. Tout laisse à espérer une évolution plus intéressante dans les années à venir si les mesures nécessaires sont prises à temps.

Soulignons également l'absence du métier de compensateur de l'ensemble des activités autorisées.

Section II : La liquidité du marché: une notion méconnue

Cette section a pour objectif principal de montrer la méconnaissance de la notion de liquidité du marché telle que définie dans le premier chapitre de ce travail ¹³¹ et sa confusion avec des aspects proches.

II.1 La liquidité du marché définie par les praticiens

¹³¹ Dans la première partie de ce travail, la liquidité du marché est définie comme étant la faculté du marché à garantir des échanges rapides, à moindre coût et à des prix raisonnables. De plus, les marchés liquides sont caractérisés par trois dimensions: la largeur, la profondeur et la résilience.

Question : Qu'est ce que la liquidité d'un marché de titres ?

- Accès facile au marché
- Efficience
- Elasticité des prix
- Equité du marché
- Un faible coût de transaction
- Une instantanéité des échanges
- La largeur du marché
- La profondeur
- La régularité des prix
- La résilience du marché

10 intermédiaires définissent la liquidité par un seul aspect et 18 lui attribuent des aspects combinés.

Aspect	Nombre des réponses	Pourcentage
Efficience	6	60%
Instantanéité des échanges	2	20%
Profondeur	2	20%
Total	10 de 28	100%

Les réponses composées

- Efficience, instantanéité des échanges et régularité : **2 citations**
- Instantanéité des échanges et profondeur : **2 citations**
- Accès facile, équité, faible coût de transaction, profondeur, régularité et efficience : **2 citations**
- Instantanéité des échanges, profondeur et régularité : **4 citations**
- Accès facile, instantanéité des échanges, largeur, profondeur et régularité: **2 citations**
- Accès facile, faible coût de transaction et profondeur : **4 citations**

60% des intermédiaires de la première catégorie ¹³² réduisent la liquidité à l'efficience, 20% à la profondeur et 20% à l'instantanéité des échanges.

Ces définitions partielles, mais pas divergentes de la définition complète, mettent en exergue surtout l'absence de la dimension des prix raisonnables. En effet, nous constatons qu'en aucune fois la liquidité n'a été réduite à *la régularité des prix*.

En deuxième lieu, nous soulignons l'absence totale du terme *résilience* et le nombre

¹³² Ceux qui définissent la liquidité du marché par un seul aspect.

réduit des citations du terme *largeur* évoqué seulement deux fois. Cependant, nous avons constaté l'occurrence modeste de la notion du *faible coût de transaction*, mentionnée à six reprises.

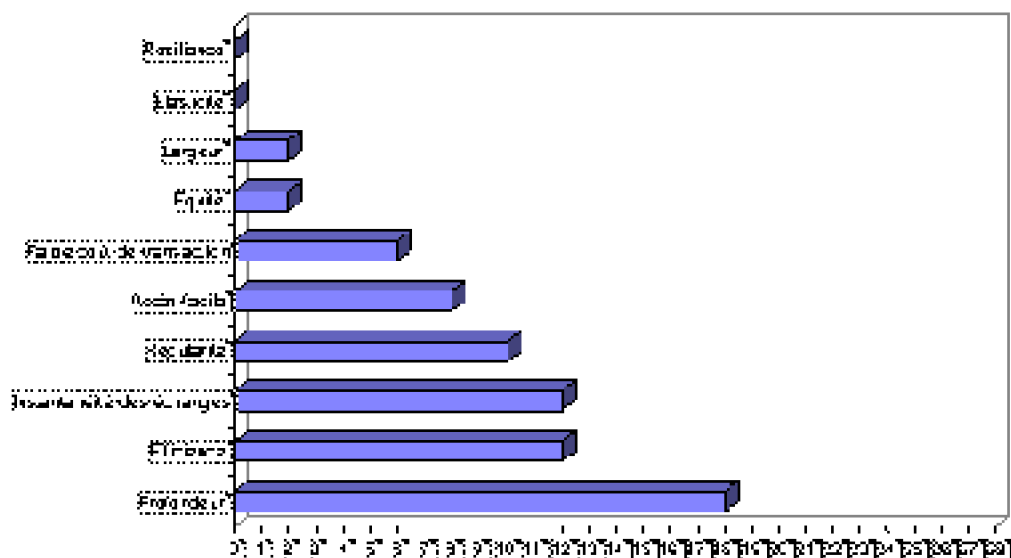


Figure 26 : la fréquence des termes utilisés dans la définition de la liquidité

En résumé, 43% des intermédiaires en bourse tunisiens définissent un marché liquide comme étant *un marché profond et efficient permettant des échanges instantanés*.

Bien qu'elle soit globalement correcte, cette définition ne concorde pas avec les aspects distinctifs des marchés liquides que nous avons évoqués dans la partie théorique de ce travail.

En effet, l'efficacité est une notion clairement séparée de la liquidité dans les écrits académiques. Elle a trait à la qualité de l'information reflétée par les prix du marché. Selon certaines théories, un marché efficient peut même entraver la production de liquidité¹³³. De plus, cette définition ne prend pas en considération la largeur du marché.

Ces divergences entre la définition théorique et l'explication des intermédiaires semblent découler de la confusion entre la notion de profondeur et la notion de largeur. La recherche lexicale suivante a pour objectif de vérifier cette hypothèse.

II.2 La recherche lexicale

Il est à préciser à ce niveau que les graphiques analysent la fréquence des aspects utilisés dans l'explication de chacune des notions à définir. En revanche, les tableaux montrent le pourcentage des intermédiaires qui restreignent leur définition à un seul aspect.

¹³³ L'efficacité restreint l'hétérogénéité des intervenants. Or la diversité des opinions et la présence des agents non informés ou agissant sur la base d'un bruit sont des conditions nécessaires à la conclusion des échanges et la production de la liquidité. Voir Treynor (1981), Black (1986), Grossman & Miller (1988)...

De plus, l'ensemble des réponses recevables donne un taux de réponse de 93% seulement. En effet, un intermédiaire n'a pas du tout répondu à cette partie de l'enquête et un autre a coché toutes les définitions proposées pour chacune des questions.

Question : D'après vous, que signifie la largeur d'un marché de titres ?

- Un flux d'ordres important
- Un volume de transaction important
- Un nombre de participants important
- Des prix autour des limites de la fourchette

Aspect	Nombre des citations	Pourcentage
Un flux d'ordres important	5	18%
Un volume de transaction important	5	18%
Un nombre de participants important	14	50%
Des prix autour des limites de la fourchette	0	0%
Total	24 de 28	86%

Les réponses composées

- Un grand nombre de participants et un grand volume de transactions : **1 citation**
- Un flux d'ordres important et des prix proches des limites de la fourchette : **1 citation**

Parmi les réponses recevables, 50% des intermédiaires assimilent la largeur au nombre de participants au marché. 18% évaluent la largeur par le volume des transactions et 18% considèrent l'importance des flux d'ordres comme une indication sur la taille du marché.

La largeur d'un marché traduit son étendue par opposition à la minceur (*thinness*). Cependant, il est important de différencier la taille d'un marché de son activité. En effet, un marché peut être large grâce à une capitalisation élevée et un grand nombre de titres cotés mais il peut rester inactif à cause des transactions sporadiques même si elles portent sur des grandes quantités de titres. Il en ressort donc que le volume de transaction est plutôt un indicateur de l'activité d'un marché et non de sa largeur.

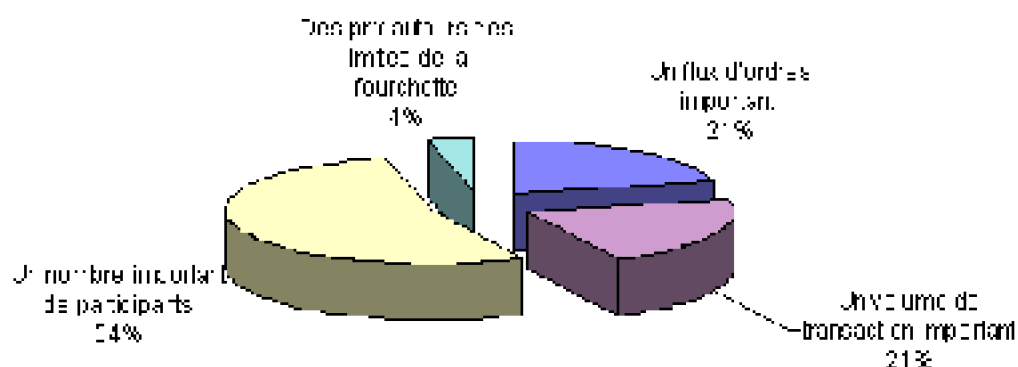


Figure 27 : Fréquence des termes utilisés dans la définition de la largeur

Il est à remarquer encore une fois l'absence de la notion de fourchette des prix de l'explication des aspects de la liquidité. La largeur, traduite par un volume important des échanges, peut être assurée par l'émission d'ordres limités proches des bornes de la fourchette de marché. Ceci favorise les possibilités d'échanges.

Question : Que signifie la profondeur ?

- Des ordres de grande taille
- Une volatilité moindre des cours
- Un flux d'ordres important
- Une absorption rapide des chocs
- Un volume de transaction important
- Des prix proches des limites de la fourchette
- Présence importante des investisseurs institutionnels
- Des prix concentrés dans la fourchette

Aspect	Nombre de citations	Pourcentage
Un flux d'ordres important	8	29%
Un volume de transaction important	13	46%
Total	21 de 28	75%

Les réponses composées

(Chacune des réponses suivantes est survenue une seule fois)

- Un flux d'ordres important, un grand volume de transactions et la présence importante des investisseurs institutionnels.
- Des ordres de grande taille et une volatilité moindre des cours.

- Des ordres de grande taille, une volatilité moindre des cours et une absorption rapide des chocs des prix.
- Un flux d'ordres important, présence importante des investisseurs institutionnels et une volatilité moindre des cours.
- Des ordres de grande taille et un flux important d'ordres.

Les réponses complémentaires

- “ Un marché profond est un marché diversifié ”
- “ La profondeur: beaucoup de titres en circulation ”

Cas particulier

Un intermédiaire définit la largeur et la profondeur exactement de la même manière, c'est à dire en combinant des ordres de grandes taille et un flux d'ordres important. Ces deux aspects reflètent uniquement la largeur.

Un marché est profond quand il permet d'échanger une grande quantité de titres sans perturber considérablement les prix. Telle est la définition qui nous sert de référence pour l'analyse des réponses collectées.

D'abord, nous soulevons la répartition des citations sur toutes les réponses proposées à l'exception de la possibilité des prix inclus dans la fourchette ou proches de ses limites. La réponse qui avait attiré le maximum d'attention auprès des intermédiaires demeure l'importance du volume de transaction. Cet aspect est certainement relié à la réalisation de la profondeur. Néanmoins, il s'agit d'une relation indirecte. En effet, c'est la rotation des capitaux échangés qui renseigne sur la profondeur. Cette rotation est assurée par la présence des investisseurs institutionnels. En effet, l'intervention permanente des institutionnels est susceptible d'apporter de la profondeur au marché.

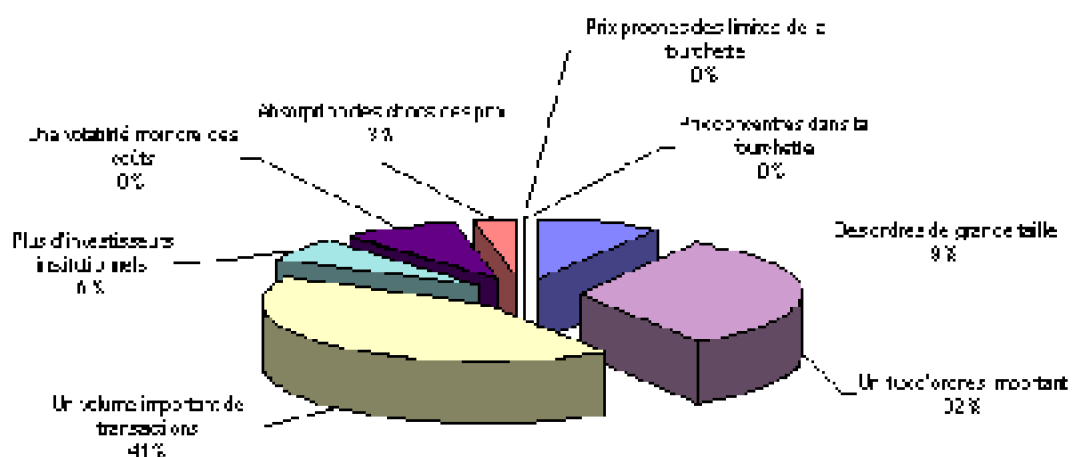


Figure 28: Fréquence des termes utilisés dans la définition de la profondeur

De plus, huit intermédiaires ont opté pour l'importance des flux d'ordres pour définir la notion de profondeur. Le flux d'ordres sur un marché renseigne sur son étendue, c'est à dire sur sa largeur tel qu'il a été précisé dans l'analyse précédente. Il existe vraisemblablement une confusion entre les deux notions qui fausse la définition de la liquidité.

Par ailleurs, l'idée des prix concentrés dans la fourchette a été rejetée par les intermédiaires, ce qui est une conséquence logique à la méconnaissance de la profondeur. L'idée prédominante sur l'aspect d'un marché régi par les ordres induit également les intermédiaires en erreur. Le principe des marchés basés sur la centralisation des ordres ne signifie pas l'élimination de la notion fourchette¹³⁴.

De plus, la profondeur a été très peu associée à une moindre volatilité des cours évoquée seulement à trois reprises. Cette situation souligne d'une part l'absence de la notion de prix raisonnables dans l'explication de la liquidité du marché. D'autre part, elle met l'accent sur la confusion de la profondeur à la largeur.

Question : Que signifie la résilience ?

- Une régularité des prix
- Une absorption rapide des variations des cours
- Une réponse immédiate aux déséquilibres du marché
- Une meilleure dissémination de l'information
- Plus de résistance aux chocs des prix

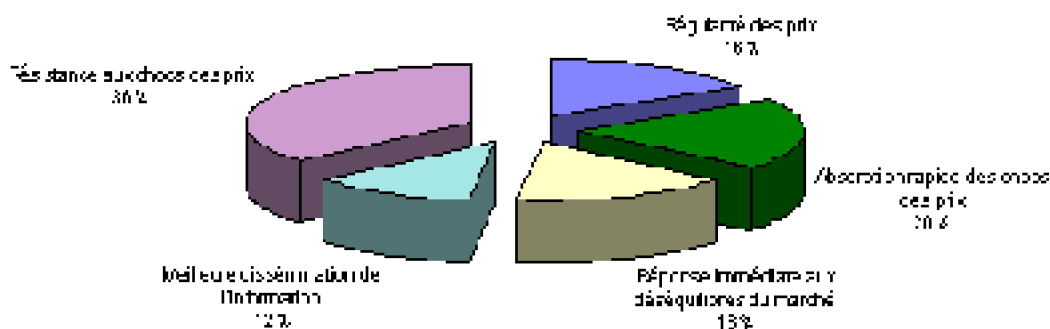


Figure 29: Fréquence des termes utilisés dans la définition de la résilience

Il n'a pas eu de réponses simples à cette question. Les intermédiaires ont eu recours en moyenne à l'utilisation de deux aspects au moins pour définir la résilience.

D'abord, il est à remarquer l'utilisation simultanée de deux idées semblables : une

¹³⁴ La fourchette sur un marché d'agence est la différence entre le prix offert le moins élevé et le prix demandé le plus élevé émanant du public.

absorption rapide des chocs des prix et une résistance aux chocs des prix. Ceci peut renseigner sur une hésitation avant de cocher la case appropriée comme il peut conduire à soulever un manque de rigueur lors de la réponse à nos questions.

Or, il est à préciser à cet égard, que lors de nos contacts avec les intermédiaires en bourse, ces derniers nous ont avoué la difficulté rencontrée à ce niveau de l'enquête. Dans plusieurs cas, ils ont précisé qu'ils utilisent couramment chacun de ces termes mais il leur est difficile de les définir précisément.

Quant à la notion de la résilience, elle traduit la capacité du marché à attirer l'intervention des investisseurs potentiels en cas de déséquilibre de l'offre et de la demande pour ramener les prix à leur niveau d'équilibre. Cette intervention résulte d'abord de l'existence potentielle de ces intervenants.

Ensuite, l'information sur l'état du marché et sur le niveau des prix doit être véhiculée rapidement et acheminée vers les investisseurs pour les inciter à intervenir. C'est une grande partie du travail des courtiers dans leurs démarches de transformation de la disparité spatiale. Ces deux notions, l'absorption rapide des perturbations des prix et la vitesse de circulation de l'information ont constitué 32% des réponses collectées.

En conclusion, la recherche lexicale confirme la méconnaissance de la notion de liquidité de marché. Celle-ci est réduite à l'instantanéité des échanges en négligeant le coût de transaction relatif à la réalisation d'une transaction rapide et la notion des prix raisonnables. De plus, les dimensions théoriques des marchés liquides sont largement confondues. La profondeur est souvent assimilée à la taille du marché. La résilience est plus au moins comprises mais les intermédiaires éprouvent beaucoup de difficulté à la cerner avec exactitude.

Section III : L'illiquidité du marché tunisien: origines et solutions

III.1 Les origines du problème

Question : Le marché tunisien manque-t-il de liquidité ?

- oui
- non

Tous les intermédiaires sont unanimes en confirmant que le marché tunisien souffre d'insuffisance de liquidité.

Question : Si oui, il s'agit d'un problème de :

- Absence d'une culture de marché
- Concentration des valeurs
- Coût élevé de transaction
- Demande insuffisante
- Lenteur administrative

- Manque de concurrence
- Manque de largeur
- Manque de profondeur
- Offre insuffisante
- Réglementation rigide
- Volatilité des prix
- Toutes nos propositions ont suscité l'intérêt des personnes interrogées parce qu'elles ont été évoquées chacune au moins une fois excepté *la lenteur administrative*.

Cependant, il n'y a pas eu de réponses au choix unique. L'insuffisance de liquidité est toujours associée à la coexistence de plusieurs problèmes.

Motif	Nombre des citations	Fréquence
Absence d'une culture du marché	20	22%
Demande insuffisante	20	22%
Manque de profondeur	16	17%
Offre insuffisante	14	15%
Concentration des valeurs	8	9%
Autres	5	5%
Manque de largeur	3	3%
Coût de transaction élevé	2	2%
Volatilité des prix	2	2%
Manque de concurrence	1	1%
Réglementation rigide	1	1%
Lenteur administrative	0	0%
Total	92	100%

L'absence d'une culture de marché et la demande insuffisante ont constitué 44% des citations. Elles peuvent être donc considérées comme les principales origines de l'illiquidité du marché boursier tunisien.

En deuxième position, les intermédiaires évoquent *le manque de profondeur* et *l'offre insuffisante* qui totalisent respectivement 16 et 14 citations. Seulement 9% des réponses collectées ont attiré à *la concentration des actions* et 3% des citations lient l'illiquidité à *un coût de transaction élevé*.

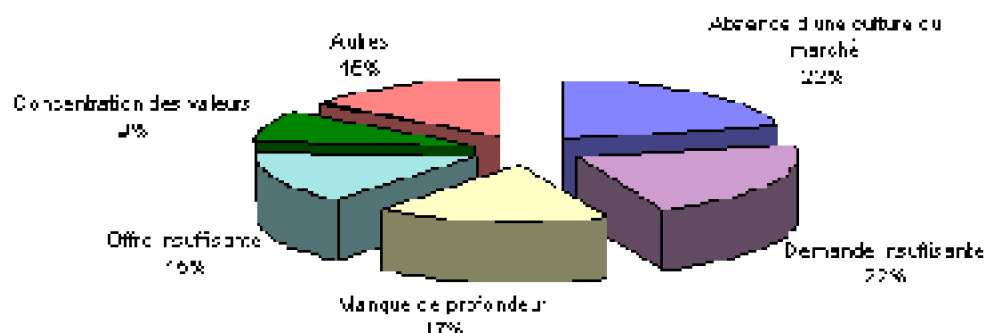


Figure 30 : Les origines de l'illiquidité du marché tunisien

Par ailleurs, 2 intermédiaires seulement ont relié l'illiquidité du marché à la volatilité des prix. Ceci apparaît en contradiction avec l'intérêt porté au manque de profondeur dont souffre le marché. La profondeur signifie la possibilité d'échanger une grande quantité de titres sans provoquer des variations considérables des prix. C'est pourquoi il devient pertinent de se pencher sur la définition attribuée à la notion de la profondeur afin de comprendre cette contradiction. Il semblerait que la profondeur soit confondue avec la largeur.

L'explication de l'illiquidité du marché boursier tunisien par une demande insuffisante des titres sous-entend une insuffisance des ordres d'achat constatée lors de la période de récession.

Suite à l'effondrement des cours en 1996, les investisseurs se sont montrés impatients de liquider leurs détentions sans trouver une contrepartie à leur offre dans la mesure où ils ont tous réagi de la même manière. L'offre en terme d'ordres de vente était abondante, mais l'offre en terme de nouvelles possibilités de placement était limitée. Le marché est étroit et concentré.

En effet, le marché comptait seulement 30 valeurs cotées en 1996 dont la majorité appartenait au secteur financier.

Les intermédiaires ont eu recours à des explications supplémentaires sur l'illiquidité du marché tunisien. Elles consistent essentiellement à expliquer le problème par un motif psychologique : *la confiance ou la crédibilité des intermédiaires en bourse*. En fait, cinq intermédiaires justifient la récession des échanges par une ambiance de manque de confiance qui touche l'activité des intermédiaires, le marché et la qualité des entreprises cotées :

“ Le problème de liquidité sur le marché tunisien est une situation psychologique due à l'absence d'une culture boursière et à une mauvaise interprétation du boom boursier 1994-95. Il y a aussi le manque de confiance, quant aux intermédiaires, régnant depuis la crise de 1996. ” “ En plus des motifs cochés ci-dessus, il y a aussi les effets de la période d'illiquidité qu'a connue le marché depuis 1996, le manque de confiance dans les actions des intermédiaires et le nombre réduit des

investisseurs institutionnels. ” “ La perte de confiance des investisseurs, notamment des petits épargnants qui ont été attirés vers la bourse sans en connaître les risques, c’est la faute des professionnels qui ne les avaient pas avertis ” “ Manque de confiance des investisseurs envers la BVMT depuis la chute des prix de 1995 ”

Il apparaît ainsi que la crise des années 1996-97 a été à l’origine d’une psychose généralisée. Les intermédiaires expliquent partiellement cette réaction des investisseurs par la prédominance d’une tradition bancaire et par l’absence d’une culture boursière. En effet, les petits épargnants, attirés par une possibilité fictive du gain facile et rapide, et peu initiés au risque, ont été dramatiquement touchés par la baisse des cours. Ensuite, le manque de professionnalisme de la part de certains intermédiaires a touché considérablement l’image du métier en engendrant la perte de sa crédibilité.

La justification de la crise par l’effondrement de la confiance est justifiée théoriquement et empiriquement.

Sur le plan théorique, le manque de liquidité dépend du climat de **confiance/défi**ance ainsi que des mouvements de psychologie collective (Bialès (1999)). En effet, Le risque systémique n’est pas la simple juxtaposition de risques individuels et indépendants. Il y a risque systémique quand les agents économiques, confrontés à des risques individuels, adoptent des réponses individuelles qui sont certes rationnelles de leur point de vue. Mais elles sont loin d’aboutir à une réduction de l’ensemble des risques individuels par diversification. Les réactions individuelles provoquent une forte poussée de l’insécurité générale, essentiellement à cause des défauts de coordination des marchés et des phénomènes de propagation dont le ressort se trouve essentiellement dans le manque de liquidité.

C’est ainsi que la crise financière aboutit à un effondrement des quantités et des prix parce que les acteurs adoptent soudainement et massivement un comportement de fuite vis-à-vis des actifs qu’ils détiennent. Cherchant à les liquider dans le sens absolu du terme, autrement dit pour les échanger contre de la monnaie. Il s’agit d’une prise de conscience de la fragilité du marché, aiguillonnée par l’incertitude et par le manque de confiance : le doute peut aussi bien porter sur la valeur des actifs financiers, sur la fragilité des institutions et sur la réputation des autorités monétaires.

Sur le plan empirique, le manque de confiance est justifié par les lacunes de la profession boursière. En effet, les conclusions relatives aux missions de contrôle entreprises par la BVMT ou le CMFT auprès des intermédiaires de la place ont révélé un certain nombre d’abus.

Une première mission menée en 1993 concernant le respect des procédures dans la réception et l’exécution des ordres a donné lieu à la constatation des anomalies suivantes

135 :

- La non mise à jour des registres de réception des ordres et de leur exécution.
- L’ordre chronologique d’exécution n’est pas toujours respecté.

¹³⁵ Rapport d’activité de la BVMT en 1993, p 44.

- Les formulaires exprimant les ordres des clients n'étaient pas dûment remplis.
- Les avis d'opéré n'étaient pas toujours communiqués dans les délais réglementaires (48 heures après l'exécution de l'opération).
- Les tarifs de courtage n'étaient pas toujours affichés dans les locaux des intermédiaires.

De plus, le Conseil du Marché Financier a reçu au cours de 1996 32 plaintes dont 25 émanant des petits épargnants. 88% de ces plaintes ont été formulées principalement à l'encontre des intermédiaires en bourse. Les quatre autres ont concerné la BVMT et les sociétés émettrices.

Les plaintes qui ont visé les intermédiaires ont concerné principalement les manquements à leurs obligations contractuelles et déontologiques liées à l'exécution des ordres et la gestion des portefeuilles sous mandat.

Pour ce qui est des plaintes concernant l'exécution des ordres, la majorité des plaignants ont contesté l'inobservation des procédures et le non-respect de la priorité, voire l'exécution des opérations sans ordres préalables. D'autres plaintes à l'encontre des intermédiaires ont porté sur le retard mis dans le versement du produit des ventes exécutées.

Par ailleurs, un incident de taille a aussi caractérisé l'histoire de l'intermédiation en bourse en 1996. En effet, la société GESIC (General Sharing and Intermediate Company) qui avait procédé à la fin de 1995 à l'achat de 10 100 titres SPDIT pour une valeur totale de plus de 600.000 dinars, se trouvait dans l'impossibilité d'honorer ses engagements quatre mois après. Il est à préciser à ce niveau que le délai de livraison et de règlement réglementaire est de cinq jours. Ainsi, la société de bourse a été sujette de poursuites disciplinaires et juridiques. L'affaire a été résolue en novembre 1996 avec la saisie des fonds et des titres de la société¹³⁶.

En résumé, le manque de liquidité sur le marché boursier tunisien est un problème très complexe impliquant les investisseurs, les intermédiaires et les aspects du marché.

Du côté des investisseurs, il semble résulter de l'absence d'une culture boursière traduite d'une part, par l'absence d'une stratégie de placement à long terme et d'autre part, par des réactions exagérées aux déséquilibres du marché.

Du côté des intermédiaires, le personnel avait fait preuve de manque de technicité face à la crise des années 1996-97¹³⁷. Cette difficulté à surmonter la régression des échanges en plus de certaines déficiences dans l'exercice de leur métier sont à l'origine de la méfiance des petits investisseurs et leur fuite du marché.

Du côté du marché, le problème d'insuffisance de liquidité est lié à son étroitesse, à son manque de profondeur et son inaptitude à absorber les fluctuations erratiques des cours. D'abord, le nombre réduit des valeurs cotées et le désengagement des investisseurs institutionnels confirment l'étroitesse du marché. De plus, les variations

¹³⁶ Rapport d'activité de la BVMT en 1996, pp 60-63.

¹³⁷ Il faut préciser à ce niveau que la contrepartie était autorisée depuis 1994.

substantielles des cours reflètent un manque de profondeur. Finalement, le marché s'est montré incapable de faire face à une situation de crise dès le début du choc en attirant dans les jours qui suivent l'intervention des investisseurs institutionnels susceptibles de ramener les prix à leurs niveaux d'équilibre et de réactiver les échanges. Ceci révèle un manque de résilience.

III.2 Les institutions concernées par l'amélioration de la liquidité

Question : L'amélioration de la liquidité du marché tunisien est l'affaire :

- Des intermédiaires
- Des autorités publiques
- De l'organisation interne du marché
- Du conseil du marché financier
- Des investisseurs institutionnels
- Des sociétés cotées

L'objectif de cette question est de découvrir si les intermédiaires se sentent concernés par ce problème d'illiquidité.

Institution	Nb. de citations (a)	Fréquence (a/90)	Population en % (a/28)
Les intermédiaires	22	24%	79%
Les autorités publiques	20	22%	71%
Les investisseurs institutionnels	20	22%	71%
Des sociétés cotées	18	20%	64%
Le conseil du marché financier	8	9%	29%
L'organisation interne du marché	2	2%	7%
Total	90	100%	100%

79% des intermédiaires se sont attribués la responsabilité de remédier au problème d'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien. Cependant, 80% de ces intermédiaires évoquent également la responsabilité des autorités publiques, des investisseurs institutionnels et des sociétés cotées.

A propos de la nature de leurs actions possibles, deux intermédiaires invitent leurs confrères à faire preuve de plus de professionnalisme afin d'effacer les " bêtises " commises dans le passé.

En revanche, le rôle des autorités publiques a été largement détaillé. Les intermédiaires critiquent la lenteur ressentie dans le processus de privatisation des entreprises publiques et l'ingérence étatique dans l'activité boursière.

La bourse tunisienne est une société anonyme constituée entre les intermédiaires. Cependant, le Conseil du Marché Financier qui constitue son organisme de tutelle comporte dans sa constitution cinq représentants des institutions juridiques et financières

gouvernementales.

Il convient néanmoins de préciser toutes les actions entreprises par les autorités publiques en faveur du marché financier depuis sa première réforme en 1989.

L'Etat est intervenu à deux reprises pour activer le marché financier en baissant le taux du marché monétaire en février 1996 et en février 1999. Cette baisse du taux d'intérêt vise principalement l'orientation de l'épargne domestique vers le placement en valeurs mobilières.

En plus de leur action sur les instruments monétaires, les autorités publiques attribuent plusieurs avantages fiscaux à l'introduction en bourse et à la détention d'actions cotées. Récemment, l'ensemble de ces mesures fiscales a été enrichi en février 1999 par les décisions suivantes :

Une réduction du taux d'imposition sur le bénéfice de 35% à 25% pour les entreprises introduites en bourse dans un délai de 3 ans à compter de cette décision. Cet abattement est valable pour une durée de 5 ans à partir de la date d'admission de la société en bourse à condition d'ouvrir au moins 30% de son capital. Les sociétés déjà cotées peuvent bénéficier de cet avantage fiscal si elles diffusent davantage leur capital en respectant le seuil minimal de 30%.

La création d'un Compte Epargne en Actions à l'instar du Plan Epargne en Actions en France. Ce produit est totalement exonéré de toute imposition sur le revenu à condition de bloquer les fonds pendant 5 ans et dans la limite d'un montant maximum de 10 000 dinars

138 .

Par ailleurs, les autorités publiques ont montré une volonté sérieuse de réformer la politique de financement en remplaçant progressivement le crédit bancaire par le recours au marché financier. Après le succès réalisé avec les émissions des Bons de Trésor Négociables en Bourse, elles lancent l'émission des Bons de Trésor Assimilables et des Bons de Trésor à Court Terme.

Par ailleurs, 71% des intermédiaires ont parfaitement raison d'évoquer le rôle des investisseurs institutionnels dans la provision de liquidité. En effet, les institutionnels possèdent des structures adaptées à l'analyse de l'information financière. Leurs interventions sur le marché améliorent son seuil d'efficience ainsi que la transparence des sociétés cotées.

De plus, les investisseurs institutionnels peuvent mobiliser de larges quantités de ressources à long terme. Ces ressources permettent ainsi d'échanger de grandes quantités de titres lors de la souscription ou en cas de déséquilibre de l'offre et de la demande. Par ailleurs, l'intervention des institutionnels sur le marché est susceptible de créer un effet de contingence et d'apprentissage très bénéfique sur un marché naissant.

De par leur savoir-faire, les institutionnels permettent d'assurer aux petits porteurs méfiants et dotés d'un savoir-faire limité une indication fiable sur les prix des valeurs cotées. De plus, l'action des institutionnels assurent les petits porteurs sur l'état global du

¹³⁸ Pour plus de détails sur les modalités d'ouverture et le fonctionnement des comptes épargne en actions, voir Décret du Ministère des Finances n° 99-2773 du 13 décembre 1999

marché.

Les sociétés cotées peuvent également contribuer à l'amélioration de la liquidité de leurs titres selon 64% des intermédiaires. Elles peuvent agir en intervenant sur le marché pour réguler leurs cours ou en concluant des contrats d'animation de marché avec leurs intermédiaires.

Elles doivent surtout commencer par améliorer leur transparence fortement critiquée par les intermédiaires et les investisseurs. En effet, la publication de l'information financière sur les sociétés cotées demeure insatisfaisante en dépit de la réglementation qui en vigueur. Dans un rapport publié par le Fonds Monétaire International sur le respect des normes et des codes en Tunisie, les sociétés cotées sont particulièrement invitées à se soumettre à l'application du principe de la publication périodique des états financiers et des décisions financières et économiques¹³⁹.

7% des intermédiaires seulement ont songé à la modernisation de la structure boursière en vue d'assurer le service de liquidité. Ce taux demeure largement inférieur à l'intérêt soutenu par la majorité des écrits récents qui accordent une grande importance à l'organisation des marchés boursiers.

Il est aussi impertinent d'ignorer aujourd'hui l'apport des nouvelles technologies dans l'accélération des négociations et leur impact positif sur la célérité des marchés. Les systèmes de communication tels que le Minitel ou Internet rapprochent les investisseurs, centralisent la demande et accélèrent la transmission et l'exécution des ordres. La bourse en direct et les courtiers en ligne sont les intermédiaires de demain.

De plus le peu d'intérêt porté à la modernisation du marché est en contradiction avec la satisfaction exprimée à l'égard de l'introduction du système électronique de cotation. En effet, nous avons consacré quelques questions concernant l'adoption de la cotation électronique en continu.

III.3 L'apport du Nouveau Système Electronique de Cotation

Question : Etes vous satisfaits du nouveau système de cotation électronique en continu ?

Tous les intermédiaires ont répondu d'une manière affirmative. Un seul intermédiaire avait manifesté un reproche relatif à l'absence des investisseurs lors des séances de cotation. En réalité, depuis l'installation du système électronique, la salle de marché est interdite au public et autorisée seulement à deux mandataires au plus par société de bourse. Cet intermédiaire avait songé à l'impact positif que pouvait avoir la présence des investisseurs sur l'accélération de la transmission des ordres et surtout au rétablissement d'une atmosphère de confiance.

Question : Si oui, c'est parce qu'il a :

- Accéléré les échanges
- Amélioré la largeur du marché

¹³⁹ D'après le Rapport Expérimental Du F.M.I sur l'Observation des Normes et des Codes en Tunisie. Publié en septembre 1999.

- Amélioré la profondeur
- Assuré une meilleure gestion de l'information
- Facilité l'accès au marché
- Facilité la gestion des ordres
- Réduit le coût de transaction
- Stabilisé les prix
- Autres arguments

Motif	Nombre de citations	Fréquence	Population en %
Faciliter la gestion des ordres	20	33%	77%
Accélérer les échanges	14	23%	54%
Assurer une meilleure gestion de l'information	14	23%	54%
Faciliter l'accès au marché	6	10%	23%
Améliorer la largeur	4	7%	15%
Réduire le coût de transaction	2	3%	8%
Améliorer la profondeur	1	2%	4%
Total	61	100%	26 de 28

Les avantages associés à la cotation automatisée en continu sont variés. Trois raisons sont principalement à l'origine du contentement des professionnels du marché tunisien : une gestion simplifiée des ordres, des échanges plus rapides et une meilleure gestion de l'information.

Selon 20 intermédiaires, soit 77% de la population étudiée, la gestion des ordres est devenue plus facile et meilleure depuis l'installation du système de cotation électronique. C'est la cotation écrite sur panneaux individuels par valeur qui avait prévalu depuis janvier 1990 jusqu'à son remplacement au profit de la centralisation électronique en 1997.

En outre, 54% des intermédiaires interrogés affirment que la cotation électronique en continu a accéléré les échanges. Rappelons que la vitesse d'exécution des ordres est un aspect indiscutable de la liquidité.

De plus, 23% des citations ont argumenté l'utilité de la cotation électronique par une meilleure gestion de l'information. La cotation en continu a permis de renforcer la transparence du marché à travers la diffusion en temps réel des prix de transactions, de leur volume et de la taille des lots. Il est à souligner aussi l'anonymat des intervenants qui renforce l'intégrité du marché et le traitement de tous les investisseurs sans favoritisme.

Cependant, on ne relie pas le système de cotation électronique à une réduction du coût de transaction bien qu'elle soit l'avantage commun à toutes les nouvelles technologies de négociation. Les professionnels du marché boursiers tunisiens se soucient peu de la notion du coût de transaction parce qu'ils la réduisent d'une manière simplificatrice à la commission de courtage. D'une part, les coûts de traitement de traitement et d'exécution des ordres font l'objet d'un gain de productivité et d'économies

d'échelle grâce à l'utilisation des systèmes de cotation automatisée. D'autre part, la cotation en continu améliore la transparence du marché et contribue donc à minimiser les variations des cours. Les fluctuations des prix constituent la composante du coût de transaction appelée " impact du marché ".

Cinq intermédiaires seulement ont songé à l'amélioration de la profondeur et de la largeur et aucune intermédiaire n'a opté pour la stabilisation des prix. Or le système électronique a permis de renforcer la régularité des prix grâce à une diffusion complète et efficace de l'information. Il est alors contradictoire de soutenir le rôle du système de cotation électronique dans l'assurance de la transparence du marché sans relier cette transparence à la régularité des prix de transaction.

Par ailleurs, le NSC permet d'éliminer les ordres émis à des prix très éloignés de la fourchette ce qui revient à dire qu'il assure plus de profondeur. De plus, le système de cotation en continu a permis d'améliorer l'intégrité et l'équité du marché en éliminant les relations de complaisance entre les intermédiaires. Ces derniers se livraient, lors de la préséance de cotation, à des opérations de compensation des ordres laissés à leur soin.

Ainsi, les négociations se résumaient à des accords préalables à la cotation écrite et les prix sont arrêtés de gré à gré contrairement à la procédure en vigueur. C'est cette situation que deux intermédiaires résument dans les remarques suivantes :

“ Le nouveau système a surtout permis de purger les résultats des quatre dernières années passées à faire n'importe quoi par les intermédiaires de la place ” “ Il a éliminé la pratique que les intermédiaires utilisaient pour gagner la priorité ”

En revanche, en plus de ces explications, les intermédiaires ont eu recours à des argumentations supplémentaires. Nous retenons d'entre elles l'avantage de la normalisation du marché. Il est vrai que l'introduction du système SUPERCAC a permis au marché boursier tunisien de se moderniser, d'harmoniser son organisation avec des marchés internationaux tels que la Bourse de Paris et de se rapprocher ainsi de l'organisation des marchés développés.

En résumé, l'introduction du système électronique de cotation a permis un meilleur contexte pour la négociation des ordres et la conclusion des opérations, même si elle a été également un facteur de chute des cours. En effet, le transfert des valeurs sur le système électronique a été généralement fait à des cours plus bas que le niveau habituellement observé pour les mêmes valeurs dans le passé. Cette situation s'explique tout simplement par un réajustement des cours gonflés par l'engouement de la demande avant la crise. Ces cours étaient établis selon une confrontation déformée de l'offre et de la demande à cause de l'ingérence des intermédiaires.

III.4 Les solutions envisageables

Question : Quels sont les moyens permettant l'amélioration de la liquidité ?

L'objectif de cette question est de vérifier l'étendue des solutions théoriques abordées dans la première partie de ce travail et de déterminer les moyens appropriés à l'amélioration de la liquidité du marché tunisien.

- Des contrats d'animation de marché
- Plus d'ampleur pour l'activité de l'intermédiaire
- Plusieurs séances de cotation
- Accès des investisseurs internationaux
- Plus de concurrence au sein du marché
- L'émission des ordres limités
- L'émission des ordres au marché
- Le retour à la cotation au fixing
- Un marché à la criée
- L'introduction en bourse de nouvelles actions
- L'instauration d'une nouvelle forme d'intermédiation (préciser)

Outil	Nombre de citations	Fréquence	Population en %
L'introduction en bourse de nouvelles sociétés	22	28%	85%
Des contrats d'animation du marché	18	23%	69%
L'accès des investisseurs internationaux	16	20%	62%
L'instauration d'une nouvelle forme d'intermédiation	10	13%	38%
Plus d'ampleur pou l'activité de l'intermédiaire	10	13%	38%
Autres	4	5%	15%
Total	80	100%	26 de 28

Les intermédiaires ont souvent eu recours à plusieurs réponses simultanées. Afin d'éviter toute ambiguïté, il est à préciser que les pourcentages cités dans l'analyse suivante évoquent la proportion de la population ayant opté pour une solution déterminée alors que le graphique ci-dessus représente la fréquence des outils proposés.

D'abord, 79% des intermédiaires proposent l'introduction en bourse de nouvelles actions. L'entrée de nouvelles sociétés devrait délayer le capital boursier et réduire la concentration sectorielle. De plus, les nouvelles introductions offrent plus de possibilités pour la diversification des portefeuilles en terme de rendement, de risque et de secteur d'activité.

D'autre part, 64% de la population mettent l'accent sur l'importance de l'accès des investisseurs internationaux. Leur présence sur le marché local peut créer un effet de synergie au niveau des échanges et entraîner un effet d'apprentissage pour les investisseurs domestiques. Par ailleurs, la présence des investisseurs initiés et compétents inciterait les entreprises cotées à diffuser une information complète et périodique.

La troisième solution qui avait intéressé 57% des intermédiaires concerne le

développement des contrats d'animation. Les intermédiaires pensent que ce type de contrat est un moyen très efficace pour l'animation des marchés des petites valeurs. Précisons que les contrats de liquidité qui ont vu le jour jusqu'à maintenant concernent la souscription des titres lors d'une introduction en bourse ou à l'occasion d'une augmentation de capital. Six contrats ont été adoptés entre 1990 et 1998¹⁴⁰.

En plus de ces solutions, 72% des intermédiaires sont également partagés entre l'instauration de nouveaux métiers de l'intermédiaire en bourse et l'élargissement du champ d'action de l'intermédiaire.

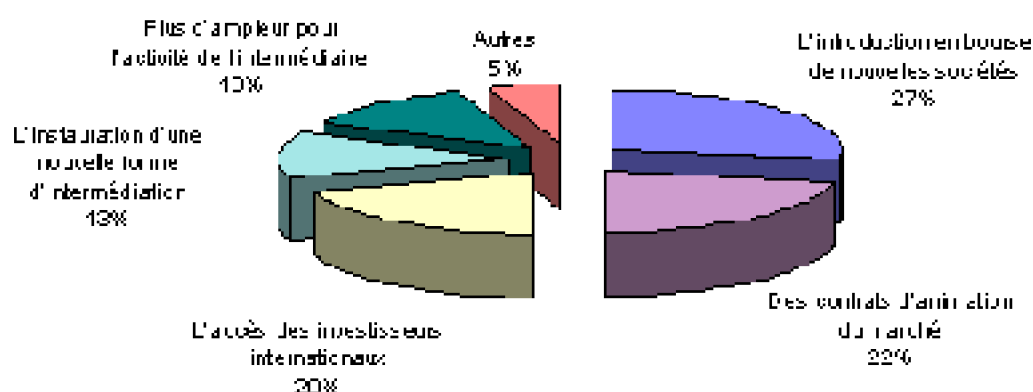


Figure 31: Les outils nécessaires à l'amélioration de la liquidité

Les métiers qui ont été cités en guise de réponses complémentaires sont : le market maker et le Spécialiste en Valeur de Trésor. Un seul intermédiaire a relié l'instauration du métier de market maker à la création d'un marché à terme.

Cependant, les autres solutions basées sur le mode de cotation, le nombre des séances de cotation, l'utilisation des ordres limités et l'organisation du marché d'une manière générale ont très peu suscité l'intérêt des intermédiaires interrogés. Un seul intermédiaire avait opté pour la négociation à la criée¹⁴¹.

Néanmoins, d'autres mesures possibles non stipulées dans le questionnaire ont été apportées. Il s'agit principalement du rétablissement de la relation de confiance brisée entre les intermédiaires et les investisseurs :

“ Redéfinir le rôle de l'association des intermédiaires en bourse et de la bourse des valeurs mobilières qui doivent être plus orientées vers le développement de l'épargne valeurs et la protection des épargnants ” “ Rétablir la relation de confiance avec les épargnants ”

D'autres propositions suggèrent l'assouplissement des règles d'introduction en bourse et des encouragements pour l'entrée des investisseurs institutionnels, voir même des

¹⁴⁰ D'après une information retenue de la part de M. Hamza Knani, président de l'Association des Intermédiaires en Bourse.

¹⁴¹ Pour plus de détails sur les divers modes de cotations, voir chapitre 3 de la première partie de ce travail

avantages fiscaux pour la réalisation de l'activité de contrepartie.

Une proposition a particulièrement attiré notre attention. Elle concerne la création d'un organisme de placement collectif entre les sociétés émettrices et les investisseurs institutionnels qui permettrait de réguler le marché.

En guise de réponse à cette proposition, nous évoquons la réalité du marché boursier tunisien caractérisé déjà par une forte densité des relations entre les sociétés émettrices, les intermédiaires en bourse et les investisseurs institutionnels.

En effet, une grande partie des sociétés cotées est constituée par des banques de la place qui possèdent déjà sous leur tutelle des sociétés de bourse chargées de la régulation de leurs marchés. Dans la majorité des cas, les banques sont des actionnaires majoritaires des SICAV et des compagnies de leasing. Alors, le champ des institutionnels potentiels se limite aux caisses nationales de sécurité maladie et aux compagnies d'assurances.

Or, le secteur de l'assurance est très en difficulté et nécessite des restructurations fondamentales. De plus, la création d'un organisme commun de placement contribuerait actuellement à aggraver la concentration du marché. Il serait opportun d'envisager plutôt la fusion d'un certain nombre de sociétés de bourse pour élargir leurs surfaces financières.

Conclusion

Le monopole de négociation des valeurs mobilières est accordé aux intermédiaires en bourse dont les conditions d'agrément et les obligations sont fort bien détaillées et précises. La profession est caractérisée par la coexistence des intermédiaires personnes physiques et des sociétés de bourse. Néanmoins, la réforme de 1999 impose à l'ensemble des intermédiaires l'élargissement de leur capitalisation. Cette situation peut conduire à la disparition progressive des intermédiaires personnes physiques. Il est devenu opportun pour quelques intermédiaires de fusionner.

La perspective de fusion s'impose dans la mesure où le secteur est émiété: 26 intermédiaires pour 44 valeurs à la fin de l'année 2000. Par ailleurs, les relations clients-intermédiaires sont très denses à cause de la forte présence du secteur bancaire. Le rôle des institutions bancaires est important pour l'activité du marché. Cependant, leur présence devient polémique quand elles sont à la fois les principales sociétés émettrices et les actionnaires majoritaires d'un bon nombre de sociétés de bourse et de sociétés d'investissement.

Le champ d'action des intermédiaires en bourse tunisien se rapproche de celui de la profession boursière française. Il regroupe plusieurs domaines d'intervention. Néanmoins, l'activité des intermédiaires reste principalement orientée vers les opérations de courtage. Les opérations de contrepartie et de tenue de marché sont rarement exercées. L'organisation de la liquidité demeure essentiellement assurée par les ordres du public. L'utilisation des contrats de liquidité est restreinte à quelques introductions et elle est initiée par les autorités boursières.

Dans le cadre particulier de l'illiquidité du marché boursier tunisien, deux constats principaux s'imposent.

D'une part, la liquidité du marché demeure une notion méconnue par les intermédiaires en bourse tunisiens. Cette méconnaissance s'explique essentiellement par les origines textuelles de la définition théorique retenue dans la partie théorique. En effet, cette définition est très évoquée dans la littérature anglo-saxonne et elle est liée à des traditions organisationnelles différentes de celles qui prévalent sur le marché tunisien.

D'autre part, les intermédiaires sont unanimes sur l'existence d'un problème d'illiquidité. Néanmoins, les explications avancées n'évoquent pas un problème durable du marché. Les intermédiaires perçoivent cette illiquidité comme une conséquence directe du ralentissement de l'activité boursière durant 1996-98 et des difficultés de la profession. En revanche, ils s'attribuent un grand rôle dans amélioration de la liquidité du marché en s'appuyant sur l'assainissement et l'élargissement du secteur. Ils appellent également à l'aide des autorités publiques et boursières en vue d'élargir la cote et consolider l'offre.

Annexe

Critères	Personnes Physiques	Personnes Morales
Nationalité	Tunisienne	Tunisienne
Résidence	Tunisie	*
Profil de l'intermédiaire ou des dirigeants	Droits civiques et politiques Habilités physiquement et mentalement Aucune condamnation pénale ou commerciale Maîtrise ou diplôme équivalent Expérience professionnelle : 5 ans au moins Test d'aptitude professionnelle	Capital minimum de 1 million de dinars si aucune activité de contrepartie Capital minimum de 3 millions de dinars si l'agrément est demandé pour l'activité de contrepartie Expérience professionnelle : 3 ans au moins
Obligations	Exercer à titre exclusif la négociation des valeurs mobilières Garantir l'existence de moyens humains et financiers suffisants	
Interdictions	L'exercice de la contrepartie, la tenue de marché et la garantie de bonne fin Participer directement ou indirectement pour plus de 30% dans le capital d'une société de bourse	Aucun cumul avec la gestion d'une autre société de bourse

Chapitre III : Les aménagements envisageables

Introduction

L'insuffisance de liquidité sur le marché tunisien est un problème complexe impliquant plusieurs aspects de la vie boursière. Néanmoins, les autorités publiques et boursières en sont parfaitement conscientes et cherchent à y remédier. Preuves à l'appui: la baisse du taux du marché monétaire en 1999, les avantages fiscaux accordés aux entreprises qui s'introduisent en bourse, l'aménagement du statut de l'intermédiaire en bourse et la création d'un compte épargne en actions.

Ces mesures se sont révélées efficaces pour relancer le marché et rehausser les indicateurs boursiers. Néanmoins, ces décisions visent dans leur globalité à élargir le marché en attirant de nouvelles introductions et à drainer la demande de titres. Excepté la réforme de l'intermédiation boursière et la révision récente des critères de diffusion de capital, elles sont ponctuelles et ne peuvent pas garantir durablement la liquidité recherchée au sens d'une rotation suffisante des titres et une stabilité des cours.

La production de liquidité sur les petits marchés requiert de la technicité et des aménagements explicitement orientés vers l'animation des marchés de titres. L'intermédiation boursière au sens des opérations de courtage s'avère insuffisante parce qu'elle repose sur l'accumulation de l'offre et de la demande. En revanche, les flux d'ordres sur les marchés peu actifs sont très aléatoires et peuvent être à l'origine d'une perturbation des cours.

L'expérience du second marché français peut servir de référence en la matière. Le choix du modèle français repose d'une part sur la tradition organisationnelle du marché tunisien qui s'inspire largement de la tradition française. D'autre part, ce choix prend en considération le contexte actuel du marché tunisien semblable à celui du second marché français juste après sa création.

L'organisation de la liquidité dans le cas français a été favorisée par l'innovation financière, le développement de l'activité de contrepartie et le caractère obligatoire des contrats de liquidité.

Dans les chapitres précédents nous avons montré que le marché tunisien souffre d'une illiquidité durable. Du côté de l'offre, le marché est étroit et concentré. Du côté de la demande, la rotation des capitaux et des titres sont limitées. Et du côté de la profession boursière, l'activité de contrepartie, théoriquement favorable à la production de la liquidité est rarement exercée et manque d'encadrement technique.

Dans ce qui suit, nous nous efforçons d'apporter quelques propositions d'aménagement à la lumière des outils adoptés en France et au respect des singularités du cas tunisien.

Nous axons les mesures d'aménagement sur les aspects suivants: élargir le marché

et encadrer l'activité de contrepartie.

La première section est consacrée aux aménagements susceptibles de dynamiser l'offre et la demande des titres. Nous proposons ainsi l'élargissement de la cote par la dynamisation du rôle des institutionnels, par l'accélération du programme de privatisation et par l'innovation des produits destinés aux sociétés émettrices.

Dans une deuxième section, l'attention est portée sur l'encadrement réglementaire et technique de l'activité de contrepartie dont les modalités d'application demeurent peu précises. Dans le même sens, le contrat de liquidité est un outil indissociable de la contrepartie sur les valeurs étroites et son utilisation mérite d'être encouragée.

Section I : L'élargissement du marché

Cette section propose certaines mesures susceptibles d'améliorer la largeur et l'activité du marché. Il s'agit d'étendre le rôle des investisseurs institutionnels, de propulser le programme de privatisation des entreprises publiques et d'innover les produits financiers.

I.1 Le rôle des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle important dans l'amélioration de la liquidité des marchés boursiers¹⁴². D'une part, les OPCVM agissent directement sur la négociabilité des titres à travers la transformation de l'échéance, du risque et de l'indivisibilité. De plus, ils garantissent au marché un pouvoir de placement délégué par les petits porteurs. D'autre part, les intermédiaires de l'épargne contractuelle alimentent le marché en capitaux disponibles à long terme en plus de leur pouvoir de placement et de réinvestissement. L'ensemble de ces intermédiaires, quand ils sont dynamiques, peut garantir une demande durable et importante sur le marché des titres négociables.

De plus, de par leur importance et leur savoir-faire, ils peuvent engendrer la modernisation du marché. Les autorités boursières doivent répondre aux exigences des institutionnels en matière de coût de transaction, de transparence et des modalités de traitement et livraison des titres. Néanmoins, pour atteindre ces aspects positifs nécessaires à l'amélioration de la liquidité, les investisseurs institutionnels doivent justifier d'une forte capitalisation, d'une haute technicité et surtout d'une présence permanente sur le marché.

De plus, leur rôle est particulièrement souhaitable sur le marché des actions. En effet, le risque systémique est plus important sur le marché des titres de capital. La présence des institutionnels contribue à minimiser ce risque par leur savoir-faire et le sentiment de confiance qu'ils induisent. De plus, la participation des intermédiaires de l'épargne contractuelle sur le marché des actions est susceptible de réduire le coût du capital pour les sociétés émettrices.

Dans ce qui suit, nous nous intéressons au rôle des Organismes de Placement

¹⁴² Le rôle des institutionnels, c'est-à-dire les intermédiaires de bilan, dans l'amélioration de la liquidité du marché est exposé dans la première partie de ce travail (voir chapitre 2, section 2).

Collectif en Valeurs Mobilières et des compagnies d'assurance.

I.1.1 Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières sont les institutionnels les plus actifs sur le marché boursier tunisien.

Ils ont été créés en vue de promouvoir la gestion collective de l'épargne. Ils devaient apporter leur savoir-faire en terme de réduction de l'asymétrie informationnelle, de conseil financier à la disposition des petits investisseurs et de capacité d'intervention sur le marché financier.

La première réglementation régissant les OPCVM date de 1959¹⁴³ mais les conditions du moment n'étaient pas favorables à leur activité¹⁴⁴. Il a fallu attendre la réforme de 1988¹⁴⁵ pour voir le tissu institutionnel s'enrichir avec l'apparition de nombreuses sociétés à capital fixe.

La deuxième réforme remonte à 1995¹⁴⁶. Elle a redéfini avec précision la typologie des sociétés d'investissement en ajoutant une nouvelle catégorie: les Sociétés d'Investissement à Capital Risque (SICAR). La législation précédente prévoyait deux autres types d'OPCVM: les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe (SICAF), les sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV). Il convient d'ajouter les Fonds Communs de Placement (FCP) créés par d'autres textes législatifs.

La mission des sociétés d'investissement est de recourir à la mobilisation par voie publique de l'épargne, au développement du marché financier et à la promotion des investissements¹⁴⁷.

Leur création et leur gestion répondent à des conditions communes. Il s'agit des conditions d'exercice, des obligations relatives à la publication des états financiers et les sanctions possibles en cas de manquement aux dispositions réglementaires.

La création d'une société d'investissement est soumise à l'autorisation du Ministère des Finances après avis de la Banque Centrale de Tunisie et du Conseil du Marché Financier. Ses fondateurs, personnes physiques ou morales, ainsi que ses dirigeants doivent essentiellement répondre aux conditions prévues par l'article 20 de la loi n° 67-51 du 7 décembre 1967 relative à la profession bancaire¹⁴⁸.

Au vu des dispositions relatives à l'établissement et la publication des informations

¹⁴³ Loi n°59-29 du 12 février 1959.

¹⁴⁴ Une seule société a vu le jour sous l'emprise de cette loi. Il s'agit de la Société Nationale d'Investissement (SNI) qui s'est transformée par la suite en une banque de développement (BDET).

¹⁴⁵ Loi n°88-92 du 02.08.1988.

¹⁴⁶ Loi n° 95-87 du 20 octobre 1995.

¹⁴⁷ Articles 1 et 2 de la loi n° 95-87 du 20 octobre 1995.

financières, les sociétés d'investissements sont appelées à désigner un commissaire aux comptes pour certifier l'exactitude des informations établies.

Une fois créée, une société d'investissement ne peut changer de catégorie sans autorisation préalable du Ministère des Finances. En revanche, les sociétés d'investissement qui travaillent avec des non-résidents sont exclues des dispositions concernant la constitution de capital et les organes de contrôle¹⁴⁹. Néanmoins, celles qui choisissent de se soumettre à cette réglementation, sont habilitées à acheter et vendre librement des valeurs mobilières tunisiennes.

En matière de contrôle et de sanction, les sociétés d'investissement sont soumises au contrôle du Conseil du Marché Financier. Leurs dirigeants peuvent se voir passibles d'une amende allant de 1 000 à 10 000 dinars ou de sanctions plus sévères.

Les sociétés d'investissement à capital fixe

Une SICAF est une société anonyme dont le capital est au moins égal à 500 000 dinars, soit la moitié de la surface financière imposée à un intermédiaire en bourse. Son objet principal consiste à gérer un portefeuille de titres au moyen de ses fonds propres.

Les sociétés d'investissement à capital variable

Une SICAV est une société anonyme dont l'objet unique est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ses ressources sont constituées exclusivement de ses fonds propres. Le capital minimum exigé lors de la constitution d'une SICAV est au moins de 300 000 dinars. Elle peut émettre en représentation de son capital des actions nominatives ou aux porteurs qui deviennent négociables après sa constitution définitive. Elle peut aussi procéder au rachat de ses actions sauf si son capital devient inférieur à 200 000 dinars.

Le portefeuille d'une SICAV est composé obligatoirement de titres ayant fait l'objet d'une émission publique ou cotés en bourse et de titres émis ou garantis par l'Etat. Néanmoins, une SICAV ne peut posséder plus de 10% du capital d'une même entreprise ni employer plus de 10% de ses fonds propres au titre de la même valeur à l'exception des titres de l'Etat.

Les SICAV sont particulièrement soumises aux dispositions suivantes :

- Deux ans après sa constitution, elles doivent justifier l'emploi de 70% au moins de son actif net en valeurs mobilières ;
- Publier au bulletin de la Bourse la composition de leur actif net et ce à la fin de chaque trimestre ;

¹⁴⁸ L'article 20 de la loi n° 67-51 interdit aux dirigeants et gérants des établissements bancaires et financiers de cumuler la direction ou la gestion de deux établissements similaires ou différents. Par ailleurs, ils doivent jouir pleinement de leur qualité de commerçants.

¹⁴⁹ Les sociétés d'investissement non-résidentes sont soumises aux dispositions de la loi n° 85-108 du 6 décembre 1985 régissant les organismes financiers off-shore.

- Publier avant leur assemblée générale leur bilan et leurs comptes annexes.

Les Sociétés d'Investissement à Capital Risque

Les SICAR ont pour objet la participation rétrocessionnaire pour leur compte propre ou pour le compte de sa clientèle. Le principe de la rétrocession implique l'obligation pour l'entreprise financée de racheter la participation de la SICAR selon des modalités arrêtées dans une convention écrite.

Une SICAR apporte son soutien de financement aux entreprises suivantes :

- Les entreprises jeunes créées par de nouveaux promoteurs ;
- Les entreprises implantées dans les zones de développement régional ;
- Les entreprises objet d'une mise à niveau ou en difficulté ;
- Les entreprises innovantes dans tous les secteurs économiques.

La participation des SICAR intervient au moyen de la souscription ou d'acquisition d'actions ordinaires, des ADP sans droit de vote, des titres participatifs, des certificats d'investissement ou tout autre instrument assimilé aux fonds propres.

Le capital minimum d'une SICAR est de l'ordre de 500 000 dinars. Elle peut bénéficier en plus de ses propres ressources, des dotations étatiques en cas de convention de développement portant sur le secteur d'activité de l'entreprise financée.

Les fonds Communs de Placement

Les FCP ¹⁵⁰ sont des copropriétés entre des personnes physiques de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme ou à vue. Le capital minimum exigé pour la constitution d'un FCP est de 10 000 dinars.

Les droits des copropriétaires sont exprimés sous forme de parts nominatives correspondant chacune à la même fraction de l'actif commun. Le capital d'un FCP s'accroît avec la souscription des parts sans toutefois dépasser 300 000 dinars.

Les articles 7 à 23 de la loi n° 92-107 du 16 novembre 1992 exposent d'une manière détaillée les règles de gestion des FCP.

Les FCP sont des structures de gestion plus légères que les SICAV dans la mesure où ils sont dotés juridiquement de la personnalité civile. Par ailleurs, ils ne nécessitent pas de frais d'exploitations importants et offrent à leurs copropriétaires les mêmes avantages fiscaux que les détenteurs d'actions SICAV. Néanmoins, aucun FCP n'a vu le jour à notre connaissance.

I.1.2 Activité des Sociétés d'Investissement

Les premières sociétés d'investissement ont été créées au début des années 1990 sous la forme de SICAF. La majorité d'entre elles appartenait à des sociétés de développement

¹⁵⁰ Les fonds communs de placement sont créés en vertu de la loi n° 92-107 du 16 novembre 1992.

régional ou à des sociétés de holding. Leurs portefeuilles étaient ainsi constitués de participations dans la société mère et ses filiales. La mobilisation de l'épargne publique recherchée par la promotion des OPCVM n'était pas satisfaisante et l'actionnariat des SICAF était resté réduit et renfermé : en 1991, 17 SICAF en activité ont drainé 100 millions de dinars souscrits par 233 personnes physiques et 97 personnes morales.

La réforme de 1992 qui a supprimé l'avantage fiscal absolu ¹⁵¹ sur l'activité des SICAF et l'arrivée sur le marché boursier des premières SICAV ont partiellement changé la tendance de l'activité des sociétés d'investissement.

En effet, la réforme a permis l'assouplissement des règles prudentielles et des ratios d'emploi pour les SICAF en leur attribuant plus de liberté pour intervenir sur le marché boursier.

Par ailleurs, les SICAV ont démarré leur activité d'une manière modeste. En 1992, elles ont réussi à collecter 6 millions de dinars contre 155 millions investis en SICAF. La multiplication de leur nombre, 6 en 1993 et 17 en 1994, a permis de mobiliser plus de capitaux et les fonds gérés par les SICAV ont ainsi atteint 97 millions de dinars en 1993.

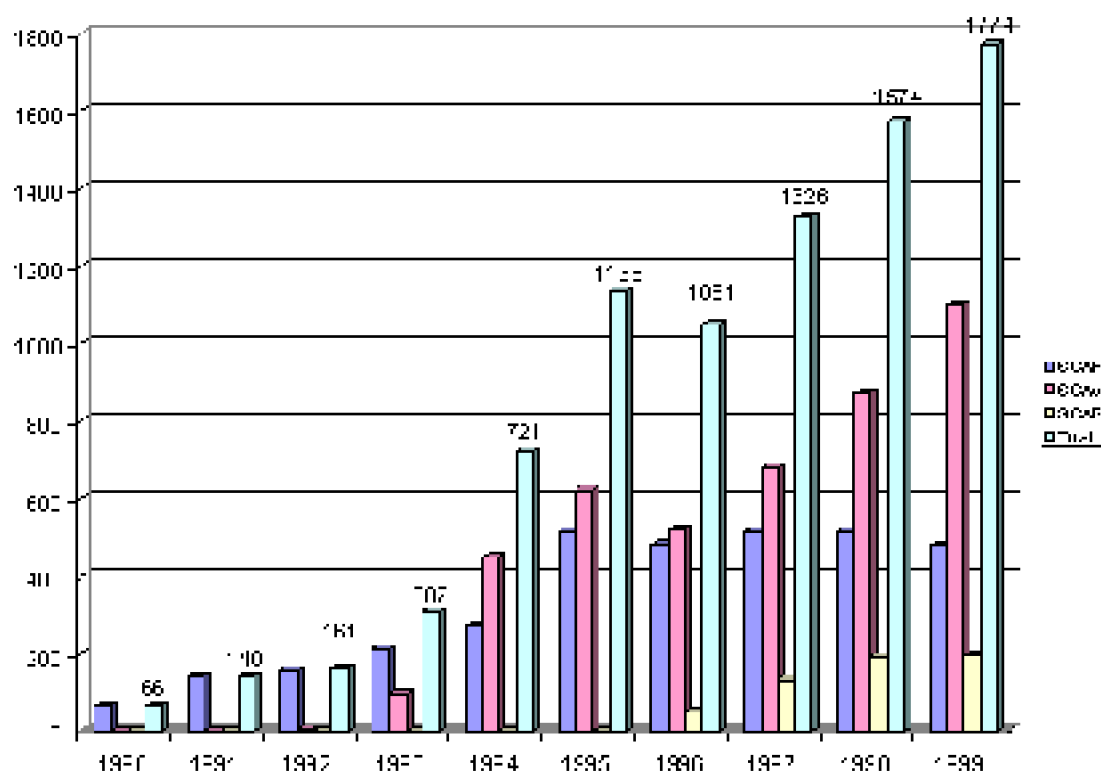


Figure 32: Les fonds gérés par les sociétés d'investissement (en millions de TUD)

En revanche, une grande partie de ces fonds, 97% en 1993, était allouée à l'investissement en titres de créance. Du côté des SICAF, certaines d'entre elles ont fait

¹⁵¹ En vue d'encourager la création des sociétés d'investissement, les autorités publiques avaient accordé un dégrèvement fiscal total sur les revenus des SICAF. Depuis 1992, l'avantage fiscal est conditionné par l'emploi de plus de 50% des fonds dans l'acquisition d'actions.

des progrès en matière d'acquisition des actions. Cependant, les autres se sont montrées surtout intéressées par la participation dans les sociétés innovatrices. Il était alors temps de réglementer cette catégorie d'investissement. D'où la création des SICAR.

Les avantages fiscaux préalablement accordés aux SICAF ont été transférés à l'activité des SICAR en incitant certaines SICAF à changer de forme. A la fin de 1996, on comptait alors 86 SICAF, 9 SICAR et 15 SICAV dont quatre spécialisées dans la gestion des titres de créance. Elles ont mobilisé en 1994 respectivement 482, 48 et 521 millions de dinars. Les SICAV se montraient ainsi les plus performantes.

Cette situation s'est consolidée en 1997 avec un total de 681 millions de dinars pour le compte des SICAV contre 513 millions de dinars pour les SICAF.

Cette perte de capitaux s'explique par la récession du marché, la baisse des cours et le rabattement des fonds sur des titres moins risqués. Durant l'année 1998, l'activité des SICAF a stagné alors que les fonds gérés par les SICAV ont montré une croissance de 24%. L'activité des SICAR s'est particulièrement accrue. Cette catégorie a enregistré une évolution de l'ordre de 42% en totalisant ainsi 188 millions de dinars.

L'amélioration de la conjoncture boursière en 1999 a été favorable à l'ensemble des sociétés d'investissement. Les SICAV mixtes ont profité de cette reprise du marché en diversifiant leur actionnariat. La reprise du marché boursier a particulièrement touché l'activité des SICAV obligataires dont les actifs ont culminé à 989 millions de dinars, soit une variation positive de 32.5% comparativement à 1998. Cet accroissement peut être attribué au lancement des Bons de Trésor Assimilables (BTA) et des Bons de Trésor à Court Terme (BTCT)¹⁵². Cette catégorie de titres sans risque a intéressé les épargnants en quête de titres liquides en dépit même de leur rendement modéré.

¹⁵² En 1999, les émissions des Bons de Trésor Assimilables et des Bons de Trésor à Court Terme ont atteint respectivement 696 et 759 millions de dinars.

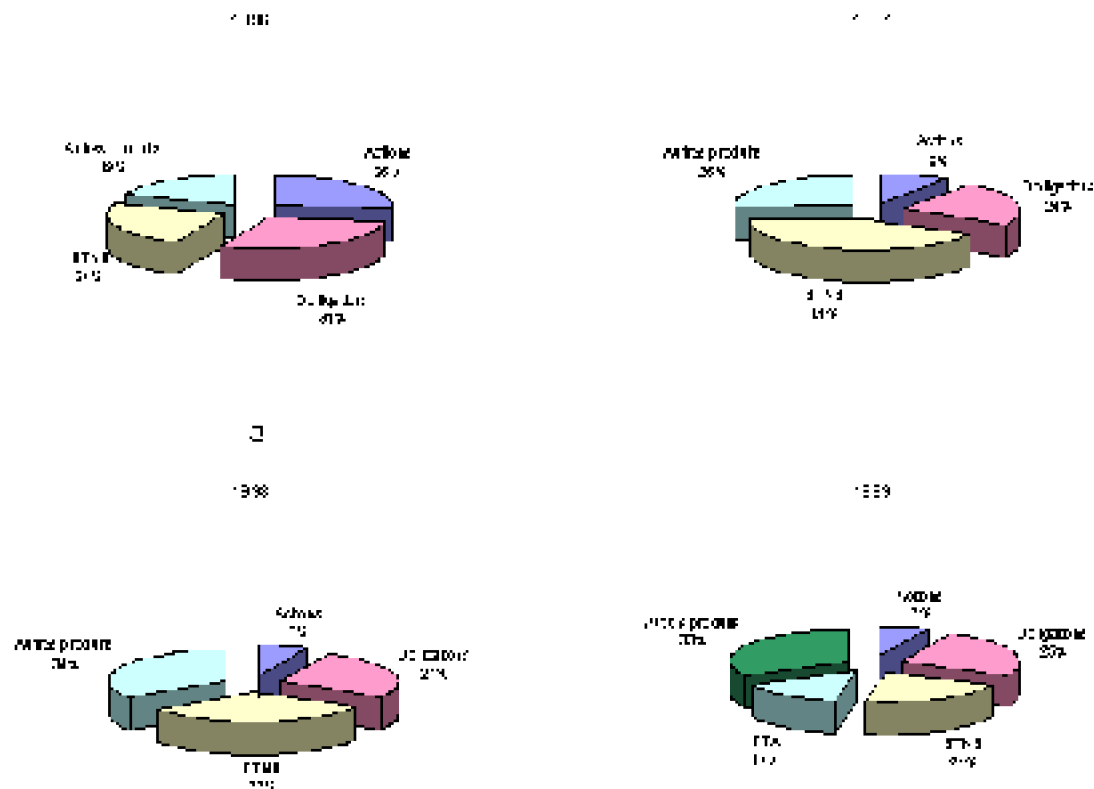


Figure 33: Répartition des placements des sociétés d'investissement

En réalité, l'orientation des fonds collectés par les sociétés d'investissement vers les titres de créance n'est pas une situation ponctuelle en réponse à l'innovation des Valeurs de Trésor. Elle semble plutôt une caractéristique de l'activité des sociétés d'investissement tunisiennes. En effet, l'analyse de la structure des fonds gérés par les SICAV laisse voir une orientation accrue vers les titres de créance.

En dépit de la spécialisation des SICAV obligataires, même les SICAV mixtes accordent plus d'intérêt aux actifs sans risque. Dans ce sens, la part accordée à l'investissement en actions n'a cessé de décroître. Elle représente seulement 7% de l'ensemble des actifs gérés par toutes les sociétés d'investissement durant 1998 et 1999. Elle représentait 9% en 1997 et 26% en 1996.

1.1.3 Le secteur des assurances

Hormis les sociétés d'investissement, l'ensemble des intermédiaires financiers spécialisés

tunisiens inclut 15 compagnies d'assurances et 9 sociétés de leasing.

Le secteur de leasing est assez présent sur le marché financier. D'une part, 55% des sociétés sont cotées en bourse ¹⁵³. D'autre part, elles participent activement sur le marché primaire à la souscription des émissions publiques. En effet, les placements des sociétés de leasing dans des portefeuilles titres s'élèvent à 32,4 millions de dinars en 1999 contre 23,4 millions de dinars en 1998.

En revanche, elles demeurent des entités moins capitalisées que les sociétés d'assurance qui ont suscité depuis quelques années un grand débat sur leur rôle dans la dynamisation du marché financier. En effet, la présence des compagnies d'assurances reste très limitée par rapport aux potentialités du secteur.

Présentation du secteur

Le secteur des assurances tunisien est composé de 22 compagnies dont 7 sociétés off-shores. Sur les 15 sociétés nationales, 11 d'entre elles sont actives dans diverses branches d'assurance. Leur activité porte essentiellement sur l'assurance automobile et l'assurance non-vie.

Les autres se consacrent à de branches spécialisées: l'assurance-vie (HAYETT et AMINA), l'assurance des exportations (COTUNAS) et la réassurance (TUNIS-RE).

La législation des sociétés d'assurances a été réformée en 1992 avec la promulgation d'un nouveau code. Il a surtout permis de clarifier les dispositions légales concernant le contrat d'assurance et d'adapter la réglementation du secteur aux nouveaux besoins économiques. Le nouveau code des assurances a également haussé le niveau de capitalisation requis en exigeant un minimum de 2 millions de dinars pour les sociétés non spécialisées et 1 million de dinars pour les sociétés dont l'activité porte sur une seule branche. De plus, la nouvelle législation a augmenté la marge de solvabilité. Le rapport des fonds propres au chiffre d'affaire doit être désormais au moins égal à 20% au lieu de 10%.

Activité du secteur

L'activité du secteur a connu une nette croissance en matière de collecte des primes comparativement aux années 1980. Son chiffre d'affaire est passé de 169 millions de dinars en 1990 à 393,5 millions de dinars en 1997 en enregistrant ainsi une évolution de 133%. Néanmoins, son taux de pénétration ¹⁵⁴ demeure très bas par rapport à d'autres pays africains tels que le Maroc ou l'Afrique du Sud en dépit d'une légère amélioration.

En effet, il était de 1,88% en 1997 contre 1,57% en 1990. Cette situation s'explique essentiellement par le contexte historique de l'activité des assurances et par la pratique limitée de l'assurance-vie.

¹⁵³ Il s'agit des sociétés ALS, ATL, CIL, GL, TLS.

¹⁵⁴ Le taux de pénétration du secteur est mesuré par le chiffre d'affaires (primes collectées) rapporté au PIB.

	Primes collectées	PIB	Réserves Techniques	Taux de pénétration	Réserves/PIB
1992	216	13706	362	1,58%	2,64%
1993	255,6	14663	455	1,74%	3,10%
1994	213	15807	300	1,35%	1,90%
1995	306,1	17012	199,4	1,80%	1,17%
1996	326,7	19066	554,4	1,71%	2,91%
1997	393,5	20900	813,9	1,88%	3,89%

Unité: Millions de dinars

D'une part, le secteur des assurances tunisien a souffert, de la même manière que celui des autres pays en voie de développement, d'une réglementation rigide en matière des taux de prime et de l'interventionnisme étatique. Ce contexte a défavorisé la concurrence et a inhibé l'innovation des produits. De plus, le secteur supportait une partie du financement du déficit budgétaire en investissant dans des valeurs étatiques et dans des prêts spéciaux très peu rentables. Cette situation a entravé la bonne gestion des risques.

D'autre part, le secteur fait aujourd'hui face à un régime de la retraite par répartition dont le poids s'est alourdi à cause de l'institution de la retraite anticipée à 50 ans et la règle du plafonnement par rapport au revenu minimum.

En effet, la retraite était calculée avant 1990 sur la base des cotisations collectées lors de la vie active avec un maximum de 80% du dernier salaire, plafonnée à six fois le SMIG. Cette règle a engendré une revalorisation des retraites et des pensions à chaque augmentation de salaire accordée aux personnes actives. Cependant, ces révisions des retraites survenaient sans qu'il y ait adaptation des taux de cotisation.

Par ailleurs, les salaires importants de certaines branches économiques ont généré des retraites très importantes épuisant davantage les sociétés d'assurance. Cette règle de calcul a été finalement abandonnée en 1990. Le calcul de la retraite est désormais fondé sur la base du salaire moyen des dix dernières années.

Le système de la retraite par répartition et le revenu limité des ménages ont occulté le besoin de se constituer une retraite complémentaire par capitalisation. Ainsi, l'assurance-vie a souvent été limitée aux prêts bancaires de part son aspect obligatoire pour les emprunteurs. Le sous-développement de l'assurance-vie en Tunisie s'explique aussi par l'absence d'incitations fiscales visant particulièrement la promotion de ce produit.

L'activité limitée des compagnies d'assurance en matière de l'épargne contractuelle à réduit leur efficacité dans la collecte de l'épargne à long terme, et par conséquent l'étendue de leur intervention sur le marché financier.

Cette intervention devait s'opérer de deux manières. D'une part, les compagnies d'assurance peuvent apporter leur soutien au marché financier en réduisant les risques d'insolvabilité des sociétés cotées et en améliorant leur transparence. D'autre part, elles peuvent intervenir activement sur le marché par le biais de la constitution et du placement

des réserves techniques. En effet, le respect de la marge de solvabilité implique une révision continue des seuils de fonds propres et une possibilité de recourir aux augmentations du capital par voie d'appel public à l'épargne. Ensuite, les réserves constituées peuvent être placées en divers instruments financiers dans une optique de gestion diversifiée des risques.

La position actuelle des sociétés d'assurance tunisiennes sur le marché financier reste limitée. D'une part, deux sociétés seulement sont cotées en bourse: la CARTE et la STAR. D'autre part, leurs placements sont essentiellement tournés vers les titres de créance et les valeurs publiques. Les sociétés d'assurance et les caisses de retraite ont souscrit ensemble 21% des emprunts obligataires publics en 1999.

Le placement en actions revient souvent à l'investissement dans le capital d'autres sociétés d'assurance ou de leasing¹⁵⁵.

En vue de remédier à cette situation, le secteur des assurances est appelé à intégrer les métiers de la bourse et à développer le produit assurance-vie qui constitue un moyen très efficace pour canaliser l'épargne à long terme.

Pour intégrer le secteur de l'intermédiation boursière, les compagnies d'assurances peuvent s'associer aux banques et jouer pleinement leur rôle de courtiers en risques économiques et financiers des entreprises. D'ailleurs, ceci a constitué les attentes des autorités du marché boursier suite à la réforme de la profession boursière. Les organes de tutelle avaient espéré que l'interdiction imposée aux banques de cumuler l'intermédiation bancaire et l'intermédiation boursière allait pousser ces dernières à joindre les compagnies d'assurance pour la constitution des sociétés communes de bourse.

Malheureusement, les banques ont échappé à cette opportunité de réunir des forces financières remarquables. Elles ont préféré créer leurs propres sociétés de bourse avec une participation allant jusqu'à 99% du capital¹⁵⁶.

Par ailleurs, pour que les compagnies d'assurance puissent apporter leur savoir-faire en matière d'analyse des risques, elles sont appelées à être privatisées, à innover leurs produits et à encadrer la formation professionnelle de leurs employés¹⁵⁷. Elles doivent aussi soigner leur image négative auprès du public¹⁵⁸.

En matière de mobilisation de l'épargne contractuelle, il convient aux sociétés d'assurance de donner libre cours à leur imagination en vue de créer des produits compatibles avec les besoins réels des ménages outre la retraite par capitalisation.

¹⁵⁵ A titre d'exemple, la société d'assurance COMAR apparaît comme un actionnaire principal de la société Amen Lease (6,3%). De même la CARTE possède 5% du capital de la société Tunisie Leasing.

¹⁵⁶ Rapport d'activité de la BVMT en 1996, p 26

¹⁵⁷ Le statut des intermédiaires en assurance a été révisé par le nouveau code des assurances en ajoutant un questionnaire d'aptitude professionnelle à la procédure d'agrément. De plus, il existe en Tunisie deux institutions qui dispensent des cours spécialisées en assurances: l'IAA et l'IFID.

¹⁵⁸ Voir Dimitri (1997)

L'expérience marocaine dans ce domaine particulier a donné naissance à une rente d'éducation constituée par des versements périodiques et destinée à la scolarisation ultérieure des enfants. C'est ainsi que trois sociétés d'assurances ont démarré depuis 1996: IHTIAT, AJIAL et EDUCATIS.

1.2 L'accélération du programme de privatisation

Le programme de privatisation des entreprises tunisiennes s'inscrit dans un cadre global de désengagement de l'Etat. Il a démarré en 1987 avec beaucoup de lenteur. Les opérations commençaient à prendre de l'ampleur à partir de 1998: 67% des privatisations ont eu lieu entre 1998 et 2000. Elles ont concerné 140 entreprises de divers secteurs économiques et pour des opérations de privatisation totale ou partielle. Le produit de ces opérations a totalisé 1379 millions de dinars dont une grande partie est dédiée au secteur des matériaux de construction: 777 millions de dinars.

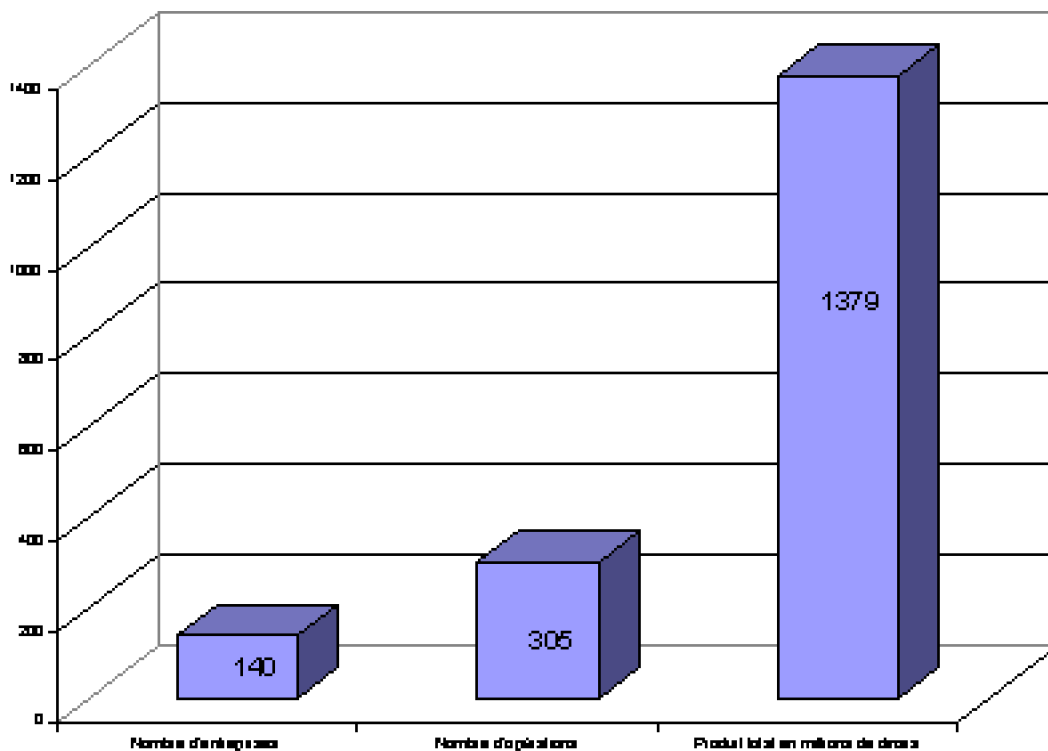


Figure 34: Bilan des opérations de privatisation au 31/12/2000

Le dispositif juridique des opérations de privatisation prévoit trois modalités techniques pour leur réalisation:

- La cession ou l'échange d'actions (ou de titres);
- La fusion, l'absorption ou la scission de l'entreprise;
- Et la cession de tout élément d'actif susceptible de constituer une unité d'exploitation autonome.

L'arrêt d'une stratégie de privatisation est du ressort du Ministère du Développement

Economique et du Comité Technique de Privatisation créé en 1997 après évaluation de l'entreprise. Depuis 1997, l'évaluation technique est plutôt réalisée par des banques d'affaires de renommée internationale, sinon elle peut être faite par des cabinets comptables tunisiens ou étrangers.

En dépit de l'accélération du programme depuis 1998, l'apport des opérations de privatisation n'a pas beaucoup bénéficié à l'activité boursière. A l'exception de quelques transactions concernant la vente d'actions sur le marché hors cote, le recours à l'Offre Publique de Vente demeure une modalité très peu utilisée. En effet, on compte uniquement 5 OPV sur 305 opérations¹⁵⁹ de privatisation. Elles ont porté sur une enveloppe totale de 71 millions de dinars, soit 5% du produit total accumulé depuis le démarrage du programme en 1987.

Néanmoins, la liste des entreprises dont la privatisation totale ou partielle est programmée pour l'année 2001 laisse espérer un enrichissement de la cote de bourse. En effet, l'agenda prévoit 41 opérations de privatisation dont 5 OPV. Deux d'entre elles porteront sur deux sociétés de taille: Société Nationale de Distribution de Pétrole (SNDP) et la Société des Stations Thermales et des Eaux Minérales (SOSTEM).

Au Maroc, le programme de privatisation a été réellement entamé en 1993. Il a beaucoup profité au marché boursier. Cette réussite est attribuée à deux facteurs principaux: la création des Bons de Privatisation et la diversification sectorielle des entreprises privatisées par le biais de la bourse.

Avec le commencement des opérations de privatisation au Maroc, un nouveau support en papier a été lancé: le Bon de Privatisation. Il représente un titre convertible en actions de toute entreprise à privatiser. Sa création a permis d'une part, d'activer la bourse des valeurs mobilières et d'autre part, de garantir la réussite des opérations de privatisation loin de la routine administrative et des arrangements préalables.

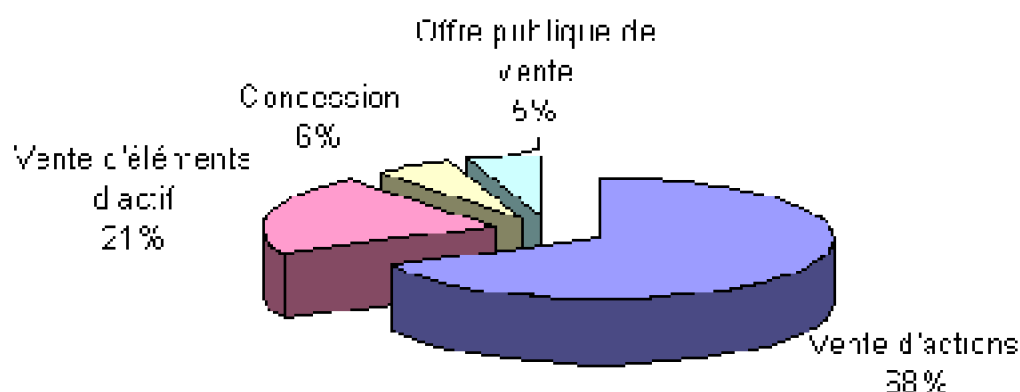


Figure 35: Produit des opérations de privatisation selon le mode de concession

¹⁵⁹

Il s'agit précisément des opérations qui ont porté sur SOTUMAG, MAGASIN GENERAL appartenant au secteur agroalimentaire, TUNISAIR du secteur des transports, SOTUVER et SIAME du secteur industriel.

La reprise sérieuse des opérations de privatisation dans le cas tunisien devrait constituer une véritable opportunité d'élargir le marché boursier en orientant les entreprises à privatiser vers l'élargissement de l'actionnariat par des OPV.

I.3 L'innovation des produits

L'élargissement de la cote de bourse peut résulter de l'innovation des produits financiers offerts aux sociétés faisant appel public à l'épargne.

L'innovation des instruments financiers constitue une des mesures qui ont permis le développement des marchés de titres français au début des années 1980¹⁶⁰. En effet, outre l'assouplissement des conditions d'émissions sur les marchés de titres, la gamme de produits financiers a été enrichie par le lancement des produits composés et/ou subordonnés.

Certains d'entre eux ont été déjà adoptés dans le cas tunisien tels que les ADP, les CI et les TP. Cependant, ils demeurent très peu utilisés par les sociétés émettrices: une seule société a eu recours à l'émission des ADP (BTEI) et une autre aux certificats d'investissement (CARTE)¹⁶¹. Il s'agit vraisemblablement d'une réticence injustifiée de la part des émetteurs tunisiens dans la mesure où ces produits offrent plus d'avantages concernant le maintien du pouvoir dans l'entreprise surtout dans des cas d'entités familiales.

Ceci étant, il existe encore d'autres produits qui méritent d'être envisagés. Certaines peuvent permettre de diversifier les choix des investisseurs et d'outrepasser les limites entre marché obligataire et marché des actions, en offrant aux investisseurs la possibilité d'arbitrer entre le statut d'obligataire et le statut d'actionnaire. D'autres permettent d'élargir l'actionnariat de l'entreprise en sollicitant la participation des employés dans le capital de la firme.

Nous retenons les exemples suivants parce qu'ils offrent aux investisseurs une meilleure possibilité de sortie, et permettent aux entreprises d'améliorer la pérennité des fonds collectés:

- Les Actions à Bons de Souscription d'Actions;
- Les Obligations à Bons de Souscription d'Actions;
- Les stocks options;

I.3.1 Les Actions à Bons de Souscription d'Actions

Les ABSA sont des actions assorties d'un ou plusieurs bons permettant à leur détenteur de souscrire ultérieurement à d'autres actions, à un prix et à un délai convenus à l'avance.

¹⁶⁰ Les lois du 3 janvier 1983 et du 11 juillet 1985 ont permis d'instituer de nouveaux produits négociables en bourse.

¹⁶¹ Pour mémoire, les ADP sont les actions à dividende prioritaire sans droit de vote, les TP sont les titres participatifs et les CI sont les certificats d'investissement.

Les ABSA présentent plusieurs avantages pour l'émetteur et l'investisseur.

D'une part, elles offrent aux sociétés émettrices le moyen d'attribuer à leurs actions des prix plus élevés compte tenu de l'avantage relatif à la détention de bons de souscription. La société émettrice bénéficie également de la stabilité de l'actionnariat de deux manières: les actionnaires originels maintiennent leur place dans l'entreprise en souscrivant de nouvelles actions comme ils peuvent décider de céder leurs bons de souscriptions en attirant de nouveaux actionnaires. Dans les deux cas, la société émettrice jouit soit d'un renforcement de son actionnariat, soit de son élargissement.

D'autre part, les investisseurs qui détiennent des ABSA profitent d'une période d'attente sur le marché. Ils peuvent ainsi tester le marché de la valeur et choisir le moment le plus opportun pour convertir leurs bons de souscription en actions dans une optique d'investissement à long terme. Dans le cas d'un besoin de liquidité, ils peuvent céder les bons de souscription et garder les actions.

I.3.2 Les Obligations à Bons de Souscription d'Actions

Les OBSA sont des obligations auxquelles sont attachés un ou plusieurs bons de souscription à des actions, dans les délais et aux prix préalablement fixés.

A la différence des Obligations Convertibles en Actions dont la conversion fait perdre à l'investisseur son statut de créancier pour devenir définitivement associé, les OBSA offrent à leur détenteur la faculté de cumuler les deux positions. En effet, le détenteur d'une OBSA a le choix entre deux situations: convertir ses bons de souscription en actions et devenir à la fois créancier et associé de l'entreprise ou céder ses bons de souscription sans perdre son statut d'obligataire. Cette faculté du double statut permet une meilleure gestion des risques et plus de souplesse dans les décisions d'investissement. Les OBSA présentent également le transfert des capitaux investis en valeurs mobilières de transiter d'un marché à un autre en renforçant leur liquidité.

Du côté de l'émetteur, les OBSA offrent le même avantage que les ABSA en terme de conservation des fonds collectés. En effet, la possibilité accordée aux obligataires de devenir aussi associés améliore la pérennité des capitaux mobilisés. En cas de sortie de l'obligataire, l'émetteur garantit l'entrée d'un actionnaire.

Outre ces exemples, il est possible d'inclure après toutes les possibilités de subordination et d'envisager à moyen terme les formules de couverture de risques.

I.3.3 Les stock options

L'attribution d'une option consiste à accorder à un salarié le droit d'acquérir dans le futur un nombre donné d'actions de son entreprise ou d'une entreprise du groupe, à un prix préalablement fixé. Il existe deux types de SO en France: les stock options d'achat ou les stock options de souscription. Dans le premier cas, l'entreprise achète elle-même des actions pour les remettre au salarié qui lève son option. Dans le cas d'une souscription, l'entreprise crée des actions au moment de la levée.

Aux USA, la gamme des SO est plus variée. Les entreprises américaines peuvent proposer des Incentive Stock Options (ISO), des Non Qualified Stock Options (NSO) et

les Employee Stock Purchase Plans (ESP).

Les entreprises peuvent attribuer des ISO à ses employés après l'accord préalable des actionnaires. Le prix de souscription doit être égal ou supérieur au cours de l'action à la date d'attribution de l'option. De plus, le montant annuel accordé par employé ne peut pas excéder 100 000 dollars par an et par employé. Cependant, il est possible d'échelonner les attributions en octroyant par exemple 50 000 dollars la première année et 150 000 l'année suivante.

L'attribution des NSO concerne les employés de la société ou toute autre personne en relation de travail avec l'entreprise (les fournisseurs par exemple). Le montant de l'attribution est libre mais le prix doit être inférieur au cours de l'action.

Les ESP peuvent être assimilées aux stock options de souscription françaises. En effet, elles constituent un droit de souscrire ultérieurement des actions à un prix supérieur à 85% du cours de l'action au moment de l'attribution. Leur montant est plafonné à 25 000 dollars par an et par employé.

Le champ d'attribution des stock options est ouvert selon la réglementation française aux sociétés anonymes, aux sociétés en commandite par actions et aux sociétés par actions simplifiées¹⁶². Les SO peuvent être consenties aux salariés et aux dirigeants de la société émettrice ou d'une autre société appartenant au même groupe.

Les conditions de prix et de délais sont déterminées par le conseil d'administration lors d'une assemblée générale extraordinaire. La détermination du prix d'une option dépend du fait si l'action est cotée sur un marché réglementé ou non. En effet, si la société est admise aux négociations sur un marché français ou étranger, le prix de souscription ou d'achat ne peut être inférieur à 80% de la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour d'attribution des options.

En revanche, si l'action n'est pas cotée, le prix de souscription (ou d'achat) est fixé en fonction de la santé financière et des objectifs de l'entreprise. Par ailleurs, aucun rabais ne peut être accordé sur les bons de souscription quand l'action est non cotée en bourse. En revanche, les bons d'achat peuvent être assortis d'un rabais supérieur à 20% du prix d'achat des actions.

En vue de garantir la levée des options dans des conditions régulières quand il s'agit d'actions non cotées en bourse ou peu échangées, le plan d'attribution peut prévoir une activité de contrepartie ou un contrat de liquidité. En France, la conservation des actions acquises ou souscrites suite à la levée des options est motivée par le biais de la fiscalité. En effet, le détenteur d'une SO bénéficie d'une réduction de l'impôt sur la plus value, ramené de 30% à seulement 16%, si les actions sont gardées au moins pendant deux ans après la levée de l'option¹⁶³.

Outre l'avantage offert à l'entreprise en terme d'élargissement de sa capitalisation par la valorisation de l'action compte tenue des options, l'attribution des SO lui permet aussi

¹⁶² Article 208 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 et article 251 de la loi n° 99-587 du 12 juillet 1999

¹⁶³ Article 150-0A du Code Général des Impôts

de réduire la rémunération de ses employés. Une partie des salaires est remplacée par l'attribution des options à l'avantage des employés.

Les politiques de motivation des employés se détachent partiellement des moyens pécuniaires pour être statuée sur la récompense de la fidélité et de l'intégration. De plus, l'entreprise gagne des actionnaires qui connaissent la vie réelle de la société et dispose donc d'un point de vue plus précis sur ses orientations et sa rentabilité.

Section II : Encadrement de la contrepartie

Cette section est consacrée à la présentation de la fonction du contrepartiste selon le modèle français. Dans le premier paragraphe, nous présentons l'évolution de la fonction. Le deuxième paragraphe est consacré à l'exploration des opérations de contrepartie. Dans le troisième paragraphe, l'accent est mis sur l'utilisation des contrats de liquidité.

II.1 Evolution de la fonction de contrepartiste

II.1.1 La contrepartie avant les réformes des années 1980

Alors que la contrepartie était un moyen très utilisé sur les marchés anglo-saxons depuis les années 1930, il a fallu attendre 1972 pour l'autoriser officiellement sur les marchés français. Néanmoins, elle était pratiquée d'une manière officieuse par les coulissiers¹⁶⁴ qui spéculaient sur des titres admis en bourse ou des titres non admis. De part leur désengagement des obligations du commissionnaire, ils jouissaient totalement de la liberté d'agir pour leurs propres comptes.

Cette situation illégale qui portait préjudice au marché réglementé a engagé un débat sur la contrepartie en partageant la doctrine en deux tendances¹⁶⁵ :

- D'une part, une majorité s'est prononcée contre la contrepartie en s'appuyant sur un argument textuel relatif à l'article 1526 du code civil. L'article interdit aux mandataires de devenir adjudicataires des biens qu'ils sont chargés de vendre par crainte de sacrifier les intérêts des commettants aux leurs ou d'être chargés d'intérêts au point de manquer à leur obligation principale qui est de défendre les intérêts des commettants.
- D'autre part, une minorité plaidait en faveur de la contrepartie en rejetant cet argument textuel. L'article 1526 est venu en exception à un article principal permettant à toute personne d'acheter.

C'est la loi du 14 février 1942 qui a mis fin à ce débat en accordant aux coulissiers le statut d'agents de change. Désormais, leur activité était devenue soumise à la

¹⁶⁴ La coulisse était née du privilège des agents de change qui possédaient le monopole des négociations des valeurs mobilières. La difficulté d'accès à la profession a incité la constitution d'un marché parallèle au marché boursier réglementé, appelé la coulisse.

¹⁶⁵ Voir Grenier (1988)

réglementation de la profession qui était en vigueur. Il leur était alors, au même titre que leurs confrères, interdit d'agir pour leur propre compte. Cette situation n'a pas cependant éliminé la pratique de la contrepartie.

En effet, les agents de changes se livraient à des actions similaires à la contrepartie pour le compte de leurs clients en achetant au comptant et en revendant à terme. Leur activité se trouvait couverte par une défaillance juridique. Les textes juridiques prévoyaient la pénalisation et la sanction des agents de change agissant pour leur propre compte mais n'envisageaient pas la nullité des opérations réalisées dans ce contexte particulier. La jurisprudence les avait admises parce qu'elle se reposait sur l'existence d'un accord explicite entre le commettant et son commissionnaire.

La contrepartie sur les valeurs mobilières a finalement été autorisée par la loi du 11 juillet 1972 en admettant l'intervention de l'agent de change pour régulariser les cours par des achats et des ventes de titres.

L'agent de change était ainsi sorti de son rôle traditionnel limité à la constatation des cours et à l'exécution des ordres laissés à ses soins. Désormais, il peut assurer lui-même la contrepartie des opérations qui sont livrées par ses clients.

Loi n° 72-650 du 11 juillet 1972, article 4, paragraphe II remplaçant l'article 75 du code de commerce stipule :

Alinéa A : Les agents de change peuvent constituer des sociétés dont l'objet exclusif est l'exploitation de l'office. Ces sociétés revêtent la forme soit de société en commandite simple, soit de société anonyme. Alinéa B : Le troisième alinéa de l'article 85 du code de commerce est remplacé par les dispositions suivantes : les interdictions ci-dessus ne font pas obstacles à ce que les agents de change, dans les conditions fixées par le règlement de leur compagnie, assurent la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières et fassent eux-mêmes la contrepartie des opérations qui leur sont confiées sur les titres inscrits à la cote ou figurant au relevé quotidien des valeurs non admises à la cote. Alinéa C : Les opérations de contrepartie réalisées par les intermédiaires professionnels et enregistrées comme telles dans des comptes ouverts à cet effet dans les écritures des agents de change sont exonérées de l'impôt de bourse. ”

Ces dispositions brèves ont donné naissance à l'activité de contrepartie dont les modalités techniques ont été précisées par le règlement de la chambre syndicale des agents de change en 1973. Deux procédures ont été préconisées pour son exercice.

La première procédure concerne les valeurs de la cote officielle, en particulier les valeurs les plus actives sur lesquelles des transactions importantes peuvent avoir lieu. Elle repose sur trois principes qui sont :

- La contrepartie doit se comprendre comme l'activité relais entre le marché principal et le client souhaitant traiter en dehors des heures d'ouverture. Mais ce relais se limite à *la contrepartie en avance sur le marché*. L'intermédiaire commence par se porter contrepartie hors séance mais il est appelé à dénouer sa position en bourse lors des séances suivantes.
- La contrepartie ne doit pas favoriser le client négociant hors séance au détriment du

client ayant négocié en séance. La référence au dernier cours coté est alors obligatoire.

- La contrepartie est autorisée aux banques et aux établissements financiers. Néanmoins, toute opération doit se dénouer et être enregistrée en bourse en franchise des commissions de courtage et de l'impôt de bourse.

La deuxième procédure concerne les valeurs du hors cote. L'agent de change joue dans ce cas le véritable rôle d'un market maker anglo-saxon. Cette procédure spéciale requiert l'autorisation de la chambre syndicale des agents de change. Ainsi, l'agent de change contrepartiste cote un prix acheteur et un prix vendeur. La marge sert à couvrir son risque de contrepartie. Néanmoins, une mesure prudentielle a été préconisée. La position du contrepartiste doit être couverte à concurrence de 30% au moins par des fonds disponibles ou réalisables.

Il est important à ce niveau de délimiter les ressemblances et les divergences entre cette première réglementation française et celle qui est actuellement préconisée par le législateur tunisien:

- D'abord, l'exercice de la contrepartie a été favorisé dans le cas français par l'exonération des commissions et de l'impôt de bourse. En revanche, le législateur tunisien n'a rien prévu en terme de mesures incitatives. Les opérations de contrepartie occasionnent les mêmes frais de courtage et taxes d'enregistrement que le reste des opérations sur les titres.
- Ensuite, la contrepartie devait servir dans un premier temps de relais entre le marché et le client désirant traiter en dehors des séances de bourse. Dans le cas tunisien, la contrepartie a été rapidement admise lors de la séance de bourse.
- De plus, la concurrence a été favorisée par l'ouverture de la contrepartie aux banques et aux établissements financiers. En Tunisie, elle est exclusivement autorisée aux sociétés de bourse spécialisées.
- La mesure prudentielle dans le cas français implique une couverture de la position du contrepartiste à hauteur de 30% par des fonds propres. Le législateur tunisien prévoit en revanche une couverture totale des risques inhérents aux opérations de contrepartie. Cette règle peut sembler plus restrictive si le montant des risques dépassait les capacités financières de l'intermédiaire.

Il apparaît ainsi que le lancement de l'activité de contrepartie en Tunisie est contraint à des conditions plus restrictives que celles qui ont entouré son émergence en France à la fin des années 1970.

II.1.2 Le statut de la société de contrepartie

La création du second marché en 1983 a suscité de profondes réflexions sur l'organisation de la liquidité sur un marché destiné à accueillir des valeurs moyennes¹⁶⁶. Néanmoins, elle n'est pas l'unique raison de réformer la contrepartie.

En effet, l'institutionnalisation des marchés, l'amplification des volumes des échanges

et le passage à la cotation en continu ont suscité des interrogations sur la volatilité des cours. Les autorités boursières ont envisagé alors la mise en place de mécanismes régulateurs favorisant la liquidité en terme d'animation de marché pour les valeurs étroites et en terme d'amélioration de la profondeur pour les valeurs actives. Ces réflexions se sont matérialisées par la réforme de l'activité de contrepartie et la création d'une forme spécialisée de l'intermédiation en bourse, en l'occurrence la société de contrepartie ¹⁶⁷.

Aux termes de l'article premier du décret n° 85-1312 du 12 décembre 1985, la société de contrepartie a pour objet principal d'acheter et de vendre des titres en contrepartie. Elle est une société anonyme dont la moitié au moins du capital est détenue par des agents de change ou tout autre intermédiaire financier habilité à tenir des comptes de titres aux noms de leurs clients. La société de contrepartie doit s'affilier à la société interprofessionnelle de compensation des valeurs mobilières.

Le capital libéré d'une société de contrepartie doit être supérieur à 7,5 millions de francs. Elle est soumise à une règle prudentielle importante. Le montant de ses positions en valeurs mobilières ne doit pas dépasser quinze fois le montant de ses fonds propres si les titres sont des fonds d'Etat. Si les titres sont des valeurs de sociétés privées, le rapport est ramené à 10.

Sur le plan informationnel, la société de contrepartie est tenue chaque début du mois de communiquer ses positions et ses fonds propres nets. Par ailleurs, elle doit établir tous les six mois une situation de ses comptes certifiés par un commissaire aux comptes.

La société de contrepartie s'apparente ainsi à l'actuelle société de bourse tunisienne spécialisée. Cette ressemblance laisse espérer un meilleur encadrement de l'activité de contrepartie exercée par les intermédiaires tunisiens. La spécialisation peut conduire à la nécessité d'une réglementation plus souple et précise.

II.2 Les opérations de contrepartie

Les opérations de contrepartie ont connu une évolution qui va de pair avec les réformes apportées aux marchés français et aux statuts des intermédiaires en bourse. D'abord la création du second marché a nécessité l'extension de la contrepartie à la séance de bourse pour l'animation des valeurs étroites. Ensuite, le développement des volumes de transactions a induit la contrepartie sur blocs de titres.

II.2.1 La contrepartie ordinaire

La contrepartie ordinaire consiste à assurer aux clients un service immédiat en facilitant la

¹⁶⁶ Le second marché a induit l'introduction de sociétés qui n'ont jamais été cotées en bourse. Mais, il a également reçu des valeurs provenant du marché hors cote. Ces titres pouvaient avoir fait l'objet de transactions nombreuses ou épisodiques. Aucune restriction relative à l'activité de la valeur n'était retenue. Ces valeurs pouvaient alors poser des problèmes de liquidité et des mesures complémentaires s'imposaient.

¹⁶⁷ Il est à noter que les opérations de contrepartie ne sont pas exercées à titre exclusif par les sociétés de contrepartie. Aux termes de l'article 1 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, la contrepartie ordinaire peut être assurée par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement.

confrontation des ordres ou en servant de relais entre le marché et le client en dehors des séances de bourse. Elle concerne toutes les actions et peut être pratiquée par les prestataires des services d'investissement¹⁶⁸. Elle relève du volontariat à l'exception des valeurs qui font l'objet d'un contrat de liquidité ou d'un contrat d'animation.

Elle se fait aux conditions du marché et revêt deux aspects fondamentaux: la contrepartie en développement du marché ou la contrepartie en régularisation du marché (ou contrepartie technique).

La contrepartie en développement de marché

Cette procédure permet principalement de dépasser les contraintes physiques du marché centralisé telles que les horaires d'ouverture de la bourse ou les difficultés de centralisation des ordres. Cette forme de contrepartie assure une meilleure liquidité du marché grâce à l'intervention des intermédiaires qui servent de **relais entre la séance de bourse et le client** souhaitant négocier en dehors de la séance de cotation.

La contrepartie en développement de marché peut se réaliser de deux manières : la contrepartie en avance sur le marché et la contrepartie en avance sur le client.

La contrepartie en avance sur le marché: l'intermédiaire prend une position d'achat ou de vente **hors séance de bourse**. L'opération est ultérieurement dénouée sur le marché.

La contrepartie en avance sur le client: elle consiste à prendre une position à l'achat ou à la vente **hors de la séance de bourse**. L'intermédiaire déboucle ultérieurement sa position soit en séance de bourse, soit en dehors du marché pour le compte d'un client. L'avantage de cette pratique est double. D'une part, l'intermédiaire contrepartiste peut servir de relais entre le marché et un client final souhaitant négocier en dehors des séances de bourse. D'autre part, l'intermédiaire permet d'équilibrer le marché en se portant acheteur lors d'une séance face à un excédent d'offre (inversement vendeur face à un manque d'offre) et de redistribuer cet excédent (inversement absorber le surplus) lors des séances de bourse suivantes quand la tendance du marché est inversée.

La contrepartie en régularisation de marché

La contrepartie en régularisation de marché vise à **parer une insuffisance occasionnelle de liquidité sur le marché central**. Cette procédure concilie deux principes de négociation : l'intervention du contrepartiste et la centralisation des ordres. C'est le spécialiste qui permet alors d'obtenir des cotations régulières. Les obligations du spécialiste sont les suivantes:

- Assurer en permanence l'existence d'une fourchette de prix ;
- Maintenir la fourchette affichée lors de la séance de cotation dans les limites

¹⁶⁸ Aux termes de l'article 6 de la loi n° 96-597, les prestataires du service d'investissement sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés par la commission des opérations boursières. Notons à ce niveau l'élargissement de la fonction à tous les types d'entités financières dans une optique favorisant la concurrence.

autorisées ;

- Garantir les négociations pour une quantité minimale de titres.

II.2.2 La contrepartie de blocs

La contrepartie de blocs est pratiquée sur des quantités substantielles de titres dans les conditions suivantes:

- Les opérations sont limitées à la liste des valeurs arrêtée par les autorités du marché;
- L'opération doit concerner un nombre de titres au moins égal à la taille normale d'un bloc.

Elle peut être exercée lors de la séance de bourse ou à l'issue de la séance.ⁿ Quand elle a lieu lors de séance de bourse, la contrepartie sur les blocs courants est réalisée à un prix compris dans la fourchette des prix moyens pondérés à l'achat et à la vente constatés sur le marché ¹⁶⁹.

La pondération des prix par les quantités se fait selon les ordres d'achat et de vente affichés sur le marché central et portant sur des quantités de titres qui correspondent à la taille normale du bloc. A l'issue de la séance, la contrepartie de bloc se fait en référence aux derniers prix pondérés constatés à la clôture du marché.

II.3 Les contrats de liquidité

Le contrat de liquidité matérialise la nécessité de rendre obligatoire le mécanisme de régulation et d'animation des marchés étroits, en associant les intervenants et la collectivité émettrice au travers d'une convention. Il est inéluctablement lié à l'exercice de la contrepartie.

La conclusion de cette convention peut intervenir au moment de l'introduction du titre (contrat de placement) ou après son introduction en vue de créer et d'animer le marché sur l'initiative de la société émettrice (contrat de liquidité) ou à la demande des autorités boursières (contrat d'animation).

II.3.1 Le contrat de placement

Il est facultatif dans le cas d'une mise à disposition directe des titres dans le public, et devient obligatoire dans le cas d'une mise à disposition indirecte.

Dans les textes traitant de l'introduction par une mise à disposition directe des titres, la conclusion d'un contrat de placement n'est pas explicitement évoquée. Cependant, elle est encouragée et chaudement recommandée par les autorités boursières en application de la condition suivante:

"...Si cette diffusion n'est pas déjà réalisée au moment de l'inscription à la cote du second marché, les titres nécessaires pour atteindre le pourcentage requis (10% du capital) sont mis à la disposition d'un intermédiaire financier, à charge

¹⁶⁹ Article 4.2.6 du règlement général de la SBF-BOURSE DE PARIS

pour lui d'en assurer la diffusion et d'animer le marché;"¹⁷⁰

En revanche, la conclusion d'un contrat de placement est obligatoirement instaurée dans le cas d'une disposition indirecte des actions:

"L'introduction peut revêtir plusieurs modalités selon l'état de la diffusion de capital dans le public au moment de l'inscription à la cote du second marché..."

C. par la mise à la disposition immédiate d'un intermédiaire financier d'un nombre de titres représentant au moins 10% du capital; dans ce cas, un ou plusieurs actionnaires concluent avec un banquier ou un agent de change, ou encore avec l'un et l'autre, un contrat qui les charge de veiller à la diffusion des titres dans les conditions et délais prévus et d'assurer la liquidité du marché."¹⁷¹

Le contrat de placement met en relation un ou plusieurs actionnaires et un intermédiaire en bourse et/ou un établissement financier¹⁷².

L'obligation principale des actionnaires faisant partie d'un contrat de placement concerne l'interdiction de céder des titres pendant une période déterminée, dite période de blocage. Cette période est limitée à la durée du contrat de placement.

Les obligations des intermédiaires dépendent de la forme du contrat: mandat de vente ou vente pure et simple.

Dans le cas d'un mandat de vente, les intermédiaires financiers sont chargés de vendre les titres pour le compte des actionnaires contractants aux prix stipulés par eux et dans les conditions générales des négociations.

Les intermédiaires introducteurs jouent dans ce cas le rôle de commissionnaires et les ventes réalisées constituent des négociations normales pour le compte de clients.

Dans le cas d'une vente pure, les actionnaires introducteurs cèdent préalablement les titres à vendre et remettent à la disposition des intermédiaires. Il s'agit d'une prise ferme dont les conditions sont librement déterminées entre les actionnaires et l'organisme introducteur. La cession ultérieure des titres sur le marché se fait par l'intermédiaire introducteur pour son propre compte.

La législation tunisienne fait référence à la technique de placement lors de l'introduction en bourse:

"Avec l'accord du CMF, la diffusion des titres au cours de la période précédant immédiatement leur première cotation peut prendre la forme d'un placement garanti ou d'un placement dans le public réalisé par un ou plusieurs intermédiaires en bourse."¹⁷³

Néanmoins, elle est facultative et initiée par les autorités boursières. Par ailleurs, le

¹⁷⁰ Article 1^{er}, alinéa a de la décision générale de la Commission des Opérations de Bourse du 7 septembre 1982, portant création d'un second marché.

¹⁷¹ Paragraphe E.2.C de l'instruction de la Commission des Opérations de Bourse, septembre 1986

¹⁷² Outre les banques, l'instruction de la COB prévoit l'association d'une société de développement régional et/ou de tout établissement financier ou tout auxiliaire de la profession boursière.

¹⁷³ Article 55 du règlement général de la BVMT.

placement garanti, qui signifie l'implication des investisseurs institutionnels, est réservé pour les introductions par offre publique de vente ¹⁷⁴. Cependant, le risque de souscription n'est pas exclusivement lié à cette procédure d'introduction. La mise en vente de titres à un prix minimal présente le même risque de ramassage et la technique de placement peut garantir une meilleure ouverture du capital. Par ailleurs, la restriction de la technique de placement dans le public aux intermédiaires en bourse peut susciter une critique concernant la capacité financière des sociétés de bourse qui, en dépit de son élargissement, peut constituer une limite à l'étendue de la prise ferme d'actions.

Il serait donc préférable d'envisager l'extension de l'ensemble d'intermédiaires habilités à assurer les placements de titres pour incorporer en plus des sociétés de bourse, les banques et les investisseurs institutionnels. Même si cette proposition s'oppose à l'interdiction aux banques d'opérer directement sur les marchés des titres, elle reste toujours envisageable si des mesures complémentaires sont mises en place.

II.3.2 Le contrat de liquidité

Le contrat de liquidité est l'instrument le plus innovateur des mesures orientées vers l'organisation de la liquidité sur le second marché français. Le législateur français impose à la société qui s'introduit sur le marché de signer un contrat avec la société de bourse introductrice en vue d'animer le marché du titre pendant une période déterminée:

"Quelle que soit la modalité de diffusion, l'attention des sociétés est attirée sur la nécessité de prendre au-delà de la période d'introduction des titres toute disposition pour assurer de façon permanente la liquidité du marché. Cette liquidité est normalement assurée par l'existence d'un contrat de liquidité..." ¹⁷⁵

La conclusion d'un contrat de liquidité implique automatiquement l'exercice de la contrepartie pour le compte de la collectivité émettrice.

La contrepartie réalisée dans ce cadre particulier est une contrepartie en régularisation de marché. Ainsi, elle vise principalement à modérer les écarts de cours et à parer une faiblesse du flottant. Elle s'opère à l'encontre de la tendance du marché afin de rétablir l'équilibre. L'agent contrepartiste achète donc à la baisse et vend à la hausse.

L'obligation qui pèse sur l'intermédiaire contrepartiste consiste à assurer des cotations plus fréquentes du titre et à garantir un minimum d'échange. Les autorités boursières avaient fourni les limites inférieures pour ces deux critères: quarante cotations par trimestre et un échange de titres par semaine ¹⁷⁶. Néanmoins, il revient à la collectivité émettrice d'apprécier le nombre des interventions sur le marché du titre.

II.3.3 Le contrat d'animation

¹⁷⁴ Articles 56 du règlement général de BVMT.

¹⁷⁵ **Paragraphe E.2.C de l'instruction de la Commission des Opérations de Bourse, septembre 1986**

¹⁷⁶ Chambre syndicale des agents de change, instruction de janvier 1983. Cependant, cette règle a été révisée et le nombre de cotation est porté à une cotation quotidienne et un échange de titres une séance sur deux.

Le contrat d'animation est un accord entre les autorités boursières et un intermédiaire en bourse qui s'engage à devenir spécialiste sur une valeur déterminée. Il a été introduit en 1992 et a permis à une nouvelle forme d'intermédiation boursière d'émerger: la tenue de marché.

Cette convention a pour but d'animer le marché d'un titre grâce à l'intervention d'un intermédiaire en bourse. Ce dernier a pour obligation principale de garantir une présence permanente sur le marché en affichant une fourchette de prix pour une quantité minimale de titres. De plus, le spécialiste doit s'efforcer d'assurer l'exécution des ordres partiellement ou totalement insatisfaits au premier cours coté.

En contrepartie de ces services, le spécialiste jouit de la gratuité des négociations, objet des opérations d'animation, et de l'octroi du statut de "spécialiste" qui est avantageux pour les transactions de blocs. Sa rémunération est double: il perçoit la marge des prix et une commission dispensée par la société émettrice. En effet, le contrat d'animation est généralement lié à la conclusion d'un contrat de liquidité entre la société de bourse autorisant la SBF "**à intervenir dans des conditions déterminées sur le titre**".

Le statut de spécialiste à la française diffère de celui des faiseurs de marché anglo-saxons. Le teneur de marché français ne dispose pas d'une situation monopolistique sur le marché de la valeur. Il demeure contraint à la concurrence du carnet d'ordres des clients et celle des autres spécialistes.

L'existence d'un contrat d'animation sur un titre est avantageuse:

- D'abord, le contrat d'animation permet d'améliorer la liquidité du titre en facilitant sa négociation par la présence du spécialiste. Il permet aussi d'améliorer sa profondeur par l'enrichissement du carnet d'ordres. La perspective des cotations régulières est permet de rassurer les investisseurs qui hésiteront moins à se positionner sur un marché de titre sur lequel ils existent déjà d'autres opérateurs.
- Ensuite, la conclusion d'un contrat d'animation améliore l'image de la société cotée. Le contrat dénote sa volonté réelle de dynamiser le marché du titre et son respect pour les investisseurs. Il permet également de renforcer les liens entre la société et ses partenaires financiers.
- Finalement, le contrat d'animation peut permettre à une société de dynamiser le marché de son titre en vue de changer de catégorie de cotation.

Conclusion

Deux aménagements s'imposent pour améliorer la liquidité du marché tunisien: l'élargissement de la cote et l'encadrement de l'activité de contrepartie.

L'élargissement de la cote repose sur le rôle des institutionnels, sur la multiplication des introductions et sur l'innovation financière des produits.

Les investisseurs institutionnels sont peu présents sur le marché des actions en dépit

de leur nombre important et de leur capacité financière étendue. Ils sont particulièrement orientés vers les titres de créance dans une optique d'investissement sans risque. Néanmoins ils sont les plus habilités à apporter leur savoir-faire en matière de gestion de risques et à intervenir massivement sur les marchés de titres. Il convient donc de prendre en considération cette situation et d'apporter les mesures nécessaires pour les inciter à renforcer leur intervention sur le marché des actions. Le secteur des assurances est à réaménager en priorité. Son rôle dans la collecte de l'épargne à long terme est primordial pour la prospérité du marché boursier.

Le programme de privatisation constitue un moyen efficace pour alimenter la cote de bourse avec de nouvelles sociétés. Il convient donc de l'accélérer et de canaliser le produit de privatisation vers le marché boursier.

Par ailleurs la gamme de produits actuellement proposés aux sociétés émettrices semble diverger de leurs attentes. A l'exception de quelques rares exemples, les actions et les obligations restent les seuls produits émis. Il devient donc opportun d'élargir l'ensemble des produits financiers par des formules de combinaison et/ou de subordination entre ces deux supports principaux. Précisément, la législation tunisienne peut envisager la création des actions à bons de souscription d'actions, les obligations à bons de souscription d'actions et les stock options.

L'activité de contrepartie constitue l'action la plus favorable à la création et à l'animation des marchés de titres. Néanmoins son exercice est limité et manque d'encadrement réglementaire et technique. Elle nécessite l'élaboration de textes réglementaires précis et l'octroi de privilèges tarifaires ou fiscaux. Son institution devrait même être obligatoire dans certains cas. De plus elle pourrait être autorisée aux banques et aux autres investisseurs institutionnels.

L'exercice de la contrepartie en régularisation de marché est intimement lié à l'utilisation du contrat de liquidité. Cet outil devrait être mieux réglementé et plus largement utilisé.

Annexes

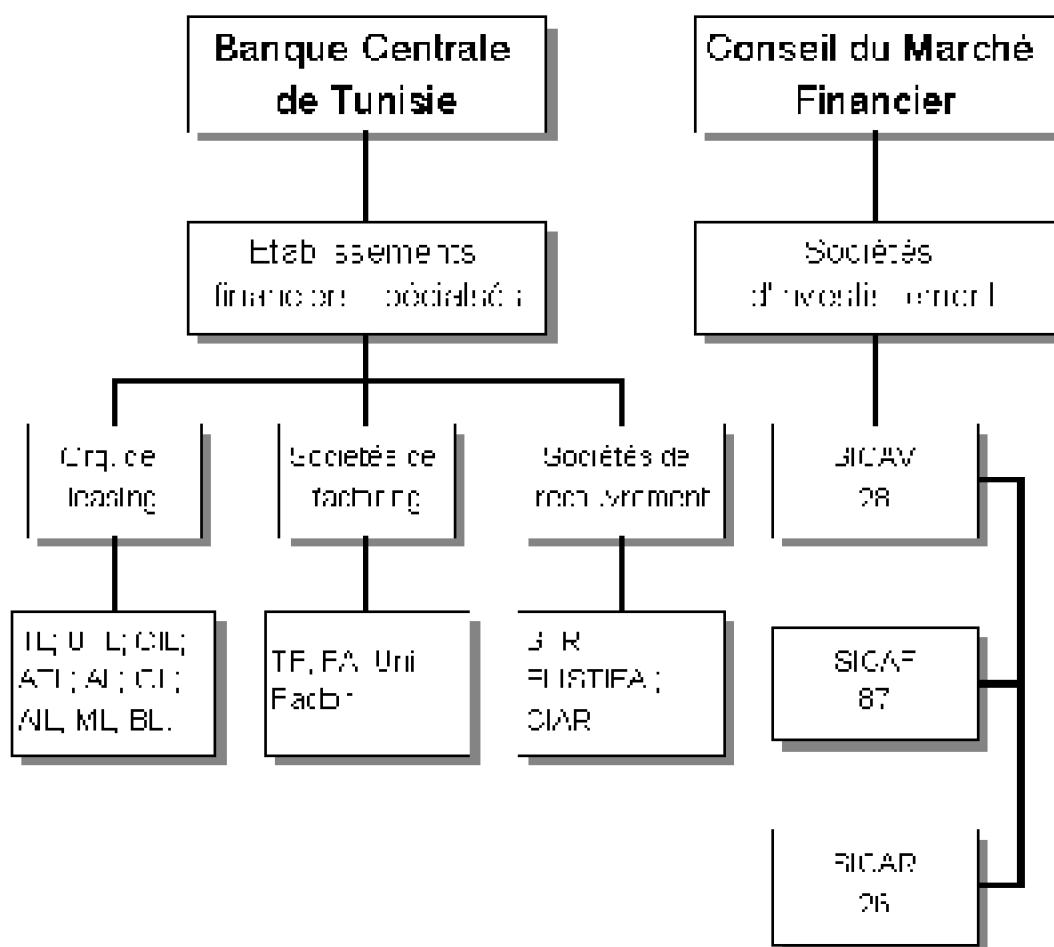


Figure 36: Les intermédiaires financiers non bancaires en activité à la fin de 1999

Source: Le rapport annuel de la Banque Centrale de Tunisie 1999 *Cette organisation ne prend pas en considération les services financiers de la poste.

Mode de cotation	Continu A	Continu B	Fixing A et B
Horaires de cotation	10h00-17h05	10h00-17h05	A 11h30 et à 16h00
Variations autorisées	Premier seuil : + ou – 10% par rapport au cours de la veille Seuils suivants : + ou – 5% par rapport au cours de réservation avec un maximum de +21.25% et de -18.75%	Premier seuil : + ou – 5% par rapport au cours de la veille Seuils suivants : + ou – 2.5% par rapport au cours de réservation avec un maximum de +10.25% et de -9.65%	+ ou -5% par rapport au cours de clôture de la veille puis + ou – 5% par rapport au cours du premier fixing

Source : SBF-Bourse de Paris, " La Bourse de Paris : organisation et fonctionnement ", p14.

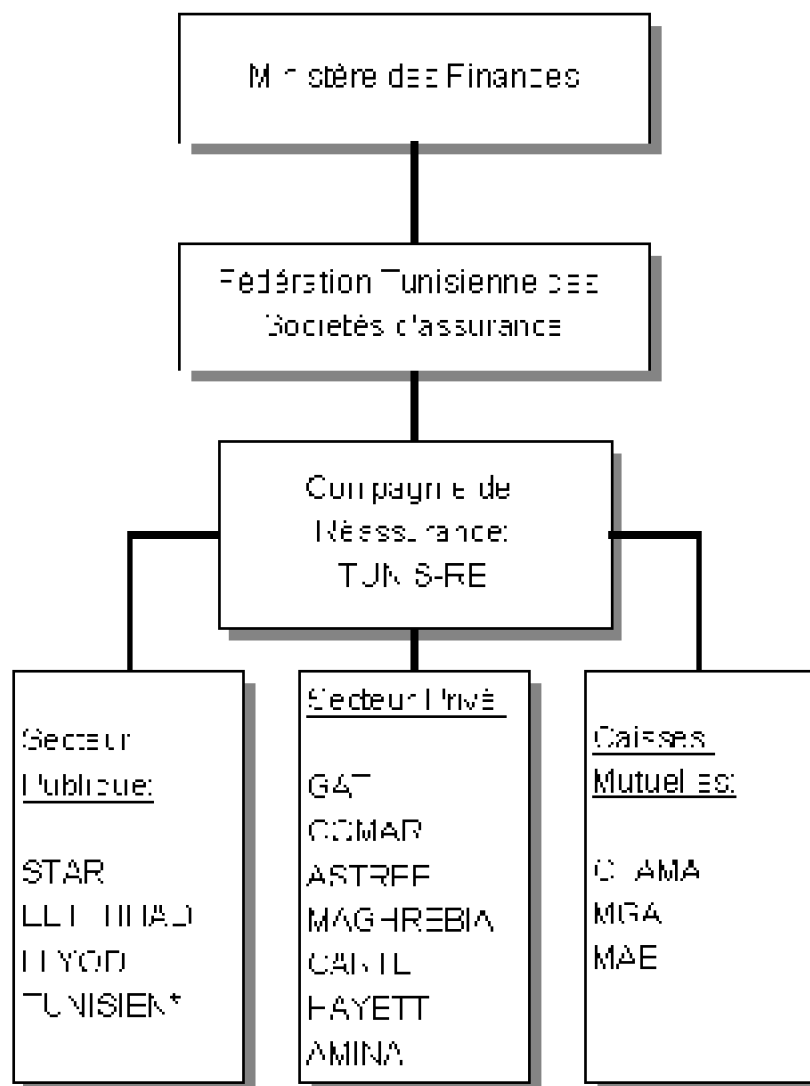


Figure 37: Organisation du secteur des assurances

* La société LLYOD est en voie de privatisation

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
SICAF	15	20	23	33	65	92	86	86	85	87
SICAV	0	0	3	6	17	15	15	19	20	23
SICAR	0	0	0	0	0	0	9	16	19	25
Total	15	20	23	39	82	107	110	121	124	135

Source :de 1990 à 1994 : Rapports d'activité de la BVMT de 1995 à 1999 : rapports annuels de la BCT.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
SICAF	66	140	155	210	270	516	482	513	513	479
SICAV	0	0	6	97	451	622	521	681	873	1102
SICAR	0	0	0	0	0	0	48	132	188	193
Total	66	140	161	307	721	1138	1051	1326	1574	1774

Source : de 1990 à 1994 : Rapports d'activité de la BVMT ; de 1995 à 1999 : rapports annuels de la BCT.

Conclusion de la deuxième partie

Cette partie a permis de confirmer l'hypothèse de l'illiquidité structurelle du marché boursier tunisien.

L'analyse des réformes juridiques, institutionnelles et organisationnelles a conduit à ces conclusions. Les réformes juridiques offrent un encadrement réglementaire précis de la notion d'appel public à l'épargne, des critères d'introduction en bourse et des conditions d'exercice de la profession boursière. Les mesures organisationnelles ont doté le marché d'un cadre institutionnel diversifié et d'une structure de négociation moderne. Ces aménagements laissent donc espérer une activité solide et permanente qui va de pair avec les efforts employés. Néanmoins, le marché suit une évolution en dessous des espoirs escomptés.

En effet, le marché demeure étroit et concentré. De plus, le rapport de la capitalisation boursière au PIB est limité. Un facteur de l'illiquidité durable est reflété par la dominance du marché hors cote. En effet, sur l'ensemble de la période, la hors cote s'est montrée plus active que le marché officiel. Ensuite, les actions cotées sont échangées en petites quantités par rapport aux capitaux ou des titres admis. Cette situation a concerné toutes les classes de capitalisation sans exception. La liquidité du marché demeure un événement occasionnel.

Outre l'étude chiffrée des indicateurs de la liquidité, l'interrogation des praticiens du marché a fourni des résultats qui justifient pleinement l'existence d'un problème de liquidité. Cependant les intermédiaires, dramatiquement atteints par la récession du marché lors de la période de réalisation de notre enquête, ont orienté leur analyse vers la régression de la demande et les difficultés de la profession boursière.

L'analyse de la profession boursière montre principalement l'émiettement du secteur et la rareté des opérations de contrepartie. Celles-ci manquent d'encadrement et d'encouragement tarifaire.

Face à cette situation d'illiquidité, deux mesures principales sont souhaitables: l'élargissement de la cote et l'encadrement de l'activité de contrepartie.

Le marché peut bénéficier de l'innovation des produits en vue de solliciter l'intérêt des sociétés émettrices et celui des investisseurs. D'une part, la gamme des produits

actuellement proposés n'a pas été pleinement utilisée. Les sociétés émettrices préfèrent toujours les supports classiques (actions et obligations). D'autre part, les investisseurs tunisiens, particulièrement les petits porteurs, manifestent des réactions exagérées au moindre mouvement des cours. Une telle situation renseigne sur un manque d'apprentissage et une méconnaissance de la vie boursière. Dans ce sens, des produits intermédiaires entre les actions et les obligations permettraient d'attirer les sociétés émettrices sur le marché boursier et les investisseurs de bénéficier d'une facilité de sortie fortement désirée. De plus, les stock options peuvent constituer un support pour l'élargissement de l'actionnariat à travers l'implication des salariés.

L'innovation des institutions financières a eu un grand succès justifié par la multiplication des sociétés d'investissement même suite à la suppression des avantages fiscaux préalablement accordés. Néanmoins, une forme des OPCVM demeure moins exploitée que les autres. Il s'agit des Fonds Communs de Placement dont l'avantage majeur demeure la facilité de leur constitution et de leur gestion. Une révision des textes juridiques et fiscaux relatifs s'impose. Un encouragement fiscal et une diversification des formules des FCP peuvent être à l'origine du développement de la gestion collective des valeurs mobilières par des petits porteurs. Un effet d'apprentissage indiscutable est lié au développement des FCP.

Par ailleurs, l'élargissement du marché peut résulter de l'accélération du programme de privatisation et son orientation vers le marché boursier d'une manière permanente. Les prochaines opérations pourraient être réalisées par des Offres Publiques de Vente en vue de multiplier les introductions en bourse, atténuer la concentration sectorielle et offrir une possibilité de diversification actuellement restreinte sur le marché boursier.

En troisième lieu, le marché peut s'élargir par la participation active des institutionnels dont l'activité actuelle, à cause de la réglementation et des difficultés rencontrées dans le passé, est principalement orientée vers le marché obligataire. Le secteur des assurances, la principale forme des intermédiaires de bilan après les OPCVM et en l'absence des fonds de pension, est particulièrement appelé à se restructurer et à apporter son soutien au marché boursier.

Une solution principale à l'illiquidité du marché boursier tunisien est envisageable à travers l'encadrement de l'activité de contrepartie et l'encouragement des contrats d'animation. Contrairement au marché obligataire, qui bénéficie déjà d'une forme plus précise du market making à travers l'instauration du statut de Spécialiste en Valeurs de Trésor, les opérations de contrepartie sont très limitées sur le marché des actions. De plus, leur caractère volontaire, le manque d'encouragement tarifaire et d'encadrement technique ont rendu leur réalisation peu fréquente. L'expérience française dans ce domaine peut servir de référence pour restructurer l'activité de contrepartie.

Nous pensons particulièrement aux conditions de son exercice sur le second marché français durant les années 1980. En effet, accélérer brutalement l'activité de contrepartie et instaurer hâtivement des conditions d'exercice plus avancées peuvent perturber le secteur de l'intermédiation. Ce dernier manque de moyens financiers et nécessite des restructurations fondamentales. De plus le marché est étroit et ne permet pas de répondre aux critères de rentabilité d'une activité de contrepartie très avancée.

Conclusion générale

Notre travail avait pour objectif principal de vérifier le manque de liquidité structurelle sur le marché boursier tunisien et de relier ce manque aux difficultés du marché.

La réponse à cette question a nécessité d'une part l'exploration des éléments théoriques relatifs à la notion de liquidité de marché. D'autre part, nous avons procédé à la validation empirique de l'hypothèse principale grâce à une étude chiffrée des indicateurs de la liquidité et à une enquête auprès des intermédiaires en bourse tunisiens.

Les éléments théoriques

Le parcours théorique a permis de définir la notion de liquidité de marché, de déceler ses dimensions et d'explorer ses mesures.

Ainsi la liquidité d'un marché est son aptitude à garantir aux participants la possibilité de traiter rapidement, à moindre coût et à des prix raisonnables. Un marché liquide est un marché large, profond et résilient. Un marché large est un marché équitable et épais caractérisé par la participation d'un grand nombre d'intervenants, par la présence des investisseurs institutionnels et par une offre suffisante des titres. Un marché profond est un marché transparent et régulier permettant d'échanger de grandes quantités de titres sans perturbation substantielle des cours. Un marché est résilient s'il est capable d'absorber rapidement les chocs des prix.

Les mesures de la liquidité du marché sont diverses et changent en fonction du contexte et de la dimension à laquelle on s'intéresse. Néanmoins, elles peuvent être globalement regroupées sous forme d'indicateurs de développement du marché ou

d'indicateurs de variation des prix. En revanche, la fourchette des prix demeure la mesure théorique la plus citée et la plus explorée.

La liquidité du marché est obtenue grâce à la combinaison d'une microstructure appropriée et d'une intermédiation financière diversifiée.

Deux piliers des architectures des marchés affectent la production de la liquidité. Le premier est la consolidation temporelle et spatiale des flux d'ordres. Le deuxième est la présence d'intermédiaires.

La consolidation des flux d'ordres dans le temps et dans l'espace résulte principalement de la cotation au fixing et de la centralisation de l'offre et de la demande. L'objectif recherché est de maximiser le nombre d'ordres à cours limité croisés avec des ordres au prix de marché provenant du public. La production de la liquidité est réalisée dans ce cas à faible coût et à moindre volatilité, dans la mesure où elle est fournie par les investisseurs et non par les intermédiaires.

La présence des intermédiaires, en particulier celle des contrepartistes, garantit un service de négociabilité justifié par les économies d'échelle sur les coûts de transaction et sur les coûts de l'information. De plus, les portefeuilles des contrepartistes constituent un tampon entre l'offre et la demande en cas de déséquilibre temporaire du marché. Bien que certaines études remettent en question le rôle du contrepartiste dans la stabilisation des prix, une grande partie de la littérature demeure en faveur de sa présence en s'appuyant sur l'avantage de la liquidité additionnelle offerte par son portefeuille.

Néanmoins, les services de négociabilité, par la réduction des coûts de transaction et par la réduction de l'asymétrie de l'information, ne permettent pas de pallier la totalité du risque d'illiquidité du marché dont la portée dépasse le rôle des marchés secondaires. En effet, le market making améliore la liquidité du titre mais ne résout pas l'illiquidité du marché.

En réalité, pour qu'un marché puisse être liquide, rappelons le, il faut qu'il soit large, profond et résilient. Les services des contrepartistes contribuent partiellement à la réalisation des deux dernières dimensions, mais ne peuvent en aucun cas influencer la largeur du marché. La largeur du marché est tributaire de l'offre suffisante, de la participation active des institutionnels et de l'arrivée d'un grand nombre d'intervenants. La réalisation de cette performance implique l'ensemble des intermédiaires financiers à travers la mobilisation de l'épargne financière. Une telle mobilisation est possible par l'innovation des produits et par le développement de l'intermédiation financière en général.

En d'autres termes, l'étendue de l'épargne financière est conditionnée par la diversification des produits offerts. L'innovation des produits permet à la fois de solliciter l'intérêt des agents économiques qui cherchent des placements sûrs et rentables et d'apporter des solutions convenables aux sociétés qui choisissent de se financer sur les marchés de capitaux.

Le développement de l'intermédiation financière permet d'enrichir le tissu institutionnel du secteur et de promouvoir la spécialisation. L'étendue du système financier dont les acteurs institutionnels sont dotés de forte capitalisation permet de drainer le maximum de ressources. La spécialisation présente deux avantages: les

économies d'échelle et l'amélioration du savoir-faire.

L'étude empirique

La partie empirique a porté sur le cas particulier de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Les investigations menées dans le but de prouver son illiquidité ont généré de multiples conclusions. La conclusion principale est la validation de notre hypothèse de départ qui stipulait un manque de liquidité structurelle entravant son essor de manière durable.

Dans la même logique que la théorie exposée en première partie, l'analyse du cas tunisien nous a amenés à explorer ses aspects microstructurels.

L'investigation du cadre législatif, fiscal et organisationnel permet de conclure que le marché a bénéficié de plusieurs réformes conséquentes au choix de l'économie de marché. Ces réformes ont apporté un meilleur encadrement de la notion d'appel public à l'épargne et une vague d'innovation touchant les produits et les institutions. En particulier la microstructure du marché a bénéficié d'un aménagement institutionnel permettant une nécessaire séparation des missions, l'encadrement des critères d'introduction et l'octroi du monopole de négociation aux intermédiaires en bourse.

En terme de mesures favorables à la liquidité, nous soulignons particulièrement l'aménagement des règles de cotation, la réglementation précise des procédures de livraison et la révision récente des critères de diffusion.

Le protocole de négociation sur la Bourse de Tunis a été favorablement amélioré grâce à l'introduction du système électronique de cotation qui a permis d'éliminer les négociations complaisantes. De plus, ce système repose sur le principe de cotation en continu avec une ouverture au fixing. Ce mode de fonctionnement renforce l'aspect désirable d'une présence simultanée des négociateurs et la centralisation de leurs flux d'ordres. En outre, ce mode de fonctionnement incorpore le principe de l'unicité des prix de transaction qui permet de réduire la volatilité des cours.

La réglementation précise des procédures de livraison a permis de renforcer la sécurité et de raccourcir le délai du retour des négociateurs sur le marché.

En troisième lieu, les autorités boursières ont révisé le critère de diffusion du capital pour les sociétés cotées en bourse. Elles exigent un seuil maximum de capital détenu par investisseur de l'ordre de 0,1%. Cette règle est susceptible d'augmenter le nombre des intervenants sur le marché.

La mesure de la liquidité par des indicateurs de développement et de rotation a révélé l'étroitesse et l'inactivité du marché. Il souffre d'une offre insuffisante et d'une concentration sectorielle des titres cotés. De plus la rotation des capitaux et celle des titres admis sont limitées. Cette inactivité est généralisée à l'ensemble du marché, même si certaines valeurs laissent croire à des performances exceptionnelles, sur toute la période étudiée. Ces constats conduisent à conclure que le marché souffre d'une illiquidité durable et étendue.

Une exploration approfondie de cette situation a nécessité l'avis des professionnels grâce à une enquête.

L'enquête a permis d'éclaircir la situation en générant les conclusions suivantes.

- D'abord le secteur de l'intermédiation en bourse s'avère émiétté et souffre de capitalisation limitée. Il est également touché par les répercussions de la période de récession.
- Ensuite l'activité de contrepartie, théoriquement indispensable pour la production de la liquidité additionnelle sur les marchés, demeure très peu pratiquée en Tunisie. Cette situation est partiellement expliquée par le manque d'encadrement technique de ses pratiques. De plus, l'absence d'avantages tarifaires ou fiscaux n'a pas encouragé les intermédiaires en bourse à se spécialiser dans la contrepartie.

Les insuffisances de la profession boursière sont aggravées par le rôle limité des investisseurs institutionnels dans la mobilisation de l'épargne financière et dans son emploi sur le marché boursier. A l'exception des sociétés d'investissement dont l'activité est principalement orientée vers le marché des titres de créance, le marché des actions demeure délaissé par les compagnies d'assurance et les autres formes institutionnelles de l'épargne.

A la lumière de ces éléments, l'amélioration de la liquidité du marché boursier tunisien nécessite deux aménagements principaux: l'élargissement de la cote et l'encadrement de l'activité de contrepartie.

La cote peut être enrichie par l'innovation des produits et le développement du rôle des investisseurs institutionnels. Du côté de la demande, l'innovation des produits permet de faciliter l'initiation des petits porteurs au fonctionnement du marché et l'alternance entre les statuts de créancier et d'associé. Du côté de l'offre, elle apporte des réponses diversifiées aux besoins de financement. La présence accrue des institutionnels permet de renforcer les volumes des échanges et contribuer à la réduction de l'asymétrie d'information.

L'encadrement de la contrepartie nécessite la révision de la réglementation, l'élaboration des règles techniques, son encouragement par des mesures tarifaires et son caractère obligatoire dans certaines conditions. Les contrats de placement et d'animation doivent être particulièrement encouragés en vue de promouvoir l'activité de contrepartie.

Les perspectives de recherche

Ce travail ouvre principalement la voie à deux perspectives de recherche:

- D'abord, il est possible d'enrichir la théorie de la liquidité des marchés par une exploration plus orientée vers les bourses émergentes. En effet la majorité des écrits qui ont traité des systèmes financiers en développement s'est focalisée sur les externalités macroéconomiques de la liquidité des marchés. En revanche, peu de travaux sont consacrés aux conditions favorables à sa production.
- Ensuite, dans le cas particulier de la Tunisie, notre travail offre une perspective de recherche à travers la mesure de la liquidité par les outils théoriques, en l'occurrence l'exploration du carnet d'ordres, le coût de transaction et la fourchette des prix. Une telle étude était limitée par le manque de données, actuellement plus accessibles

grâce aux nouvelles technologies.

Bibliographie

Thèses et Mémoires

Biais Bruno, 1989. Microstructure Des Marchés et Processus de Formation Des Prix.
Directeur : Briys Eric Discipline : Gestion : Finances et Comptabilité *Université : HEC, Paris*

CORCOS ANNE, 1993. Bruits Et Chaos Sur Les Marchés Financiers. Directeur : Piatrecki
Cyrille Discipline : Sciences économiques : techniques et développement
Université : Paris 2

DUTEIL GILLES, 1993. Liquidité et Marché Boursier : Un Critère De Segmentation Du
Marché Des Actions. Directeur : Bensoussan Claude Discipline : Gestion : Finances
et Comptabilité *Université : Aix-Marseille 3*

FOUCAULT THIERRY, 1994. Formation Des Prix Et Stratégies De Placement D'ordres
Dans Les Marchés Financiers. Directeur : Bais Bruno Discipline : Gestion : Finances
et Comptabilité *Université : HEC, Paris*

HANDOUS ABDELHAKIM, 1990. Organisation Des Echanges et Coûts Des Transactions
Sur Les Marchés D'actions. Directeur : Albouy Michel Discipline : Gestion : Finances
et Comptabilité *Université : Grenoble 2*

POINCELOT DOMINIQUE, 1994 . La Mesure De La Liquidité Des Marchés Financiers
Continus Directeur : Charreaux Gérard Discipline : Gestion : Finances et
Comptabilité Université : Dijon

MANNAI SAMIR, 1994. De La Microstructure En Général Et De La Liquidité En Particulier
Directeur : Simon Yves Discipline : Gestion : Finances et Comptabilité Université :
Paris 9

Atlan F., 1987. Les Justificatifs Théoriques Du Market Making. Directeur : Larnac PM.
Discipline : Sciences des organisations : économie et finance internationales
Université : Paris 9

Zaninotto E., 1993. *L'intermédiation Financière En Fonds Propres*. Directeur : Courbis
Bernard Discipline : Sciences économiques : Monnaie, Finance, Banque Université :
Lyon 2

Ouvrages et Usuels

ADMATI, A.R., PFLEIDERER, P., 1988 . *A theory of intraday trading patterns*. Review of
Financial Studies N° 1, PP. 3-40.

ALLAIS M., 15 MAI 1987 . *Les conditions monétaires d'une économie de marchés: De la
réflexion sur le passé ET à la préparation de l'avenir*. Centre D'Analyse Economique.

AUDEBERT LASCROCHAS P., 1995. *Profession Négociateur*. Edition d'organisations,
Paris.122 pages.

CHOINEL A. & ROUYER G. 1981. *Le marché financier, structures et acteurs*. Economica,
Paris.

COBBAUT R., 1992 . *Théorie Financière*. Economica, 2^{ème} édition, Paris. 515 pages.

COURBIS B., 1971. *Intermédiation Et Liquidité : Essai Sur Le Rôle De L'exigence De
Liquidité Dans Le Financement Intermédiaire, A Partir De l'exemple Français*. Thèse.

FERRANDIER R. & KOEN V., *Marchés de capitaux et Techniques Financières* .
Economica, 4^{ème} édition, Paris. 479 pages .

FERRI A., 1971. *Les Intermédiaires Financiers, L'agent De Change*. Edition Dunod,
Paris. 125 pages.

GARBADE K., 1989. *Securities Markets*. Mc Graw Hill Company. New York. 420 pages.

INSTITUT DE FINANCEMENT DU DEVELOPPEMENT DU MAGHREB ARABE, 1990. *Epargne et
développement dans les pays du Maghreb*. Les Imprimeries Réunies, Tunis. 558
pages.

JAFFEUX C.,1991. *Le Second Marché : Mythes et Réalités*. Economica, Paris.190
pages.

KEYNES J.M., 1930 . *A treatise on money*. Londres, Macmillan.

KEYNES J.M., 1936 . *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris,
édition Payot.

- PILVERDIER LATRYTE J., 1991.** *Le Marché Financier Français*. Economica, Paris. 413 pages.
- SCHWARTZ R. (COHEN LM.), 1993.** *Reshaping the Equity Markets: A Guide For 1990's*. Business One Irwin, New York. 452 pages.
- THE PALGRAVE DICTIONARY OF MONEY AND FINANCE, 1994.** The Macmillan Press Limited. London.
- WAGNER HW., 1989.** *The Complete Guide to Securities Transactions: Enhancing Investment Performance and Controlling Costs*. John Wiley & Sons, New York. 375 pages.

Articles et papiers de recherche

- AFFLECK GJ., HEDGE SP. & MILLER RE., 1994.** *Trading Mechanisms and The Components of the Bid-ask Spreads*. Journal of Finance N° 49 (4), pp. 1471-88.
- AL SUHAIBANI M. & KRYZANOWSKI L., 2000 .** *An exploratory Analysis of the Order Book, And Order Flow and Execution on the Saudi Stock Market*. Journal of Banking and Finance n° 24, p 1323-1357.
- ALIER M. & VITTAS D., 2000.** *Personal Pension Plans and Stock Market Volatility*. Working Paper N° 2463. The World Bank.
- AMIHUD Y. & MENDELSON H., 1980.** *Dealership Market, Market Maker with Inventor*. Journal of Financial Economics, Vol. N° 8, pp. 31-53.
- AMIHUD Y. & MENDELSON H., 1986.** *Asset Pricing and The Bid-ask Spread*. Journal of Financial Economics N° 17(2), pp. 223-249.
- AMIHUD Y., MENDELSON H. & LAUTERBACH B., 1997.** *Market Microstructure and Securities Values: Evidence from Tel Aviv Stock Exchange*. Journal of Financial Economics N° 45, p 365-390.
- ARTUS P., BREBDER A. & THIVEAUD J.M., 1990.** *Aspects Contemporains Des Marchés de Capitaux*. Revue d'Economie Financière N° 15, pp. 31-50.
- BAGEHOT W., 1971.** *The Only Game In Town*. Financial Analysts Journal N° 27, pp. 12-14.
- BARNEA & LOGUEDE., 1976 .** *Stock trading and portfolio performance* , Journal of Bank Research N° 7, p 150-157.
- BATTALIO R., JENNINGS R., & SELWAY J., 2001.** *The potential for clientele pricing when making markets in Financial securities*. Journal of Financial Markets, pp. 85-112.
- BIACABE P., 1988.** *D'une intermédiation financière à une autre: le cas de la désintermédiation*. Revue d'Economie Financière N° 4, pp. 34-48.
- BIAIS B., 1990.** *Formation des Prix Sur Les Marchés De Contrepartie : Une Synthèse De La Littérature Récente*. Revue Economique N° 41 (5), pp. 755-87.
- BENNINGA S.Z., 1979.** *Capital Market Theory Discussion*. Journal Of Finance N° 34(2),

pp. 413-414.

BENSTON G. & HAGERMAN R., 1974. *Determinants Of Bid-ask Spreads In The Over-the-counter Market.* Journal Of Financial Economics 1, pp. 353-64.

BENSTON G. & SIMTH C., May 1976. *A transaction Cost Approach To The Theory Of Financial Intermediation.* Journal of Finance 31(2), pp. 215-31.

BERKOWITZ SA., LOGUE DE. & NOSER EA. JR., 1988. *The Total Cost Of Transaction On The NYSE.* Journal Of Finance 43, pp. 97-112.

BERNESTEIN P., 1987. *Liquidity, Stock Markets and Market makers.* Financial Management 16, pp. 54-62.

BERNOU N. & SAÏDANE D. 2000. *Nouveaux enjeux, nouvelle banque: l'émergence de la "Banque-Marché".* VII ème Table Ronde "Finance et Industrie. Ateliers "Macroéconomie financière" GATE UMR 5824 CNRS ET Université Lumière Lyon II.

BESSEMBINDER, H., 1999. *Trade Execution Costs on NASDAQ and the NYSE: A Post-Reform Comparison.* Journal of Financial and Quantitative Analysis N° 34, 387-407.

BIAIS B., SEPTEMBRE 1990. *Formation des prix sur les marchés de contrepartie.* Revue Economique N° 5, p 755-788.

BLACK F., 1971. *Towards a Fully Automated Exchange.* Review of Financial Studies N° 3, pp. 107-114.

BLACK F., 1986. *Noise.* Journal Of Finance 41(3), pp. 529-43.

BOSSONE B., 2000 . *What Makes Banks Special? A Study on Banking Finance and Economic Development.* Working Paper N° 2408. The World Bank.

BOYD J. & PRESCOTT EC., APRIL 1986 . *Financial Intermediary Coalitions.* Journal Of Economic Theory 38(2), pp. 211-32.

BUSHAN R., 1990. *Trading Costs, Liquidity And Assets Holdings.* Review Of Financial Studies 4, pp. 343-360.

CAMPBELL TS. & KRACAW W., SEPTEMBER 1980. *Information Production, Market Signalling and the Theory Of Financial Intermediation.* Journal Of Financial 35(4), pp.863-82.

CATALAN M., IMPAVIDO G. & MUSALEM A.R. (2000). *Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?.* World Bank Policy Research Working Paper N° 2421, The World Bank.

CASTEL M. & ULLMO Y., 1991. *La Nouvelle Intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises.* Revue d'Economie Financière N° 16, pp. 41-61.

CHAKRAVARTY S. & HOLDEN CW., JULY 1995. *An Integrated Model Of Market And Limit Orders.* Journal Of Financial Intermediation 4 (3), pp. 213-41.

CHUNG-KEE H. & AL., SEPTEMBER 1995 . *Production Of Information, Information Asymmetry And The Bid-ask Spread, Empirical Evidence From Analysts' Forecasts.* Journal Of Banking And Finance 19 (6), pp.1025-46.

COHEN K., MAIER S., SCHWARTZ R. & WHITCOMB D., 1979. *Market Makers And Market Spread : A Review Of Recent Literature.* Journal Of Financial And Quantitative

Analysis 14, pp. 813-35.

CONROY R.M. & WINKLER R.L. 1981 . *Informational differences between limit and market orders for a market maker* . Journal of Financial and Quantitative analysis Vol. XVI N° 5, pp.703-724.

COOPER K., GROTH J. & AVERA W., 1985. *Liquidity, Exchange Listing And Common Stock Performance*. Journal Of Economics And Business, pp. 21-33.

COPELAND T. & GALAI D., 1983. *Information Effects On The Bid-ask Spread*. Journal Of Finance 38, pp. 1457-1469.

COPELAND T., NOVEMBER 1979. *Comment: Smidt paper*. Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol XIV N° 4, p 869-873.

CORNELL B., DECEMBER 1979. *Asymmetric Information And Portfolio Performance Measurement*. Journal Of Financial Economics 7(4), pp. 381-90.

CORNOY RM. & WINKLER RL., DECEMBER 1981. *Informational Differences Between Limit And Market Orders For A Market Maker*. Journal Of Financial And Quantitative Analysis 16(5), pp. 703-724.

COTHERN R., SEPTEMBER 1982. *On The Impossibility Of Informational Efficient Markets*. American Economic Review 72 (4), pp. 873-874.

COURBIS B., 1987. *Peut-on parler de désintermédiation en France?*. Economie et Humanisme N° 294, pp. 8-18.

COURBIS B. & DUPUY C. 1989. *Paris et Londres Face à la Mondialisation*. Revue D'Economie Financière N° 10, pp. 138-148.

COURBIS B, FRMOENT E. & KARLIN E. 1990. *Banque et Finance*. Chapitre 44 de L'encyclopédie Economique. GREFFE Xavier.

DE BOISSIEU C., 1990. *Dynamique du Marché des Services Financiers et Stratégie des Intermédiaires Financiers*. Revue D'Economie Financière. Numéro Spécial Du Mois de Novembre, pp. 531-540.

DE LONG JB., SHLEIFER A., SUMMERS LH. & WALDMANN RJ., 1990. *Positive Feed-back Investment Strategies And Destabilising Rational Speculation*. Journal of Finance 45, pp.375-395.

DE LONG JB., SHLEIFER A., SUMMERS LH. & WALDMANN RJ., JULY 1989 . *The Size And Incidence Of The Losses From Noise Trading*. Journal of Finance 44(3), pp. 681-696.

DEMSETZ H., 1968. *The Total Cost of Transacting*. Quarterly Journal Of Economics 82, pp. 33-53.

DEVREUX M.B. & SMITH G.W, 1994. *International Risk Sharing and Economic Growth* . International Economic Review N° 35, pp. 535-550.

DIAMOND D.W. & DYBVIG P.H. 1983 . *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. Journal of Political Economics N° 91, pp. 401-419.

DIAMOND DW. & VERRACCHIA RE., SEPTEMBER 1991. *Disclosure, Liquidity And The Cost Of Capital*. Journal Of Finance 46 (4), pp.607-641.

DIAMOND DW., JULY 1984. *Financial Intermediation And Delegated Monitoring*. Review Of Economic Studies 51 (3), pp.393- 414.

DIMITRI V., 1997. *Tunisia's insurance sector* . Working Paper Series N° 857. The World

Bank.

- DRUMTEZ F. & ICARD A., JUIN 1994.** *Développement des marchés de titres et financement de l'économie française*. Bulletin de la banque de France, pp. 83-107.
- EASLEY D., KIEFER N., O'HARA M. & PAPERMAN J., SEPTEMBER 1996.** Liquidity, Information And Infrequently Traded Stocks. *Journal Of Finance* 51(4), pp. 1405-36.
- ECONOMIDES N. & SIOW A., 1988.** *The division of markets is limited by the extent Of Liquidity*. *American Economic Review* 78, pp. 108-121.
- ECONOMIDES N., OCTOBER 1993.** *How To Enhance market Liquidity*. New York University Saloman Brothers Working Paper, S94-2, 9 pages.
- ENGLE R. & LANGE J., 2001** . *Predicting VNET: A model of the dynamics of market depth*. *Journal of Financial Markets* N° 4, pp.113-142.
- FAMA EF., JULY 1983.** *The Information In The intermediary And Price Level Control*. *Journal Of Monetary Economics* 12(1), pp. 7-28.
- FAMA EF., MARSH 1976.** *Efficient Capital Market : Reply*. *Journal Of Finance* 31(1), pp. 143-145.
- FIGLEWSKI S., AUGUST 1978.** *Market Efficiency In A Market With Heterogeneous Information*. *Journal Of Political Economics* 86 (4), pp. 581-597.
- FIGLEWSKI S., MARSH 1982.** *Information Diversity And Market Behaviour*. *Journal Of Finance* 37(1), pp. 87-102.
- FINNERTY J., SEPTEMBER 1976** . *Insiders And Market Efficiency*. *Journal Of Finance* 31(4), pp. 1141-1148.
- FOSTER FD. & VISWANATHAN S. 1990.** *A theory of Interday variations in volume, variance, and trading costs in securities markets*. *Review of Financial Studies* N°3, p 593-624.
- FORSTER, M., GEORGE, T., 1996.** *Pricing effects and the NYSE open and close: evidence from internationally cross-listed stocks*. *Journal of Financial Intermediation* N° 5, PP. 95-126.
- FOUQUET F. & HAAS F., FÉVRIER 2001.** *Impact Des Mutations Technologiques sur les Marchés de gré à gré*. Bulletin de la Banque de France N° 86, pp. 61-71.
- GAFFARD J.L., 1988.** *De L'économie de Découverts à L'économie de Placements de Titres Négociables : Enjeux et Difficultés d'une Transition*. *Economie et Société* N° 4, pp. 31-47.
- GARBADE KD. & SILBER W. 1979,** *Structural Organisation of Secondary Markets: Clearing Frequency, Dealer Activity and Liquidity Risk*. *Journal of Finance* N° 34, pp. 577-593.
- GARBADE KD. & SILBER W., JUNE 1978.** *Technology, Communication And Performance Of Financial Markets : 1840-1975*. *Journal Of Finance* 33 (3), pp. 819-832.
- GARMAISE M.J. & MOSKOWITZ T.J., 2000** . *Brokerage Intermediation and Agency; The Financing and Pricing of Commercial Properties*. Centre for Research in Security Prices. Working Paper. University of Chicago.
- GARMAN M., 1976.** *Market Microstructure*. *Journal Of Financial Economics* 3, pp. 257-275.

- GENNOTTE G. & LELAND H., DECEMBER 1990** . *Market liquidity, hedging, and crashes* . The American Economic Review, décembre 1990, vol. 80, n° 5, pp. 999-1021.
- GETLER M. 1988** . *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*. Journal of Money, Credit and Banking Vol 20 N° 3, pp. 559-583.
- CLEN J., 1994**. *An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets*. Discussion Paper N° 24. International Finance Corporation.
- GLOSTEN LR., 1987**. *Components Of The Bid-ask Spreads And Statistical Properties Of Transactions Prices*. Journal Of Finance 42(5), pp. 1293-1308.
- GLOSTEN LR., & MILGROM P., 1985**. *Bid-ask Spread And Transaction Prices In A Specialist Market With Heterogeneously Informed Traders*. Journal Of Financial Economics 14, pp. 71-100.
- GOLDSMITH R.W., 1969**. *Financial structure and development*. New haven, Yale University Press.
- GOULD J. & VERRICCHIA R., 1985**. *The Information Content Of Specialist Pricing*. Journal Of Political Economy Vol. 93, pp. 66-83.
- GOURIÉROUX C., JASIAK J. & LE FOL G., 1999**. *Intra-day market activity* . Journal of Financial Markets N° 2, pp.193-226.
- GOUX JF., 1990**. *De L'économie De Découvert, A Propos De La Théorie De La Liquidité Chez Hicks*. Revue Economique N° 4, pp. 669-686.
- GRAVELLE T., AUTOMNE 1999** . *Le marché des titres du gouvernement canadien dans les années 1990 : liquidité et comparaisons avec d'autres pays*. Département des marchés financiers canadiens. Revue de la Banque du Canada, pp. 11-31.
- GROSSMAN S. & STIGLITZ J.E., 1980**. *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. American Economic Review N° 70, p 393-408.
- GROSSMAN S., & MILLER M., 1988**. *Liquidity And Market Structure* . Journal Of Finance 43, pp. 617-633.
- GROSSMAN SJ., 1989**. *Market Liquidity And Trading Technology*. The French Finance Association And CEREG Of The University Paris-Dauphine. Annual Meeting, June 29, 1989.
- GURLEY & SHAW, 1960**. *Money In A Theory Of Finance*. Washington, DC Bookings Institutions.
- GURLEY J.G. & SHAW E.S., 1956**. FINANCIAL INTERMEDIARIES AND SAVING INVESTMENT PROCESS. JOURNAL OF FINANCIAL N° 11, PP. 975-994.
- HAMILTON JL., SUMMER 1991**. *The Dealer And Market Concepts Of Bid-ask : A Comparison For NASDAQ's Stocks*. Journal of Financial Research 14(2), pp. 129-139.
- HAMON J., 1997**. *Fourchette et frais de transaction à la Bourse de Paris*. Bulletin de la Commission des Opérations Boursières n° 309.
- HASBROUCK J., & SCHWARTZ R., 1988**. *Liquidity and Execution Costs in Equity Markets*. Journal of Portfolio Management 14(3), pp. 10-17.
- HASBROUCK J., 1993**. *Assessing The Quality Of A Security Market: A New Approach To Transaction Cost Measurement*. Review Of Financial Studies 6(1), pp. 191-212.

- HICKS J., 1967.** *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford University Press.
- HIRSHEIFER J., JUNE 1968.** *Liquidity, Uncertainty and The Accumulation of Assets*. CORE discussion paper N°6810.
- HO T. & STOLL H., 1983.** *The Dynamics of Dealer Markets under Competition*. Journal of Finance 38, pp. 1053-1074.
- HO T. & STOLL H., 1981.** *Optimal Dealer Pricing Under Transaction And return Uncertainty*. Journal of Financial Economics 9, pp. 47-73.
- HO T., SCHWARTZ R. & WHITCOMB D., 1985 .** *The Trading Decision and Market Clearing under Transaction Price Uncertainty*. Journal Of Finance 40 (1), pp. 21-42.
- HOLDEN, C., SUBRAHMANYAM, A., 1992.** *Long-lived private information and imperfect competition*. Journal of Finance N° 47, pp. 247-270.
- IMPAVIDO G. & MUSALEM A.R., 2001.** *Contractual Savings, Stock and Asset Markets*. World Bank Working Paper N° 2490. The World Bank.
- JONES RA. & OSTRAY JM., 1984 .** *Flexibility and Uncertainty*. Review Of Economic Studies. Janvier, pp. 13-32.
- JOUSSET H., 4ÈME TRIMESTRE 1992 .** *La Liquidité*. Analyse Financière, pp. 78-87.
- KAIRYS JP., KRUSA R. & KIMPINS R., 2000 .** *Winners and losers from the introduction of continuous variable price trading: Evidence from the Riga Stock Exchange*. Journal of Banking and Finance N° 24, p 603-624.
- KYLE AS., 1985.** *Continuos Auctions and Insider Trading*. Econometrica N° 53, pp. 1315-1336.
- KAMINSKY G., LYONS R. & SCHMUKLER S., 2000 .** *Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview*. Working Paper N° 2529. The World Bank.
- KRAUS A. & STOLL H., 1972.** *Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange*. Journal of Finance N° 27, p 569-588.
- KYLE AS., 1989.** *Informed Speculation with Imperfect Competition*. Review of Economic Studies 56 (3), pp. 317-55.
- LAUTERBACH B., 2001 .** *A note on trading mechanism and securities' value: The analysis of rejects from continuous trade*. Journal of Banking & Finance N° 25 pp. 419-430.
- LAUX P., 1993.** *Trade Size and Theories of the Bid-ask Spreads*. Journal of Financial Research 16(3), pp. 237-249.
- LAUX P., MAY 1995 .** *Dealer Market Structure, Outside Competition and The Bid-ask Spread*. Review Of Economic Dynamics and Control 19(4), pp.683-710.
- LE TERTRE J., 1986.** *La Réduction Du Coût de l'Intermédiation Financière*. Revue Française d'Economie, pp.170-176.
- LELAND H.E. & PYLE D.H., 1977.** *Informational Asymmetries. Financial Structure, and Financial Intermediation*. Journal of Finance N° 2, pp. 371-387.
- LEOB T.F., 1983.** *Trading Cost: The Critical Link between Investment Information and results*. Financial Analysts Journal (may-june), pp. 39-43.
- LEVINE R. & KING R.G., 1992.** *Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries*. Working Paper Series N° 819, The World Bank.

- LEVINE R. & ZERVOS S., 1995.** *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. Working Paper Series N° 1690, The World Bank.
- LINTNER J. 1969,** *The Aggregation of Investor's Diverse Judgements and Preference in Purely Competitive Security Markets*. Journal of financial and quantitative Analysis N° 4, pp. 34-400.
- LIPPMAN S. & MCCALL J., 1986.** *An Operational Measure of Liquidity*. American Economic Review 76 (1), pp. 43-55.
- MADHAVAN A., JUNE 1992.** *Trading Mechanisms in Securities Markets*. Journal Of Finance 47 (2) pp. 607-641.
- MADHAVAN A., MARCH 2000.** *Market Microstructure: A Survey* . Journal of Financial Markets, pp. 205-258.
- MARSH T. & ROCK K., 1986** . *Exchange Listing and Liquidity: A Comparison of the American Stock Exchange with the NASDAQ National Market System*. American Stock Exchange Transactions Data Research Project Report.
- MAYSHAR J., MARSH 1983.** *On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets*. American Economic Review 87 (4), pp. 673-700.
- MCINISH, T., WOOD, R.A., 1992.** *An Analysis of intraday patterns in bid/ask spreads for NYSE stocks*. Journal of Finance N° 47. pp. 753-764.
- MC KINNON R.I., 1973.** *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, Washington, D.C.
- MILDENSTEIN E. & SCHLEEF H., 1983.** *The Optimal Pricing Policy Of Monopolistic Market Maker IN The Equity Market* . JOURNAL OF FINANCE, VOL. XXXVIII N° 1, PP. 218-231.
- NOUVELLET D. & RODARIE D., 1987** . *Le Renouveau du Marché du Capital*. Economie et Humanisme N° 294, pp. 26-33.
- OFER AR. & MELNICK A., 1978.** *Deregulation in the Brokerage Industry: An Empirical Analysis*. Bell Journal of Economics 9, pp. 633-641.
- O'HARA M. & OLDFIELD G., DECEMBER 1986.** *The Microeconomics of Market Making*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 21, pp. 361-376.
- PAGANO, M., 1989A.** *Trading volume and asset liquidity*. Quarterly Journal of Economics N° 104. pp. 255-274.
- PAGANO M. & ROELL A., JUNE 1996** . *Transparency And Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Traders*. Journal of Finance 51(2), pp. 579-611.
- PESEK B.P. & SAVING T.R. 1967** . *Money, Health and Economic Theory*. MacMillan CO., Londres.
- PIRRONG C., AUGUST 1996.** *Market Liquidity and Depth on Computerised and Open Outcry Trading Systems*. Journal of Future Markets 16(5), pp. 519-543.
- PONCET P., 1993.** *Mode De Cotation, Structure Des Marchés Et Volatilité Des Cours*. Analyses Financières, pp. 66-74.
- RENVERSEZ F., (1988)** . *Innovations financières, Désintermédiations ET Economie d'Endettement*. Economie et Société N° 41, pp. 49-79.
- ROCK K., 1990.** *The Specialist Order Book and Price Anomalies*. Working paper,

Harvard University. 10 pages.

ROUSSEAU P.L. & WACHTEL P., 2000. *Equity Markets and Growth: Cross-country evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995.* Journal of Banking & Finance N° 24, pp. 1935-1957.

SAYERS R.S., 1960. *Modern Banking.* Larendon Press, Oxford.

SCHWARTZ R., 1992. *Market Liquidity.* Working paper series S91-45. New York University, Salomon Brothers.

SEPPI D., SPRING 1997. *Liquidity Provision With Limit Orders and A Strategic Specialist.* Review Of Financial Studies 10(1), pp. 103-150.

SHAW E.S., 1973. *Financial Deepening in Economic Development .* Oxford University Press, New York.

SMIDT S., 1971 *Which Road To An efficient Stock Market: Free Competition or Regulated Monopoly?* Financial Analysts Journal 27, pp.64-90.

SMIDT S., NOVEMBER 1979. *Continuous versus intermittent trading on auction markets.* Journal of Financial and Quantitative Analyse, Vol. XIV N° 4, p 837-868.

SMITH W.L., 1959. *Financial Intermediaries and Money Controls.* The Quarterly Journal of Economics. LXXIII N° 4, pp. 533-553.

SOFIANOS G., SUMMER 1989. *A Comparison of Dealer Services in Securities Markets.* Journal of International Securities Markets. pp. 189-198.

STIGLER GJ., 1964 . *Price Regulation of the Securities Markets.* The Journal of Business Vol. 37, pp. 117-134.

STOLL HR., 1978. *The Supply of Dealer Services In securities Markets.* Journal of Finance 33(4), pp.1133-1151.

SUBRAHMANYAM A., 1991. *Risk Aversion, Market Liquidity and Price Efficiency.* Review Of Financial Studies 4(3), pp. 416-441.

THEISSEN E., MARCH 2000. *Market structure, informational efficiency and liquidity: an experimental comparison of auction and dealer markets.* Journal of financial markets pp. 333-363.

THORE D., DECEMBER 1980. *Asymmetrical Information in Securities Markets and Trading Volume.* Journal of Financial Quantitative Analysis 15(5), pp. 1129-1148.

TINIC SM. & WEST RR., 1971 . *Minimum Commission Rate On New York Stock Exchanges Transactions.* Bell Journal of Economics and Management Science 2, pp. 577-605.

TINIC SM. & WEST RR., 1972. *Competition and The Pricing of Dealer Services in The Over-the-counter Stock Market.* Journal of Financial and Quantitative Analysis 7, pp. 1707-1727.

TINIC SM. & WEST RR., 1974. *Marketability of Common Stocks in Canada and USA: A Comparison of Agent versus Dealers Dominated Markets.* Journal of Finance Vol. 29, pp. 729-746.

TINIC SM. & WEST RR., 1980. *The Securities Industry under Negotiated Brokerage Commissions: Changes in the Structure and Performance of New York Stock Exchanges Member Firms.* Bell Journal of Economics 11, pp. 29-41.

- TOBIN J., 1958** . *Liquidity Preference as behaviour Toward Risk*. Review of Economic Studies N° 25, pp. 65-86.
- TOWNSEND R.M. 1979** . *Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification*. Journal of Monetary Economy n° 14, pp. 293-318.
- TREYNOR JL., 1981**. *What Does It Take To Win the Trading Game?* Financial Analysts Journal 37, pp. 55-60.
- TREYNOR JL., 1987**. *The Economics of the Dealer Function*. Financial Analysts Journal 43, pp. 27-34.
- TREYNOR JL., 1988**. *Portfolio Insurance and Market Volatility*. Financial Analysts Journal 44 (6), pp. 71-83.
- VITTAS D., 1997**. *Tunisia's insurance sector*. Working Paper N° 857. The World Bank.
- VITTAS D., 1998** . *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?* Working Paper N° 2032. The World Bank.
- VITTAS D., 2000**. *Pension Reform and Capital Market development: Feasibility and Impact Preconditions*. Working Paper N° 2414. The World Bank.
- WIGGINS JB., SUMMER 1994**. *Open Market Stock Repurchase Programs and Liquidity*. Journal of Financial Research 17(2), pp. 217-229.
- WILLIAMSON S.D. 1986**. *Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing*. The Quarterly Journal of Economics N° 4, pp. 349-410.
- WOOD, R.A., MCINISH, T.H., ORD, J.K., 1985**. *An Investigation of Transaction Data for NYSE Stocks*. Journal of Finance N° 25, PP. 723-739.
- YAVAS A., SPRING 1993**. *A Simple Model of Bid-ask Spread and Search*. Review Of Financial Economics 2 (2), pp.73-84.
- ULLMO Y., 1988**. *Intermédiation, Intermédiaires Financiers et Marchés*. Revue d'Economie Politique N° 5, pp. 639-654.

Autres Documents

- BEN M'RAD F.W., 1997**. *Le Rôle Des Intermédiaires Financiers Bancaires Dans Le Financement De L'économie tunisienne*. IV^{ème} Table Ronde "Finance et Industrie". Groupe d'Analyse et de Théorie Economique, 26 et 27 mars 1997.
- BEN SASSI M., 1997**. *L'avenir en rose du SICARISME*. Tunisie Economique n° 82.
- BIALÈS C., 1999** . *Macroéconomie de La Régulation*. Communication à l'Université d'Orléans le 21 janvier 1999.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES DE TUNIS**. *Rapports Annuels : 1989-1996*.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES DE TUNIS**. *Statistiques Financières, 1991-1993*.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIÈRES DE TUNIS, 1993**. *Recueil Des Textes Législatifs Et Réglementaires*.

SBF-BOURSE DE PARIS (AIB ET BVMT), SEPTEMBRE 1996. *Cycle De Formation Des Intermédiaires En Bourse : Cadre Organisationnel Du Marché Boursier Tunisien.*

BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, AVRIL 1994. *Législation Bancaire.*

RAJHI TAHAR, 1994 . *L'entreprise tunisienne Et L'évolution Du Marché Financier.*

Groupe de travail IACE, séminaire du 14 juillet 1994.

Textes Juridiques

Journal Officiel Français :

Loi n° 72-650 du 11 juillet 1972 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse.

Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 portant création des sociétés de bourse.

Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 portant modernisation des activités financières.

Loi n° 99-532 du 25 juin 1999 portant modernisation des activités financières.

Décret n° 85-1312 du 12 décembre 1985 relatif à la constitution et aux statuts des sociétés de contrepartie.

Arrêté du Ministère de l'économie, des finances et du budget du 18 octobre 1983 portant homologation du règlement général de la chambre syndicale des agents de change.

JOURNAL OFFICIEL DE LA RÉPUBLIQUE TUNISIENNE :

Loi 94-117 du novembre 1994, portant réorganisation du marché financier.

Loi 94-118 du 14 novembre 1994 complétant la Loi 92-107 du 16 novembre 1992, portant institution de nouveaux produits financiers pour la mobilisation de l'épargne.

Arrêté du Ministre des Finances du 27 mars 1996 fixant les modalités de perceptions des redevances et commissions revenant au conseil du marché financier et à la bourse des valeurs mobilières.

Arrêté du Ministre des Finances du 2 janvier 1997 fixant les conditions et les modalités d'émissions et de remboursement des bons de trésor négociables en bourse.

Arrêté du Ministre des Finances du 13 février 1997 portant visa au règlement général de la bourse des valeurs mobilières de Tunis.

Décret n° 99-2478 du 1^{er} novembre 1999 portant statut des intermédiaires en bourse.

Décret n° 99-1782 du 9 août 1999 fixant les conditions et les modalités d'émission et de remboursement des bons de trésor à court terme.

Sites Internet

www.elsevier.com

www.bvmt.tn.com

www.bct.org

www.tunisie.com

www.bna-capitaux.com

www.maroc-finance.com

www.nasdaqnews.com

ANNEXES

Introduction

A l'origine de cette enquête se situe l'étude détaillée de nombreux écrits académiques et professionnels sur la liquidité des marchés financiers. Ce parcours de la littérature a permis de choisir une définition synthétique pour cette notion basée sur la présence simultanée des aspects favorables suivants : la largeur, la profondeur et la résilience. Ainsi, un marché large, profond et résilient est un marché liquide.

Ce choix est lié à des considérations conceptuelles et pratiques.

D'une part, ce choix s'inspire des écrits récents de plusieurs économistes et praticiens des marchés boursiers. Ces écrits présentent l'avantage de définir la liquidité des marchés des titres d'une manière nuancée par rapport à :

- la notion générale de la liquidité en économie monétaire ou en comptabilité ;
- et des notions proches telles que l'efficience ou la célérité.

D'autre part, ce choix est lié à la définition basique de la liquidité des marchés. Elle définit globalement un marché liquide celui qui permet d'échanger sans délai une quantité appréciable d'actifs sans perturber les prix. Les aspects largeur et profondeur sont

incorporés dans cette définition d'une manière moins distinctes.

En effet, l'instantanéité des échanges suppose l'existence simultanée d'investisseurs hétérogènes, en terme de motifs de transaction, des deux cotés du marché et une organisation permettant leur rencontre pour conclure leurs échanges. Ceci est en relation avec la largeur du marché. En outre, des variations moindres des prix suite à des échanges de grande taille sous-entendent l'existence de prix réguliers et un marché transparent. C'est la profondeur du marché.

Cependant, cette définition fondamentale ne prend pas en considération la vitesse de circulation de l'information suite à des événements conjoncturels ainsi que leurs effets sur l'arrivée de nouveaux ordres sur le marché. La résilience constitue l'aptitude d'un marché à diffuser rapidement l'information et absorber rapidement les déséquilibres.

Finalement, la fragmentation de la notion de liquidité du marché en sous notions délimitées permet de mieux la maîtriser et la favoriser par des moyens plus appropriés.

Cependant, cette définition retenue n'est pas partagée dans tous les travaux effectués dans ce domaine. En effet, excepté la profondeur les termes *largeur et résilience* demeurent presque absents dans les écrits ou interventions francophones, sauf dans quelques travaux académiques.

Par ailleurs, le travail théorique sur la liquidité des marchés financiers a révélé une dualité en matière de ses fournisseurs. D'une part, la théorie classique attribue le service de la liquidité aux market makers dont la fourchette des prix est considérée comme étant la mesure commune de cet aspect. D'autre part, l'avancement technologique et les nouveaux systèmes de cotation substituent aux market makers des ordinateurs centraux et des canaux virtuels de transmission de l'information. Les mesures de la liquidité se sont alors diversifiées et le rôle des market makers est remis en question.

Hormis la difficulté lexicale, le service de la liquidité, sa mesure et les moyens de son développement semblent présenter des terrains fertiles en matière de recherche. Notre champ de recherche porte particulièrement sur la liquidité du marché boursier tunisien. Cette enquête constitue la partie centrale de ce travail.

I. La construction de l'enquête

1. Les objectifs

L'enquête sur l'intermédiation et la liquidité du marché boursier tunisien a pour objectif principal la vérification de deux points essentiels, en l'occurrence :

- Montrer l'incompréhension de la notion de la liquidité des marchés de titres par les intermédiaires en bourse tunisiens.
- Connaître l'avis des intermédiaires sur l'existence ou non d'un problème de liquidité, ses causes et les solutions envisageables.

En plus de ces objectifs principaux, l'enquête présente des fins secondaires :

- Caractériser les sociétés de bourses tunisiennes.
- Déterminer une mesure de la liquidité qui soit communément utilisée par les intermédiaires tunisiens. Cette mesure servira dans une étude statistique du cas tunisien.

II.L'échantillon

Cette enquête a concerné tous les responsables des sociétés de bourse en Tunisie dont le nombre était 28 au 10/06/1998, à la date de son premier envoi. Ainsi l'échantillon est exhaustif. Le nombre des réponses collectées au 30/09/98 est 28, soit un taux de réponse de 100%. Il est à noter que le nombre des intermédiaires en bourse a augmenté depuis cette date (4 nouveaux agréés).

III.La construction de l'enquête

L'élaboration de cette enquête a nécessité six étapes de travail:

1. D'abord, nous avons procédé à l'étude de la problématique, la délimitation des objectifs à atteindre et une première rédaction du questionnaire.
2. En deuxième lieu, une enquête directive a été menée auprès de cinq intermédiaires en bourse français. Cette démarche a permis d'améliorer la rédaction du questionnaire qui était alors à son premier stade. De plus, elle a permis de construire une référence pour l'analyse des résultats qui seront collectées auprès des intermédiaires tunisiens. L'enquête directive a été réalisée en France pour des raisons de proximité et d'acheminement rapide du courrier. Il est à noter que l'enquête directive ne comporte pas des questions relatives à la liquidité du marché boursier tunisien. Les résultats de cette première investigation seront détaillés ci-après.
3. Ensuite, une première rencontre a été entreprise avec le président de l'Association tunisienne des Intermédiaires en Bourse, Monsieur Hamza KNANI. Cette rencontre a permis de disposer de la liste complète des intermédiaires, de collecter plus d'informations sur la situation du marché boursier et de compléter le questionnaire par la construction de la deuxième partie relative à la liquidité du marché tunisien.
4. Après, nous avons terminé la rédaction définitive du questionnaire et nous avons expédié un premier envoi en juin 1998 (voir annexe 1).
5. Suite à un nombre réduit de réponses (quatre seulement à la fin de juillet 1998), une relance a été effectuée durant le mois d'août 1998.
6. Finalement, nous avons décidé de nous déplacer en Tunisie durant septembre 1998. Une deuxième rencontre avec Monsieur KNANI nous a permis une introduction auprès des intermédiaires et la réalisation de cette enquête suite à des rencontres avec ces derniers. Ces contacts se résument à une présentation générale de l'objet de l'enquête sans intervention au moment de la réponse.

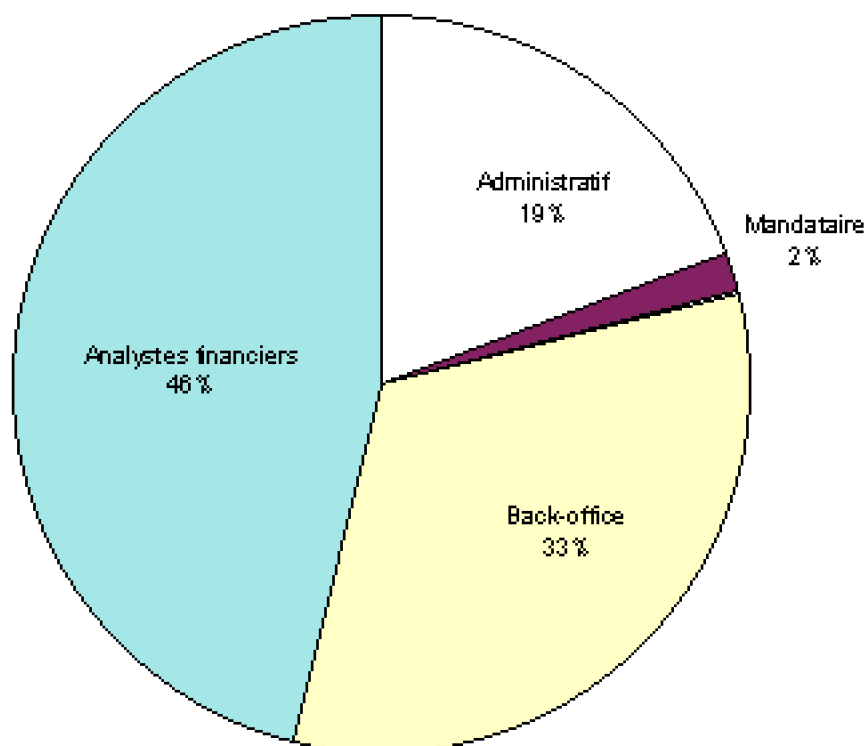
Notons à cette occasion le peu d'intérêt porté aux enquêtes par correspondance. Ceci a constitué un obstacle majeur pour la mise à jour de cette enquête. D'ailleurs, nous avons essayé de réaliser la même enquête avec les sociétés de bourse marocaines en vue d'une étude comparative. Malheureusement, après un premier envoi et un rappel, nous n'avons reçu que peu de réponses.

L'évolution des réponses collectées

Date	Nombre des réponses	Nombre des réponses cumulées	Pourcentage
10/06/98	1	1	3,57%
31/07/98	3	4	14,29%
Entre 04/09/98 et 26/09/98	23	28	100%

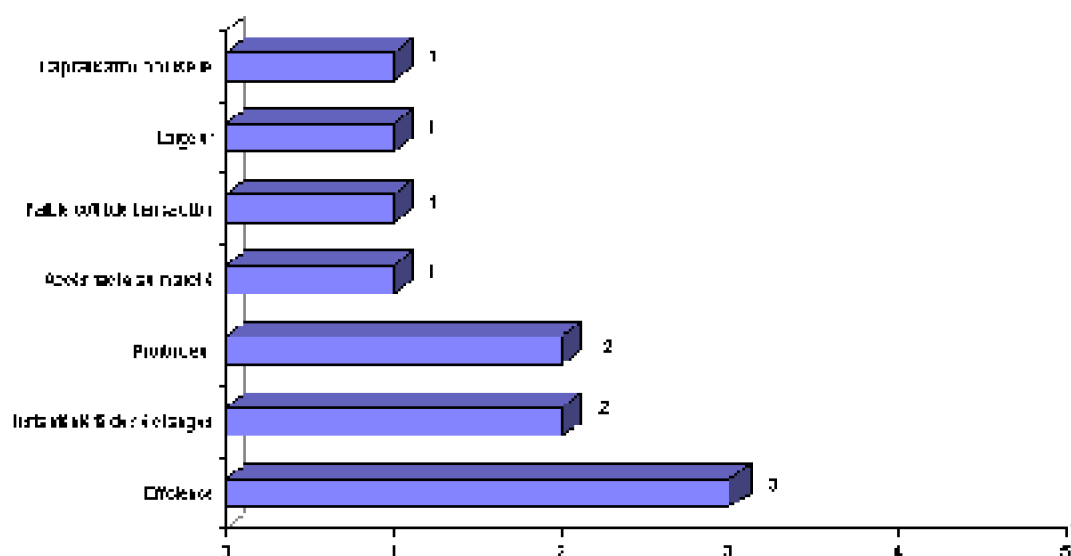
IV.L'enquête directive

- Toutes les sociétés de bourse interrogées disposent d'un capital supérieur à un million de francs. Elles sont donc considérées comme des sociétés hautement capitalisées et peuvent même être comparées à la taille des spécialistes sur le NYSE. Cependant, ce seuil de capitalisation n'est peut être pas atteint en Tunisie.
- Ces entreprises emploient en moyenne 23 personnes allouées à diverses activités de l'intermédiation. En effet, 19% des personnes travaillant pour une société de bourse dans cet échantillon effectuent des tâches purement administratives. En revanche, 46% des personnes réalisent un métier d'analyse et d'ingénierie financière alors que 2% seulement du personnel peuvent être des mandatées pour effectuer des opérations de titres ; ceci est mieux expliqué par le taux de connexion à la bourse de Paris et la négociation à partir des salles de marché au sein des banques. En effet, 60% des entreprises interrogées disposent de terminaux connectés à l'ordinateur central de la bourse. Il est à noter également l'importance du personnel destiné au traitement des opérations back-office occupant en moyenne 33% des effectifs.



La répartition moyenne des effectifs dans les entreprises interrogées

- En matière d'expérience dans le domaine d'intermédiation, deux entreprises sur cinq exercent ce métier depuis plus de 20 ans et une depuis moins de 10 ans. Les deux autres disposent d'une expérience entre 10 et 20 ans. Vue l'âge plus jeune des sociétés de bourse tunisiennes, les plages du nombre d'années d'expérience seront réduites.
- A l'exception d'une seule société qui a le statut de compensateur, le reste des intermédiaires exercent à la fois le courtage, la tenue de marché et la contrepartie.
- Pour définir la liquidité des marchés boursiers, 3 intermédiaires ont eu recours à l'utilisation du terme *efficience*, 2 ont songé à *l'instantanéité des échanges* et 2 ont opté pour *la profondeur*. Aucun intermédiaire n'a évoqué le terme résilience et un seul avait relié la liquidité à un faible coût de transaction et à la largeur du marché. En outre, un intermédiaire a défini la liquidité en terme de capitalisation boursière. En résumé, un marché liquide serait un marché efficient et profond offrant la possibilité d'une exécution immédiate des ordres émis.



La fréquence des termes utilisés dans la définition de la liquidité

- Dans l'ensemble des moyens susceptibles d'apporter de la liquidité aux marchés organisés, les contrats de liquidité ont été soutenus par 60% des intermédiaires. En deuxième place, la concurrence et l'accès des investisseurs internationaux ont intéressé 40% de la population. Il est à signaler qu'aucun intermédiaire n'a songé à l'adoption d'une séance de cotation plus étendue ni à l'émission des ordres limités ; un seul intermédiaire avait proposé le retour à la cotation au fixage et un autre avait précisé que l'action la plus favorable à la liquidité des Small Caps reste le market making.
- A la question sur la mesure de la liquidité des marchés boursiers, tous les intermédiaires interrogés ont mentionné l'utilisation du volume de transactions sur un marché pour apprécier sa liquidité. En revanche, les résultats ont donné une moyenne de trois mesures possibles par intermédiaire. Ainsi, 3 intermédiaires utilisent la fourchette des prix affichée, un seul a choisi la rotation des capitaux et 2 intermédiaires sur cinq utilisent le flottant. En revanche, aucun intermédiaire n'avait songé aux ratios de liquidité et de la variance ¹⁷⁷ présentés par la littérature comme étant les mesures les plus adaptées après la fourchette des prix.
- Finalement, les investigations sur l'utilisation des termes largeur, profondeur et résilience montrent ce qui suit :
 - Un marché large est assimilé à un marché de grande taille offrant la possibilité d'avoir des échanges de grandes quantités de titres. En effet, 40% des intermédiaires ont eu recours à l'utilisation simultanée des termes *marché de grande taille* et *des ordres de grandes taille* afin de définir la notion de largeur. Ces

¹⁷⁷ Le ratio de liquidité rapporte un volume de capital échangé à la valeur absolue du pourcentage de variation du prix de l'actif sur un intervalle de temps donné. Plus le ratio est élevé, plus le marché est liquide. Les ratios de variance regroupent toutes les opérations statistiques cherchant à isoler dans les variations des cours celles qui proviennent des modifications des fondamentaux de celles résultant des déséquilibres de l'offre et de la demande. **concerné l'importance du volume de transaction et du flux d'ordres. Il est à souligner que les possibilités d'échanges de grande taille ont plutôt attiré à la notion de profondeur. Le nombre des participants a intéressé un seul intermédiaire**

sur cinq.

- 40% des intermédiaires ont utilisé en même temps les termes *volatilité moindre des cours avec un flux d'ordres important et une absorption rapide des variations des cours* pour définir la profondeur d'un marché. Il est à noter l'absence de taille des échanges ainsi que des prix concentrés dans la fourchette.
- Quant à la résilience, nous sommes surpris de découvrir que seulement un seul intermédiaire ignore cet aspect du marché. En effet, 80% des intermédiaires interrogés ont bien défini la résilience en la reliant à une absorption rapide des variations des prix et une réponse immédiate au déséquilibres du marché.

En conclusion, l'enquête directive auprès des intermédiaires français a permis de justifier la problématique principale, en l'occurrence la méconnaissance de la notion de liquidité des marchés. En effet, même auprès des professionnels exerçant depuis plus de 10 ans, la liquidité est toujours peu nuancée et encore confondue avec l'efficience. Il existe également une confusion entre la notion de largeur et celle de profondeur.

Par ailleurs, cette première enquête a soulevé la multitude des indicateurs susceptibles d'apprécier la liquidité et permettre un classement des valeurs cotées et surtout la prédominance de mesures peu évoquées par la littérature telles que le volume de transaction et le flottant. En outre, elle a mis en exergue les divers façons d'intermédiation de marché effectuée par un ensemble même réduit des intermédiaires français. Cependant, cette enquête directive ne concerne pas la situation particulière du marché tunisien. D'où la rencontre avec le responsable de l'association des intermédiaires en bourse tunisiens en vue d'une construction complète du questionnaire.

V. Interview de Monsieur Hamza KNANI, président de l'Association des Intermédiaires en Bourse, le 04/03/1998

Question 1 : Le marché boursier tunisien connaît une récession depuis la fin de 1995. Quelles sont d'après vous les causes de cette situation ?

Réponse : *La récession de l'activité du marché boursier tunisien découle de plusieurs origines. Je pense en premier lieu aux mécanismes de l'épargne à long terme et à l'absence d'épargne institutionnelle. Le marché a besoin de connaître de nouveaux produits tels que l'assurance vie et de nouveaux investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension. De plus, je peux évoquer aussi le manque de rentabilité de certaines sociétés cotées et le manque de professionnalisme de la part de certains de mes confrères.*

Question 2 : *Pensez-vous qu'il existe un manque de liquidité qui soit aussi une cause de cette récession ?*

Réponse : *Bien entendu. Le marché tunisien souffre d'un manque de liquidité.*

Question 3 : *Comment caractérisez-vous ce manque de liquidité ?*

Réponse : *Nous constatons une régression du volume des transactions. Je pense*

qu'il existe actuellement une crise de confiance entre les investisseurs et les intermédiaires en bourse qui bloque l'émission des ordres. Par ailleurs, la correction des cours par le nouveau système de cotation a suscité la crainte des investisseurs qui ont cherché tous et en même temps à liquider leurs détentions en l'absence d'une demande sur le marché.

Question 4 : Peut - on lier le problème de la liquidité sur le marché tunisien à un coût de transaction élevé ?

Réponse : *Non, je ne vois pas le rapport. Le coût de transaction sur le marché boursier tunisien est limité à la commission de courtage. Ensuite, la STICODEVAM¹⁷⁸ permet de réduire le coût de transaction.*

Question 5 : D'après vous, que faudrait il entreprendre pour rendre le marché plus liquide ?

Réponse : *Quant aux mesures nécessaires à l'amélioration de la liquidité du marché, j'envisagerais la généralisation des contrats de liquidité comme en France. Le contrat de liquidité qui lie un intermédiaire à une société émettrice ou à un actionnaire majoritaire d'une société cotée, permet de réguler les déséquilibres du marché du titre et de stabiliser le cours.*

Question 6 : Pensez-vous qu'une éventuelle réforme du statut de l'intermédiaire , voire l'instauration d'un nouveau métier, le contrepartiste par exemple, peuvent aider à surmonter ce problème ?

Réponse : *La réforme du statut de l'intermédiaire en bourse est en cours. Nous envisageons d'ailleurs la création d'un statut similaire au contrepartiste, le Spécialiste en Valeurs de Trésor. Cependant je ne pense pas que nos sociétés de bourse soient assez capitalisées pour réaliser une réelle activité de contrepartie. Certaines ont même rencontré dans le passé des difficultés de paiement à l'égard de leur clientèle. Il vaut mieux commencer par des Spécialistes en Valeurs de Trésor qui peuvent créer un effet d'apprentissage sur le marché.*

Partie I : Les caractéristiques des sociétés de bourse tunisiennes

Cette partie de l'enquête a pour objet de caractériser les sociétés de bourse tunisiennes. Les questions cherchent à déterminer leur statut juridique, leur seuil de capitalisation, leurs moyens humains et logistiques ainsi que leur domaine d'action.

Question 1 : Quel est votre statut juridique d'intermédiaire en bourse ?

- Société rattachée à une banque de la place

¹⁷⁸ C'est le dépositaire central dénommé Société Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières.

- Société indépendante
- Personne physique

Le tableau suivant récapitule l'ensemble des réponses.

La forme juridique des sociétés de bourse tunisiennes

Statut	Nombre	Pourcentage
Filiale de banque	12	43%
Société indépendante	14	50%
Personne physique	2	7%
Total	28	100%

La population des intermédiaires en bourse tunisiens est composée essentiellement de sociétés anonymes, indépendantes ou rattachées à des banques de la place. Seulement deux intermédiaires personnes physiques étaient en exercice à la fin de septembre 1998. Constatons à ce niveau la quasi parité entre les sociétés indépendantes et les filiales des banques.

Question 2 : Quel est votre seuil de capitalisation ?

Les réponses proposées à cette question s'inspirent de la réglementation en vigueur et sont les suivantes.

- Inférieur à 50 000 DT
- Entre 50 000 DT et 100 000 DT
- Supérieur à 100 000 DT

Rappelons qu'un dinar tunisien équivaut en moyenne cinq francs français.

Le tableau suivant résume l'ensemble des réponses collectées.

Le niveau du capital social des sociétés en exercice

Capitalisation	Nombre de citations	Pourcentage
< 50 000 DT	0	0%
De 50 000 DT à 100 000 DT	2	7%
> 100 000 DT	26	93%
Total	28	100%

93% des sociétés de bourse tunisiennes ont un capital social supérieur à 100 000 DT. Il est à rappeler que la réglementation qui est en vigueur impose aux sociétés de bourse indépendantes un seuil minimum de capitalisation de l'ordre de 100 000 DT¹⁷⁹. Pour les personnes physiques, l'arrêté ministériel n'a pas précisé une limite. Cependant, il s'avère à travers les réponses à cette question que seuls les deux intermédiaires personnes physiques ont un capital entre 50 000 DT et 100 000 DT.

¹⁷⁹ L'arrêté du Ministre Du Plan et Des Finances Du 18 janvier 1990 fixant le statut des intermédiaires en bourse, article 2.

Question 3 : Combien de personnes employez-vous ?

La réponse à cette question nécessite l'inscription de l'effectif dans la case représentant la catégorie du personnel employé.

- Personnel administratif
- Mandataires pour le parquet
- Personnel pour le traitement back-office
- Autres (analystes financiers, gestionnaires de portefeuilles...)

Nous avons ensuite établi une plage de répartition à la lumière des résultats globaux.

Le nombre des personnes employées par les sociétés de bourse

Effectif	Nombre des cotations	Pourcentage
Jusqu'à 10	18	65%
De 10 à 20	6	21%
20 et plus	4	14%
Total	28	100%

La majorité des sociétés de bourse, représentant 65% de la population, emploie en moyenne une dizaine de personnes. Cependant 14% des sociétés, toutes des filiales de banques, possèdent un effectif supérieur à 20 personnes. En réalité, les responsables avaient des fois précisé qu'ils avaient incorporé dans leurs chiffres le nombre des personnes réalisant le traitement back-office au sein de la maison mère. De toute manière cette catégorie des personnes employées constitue en moyenne 32% du personnel des entreprises étudiées.

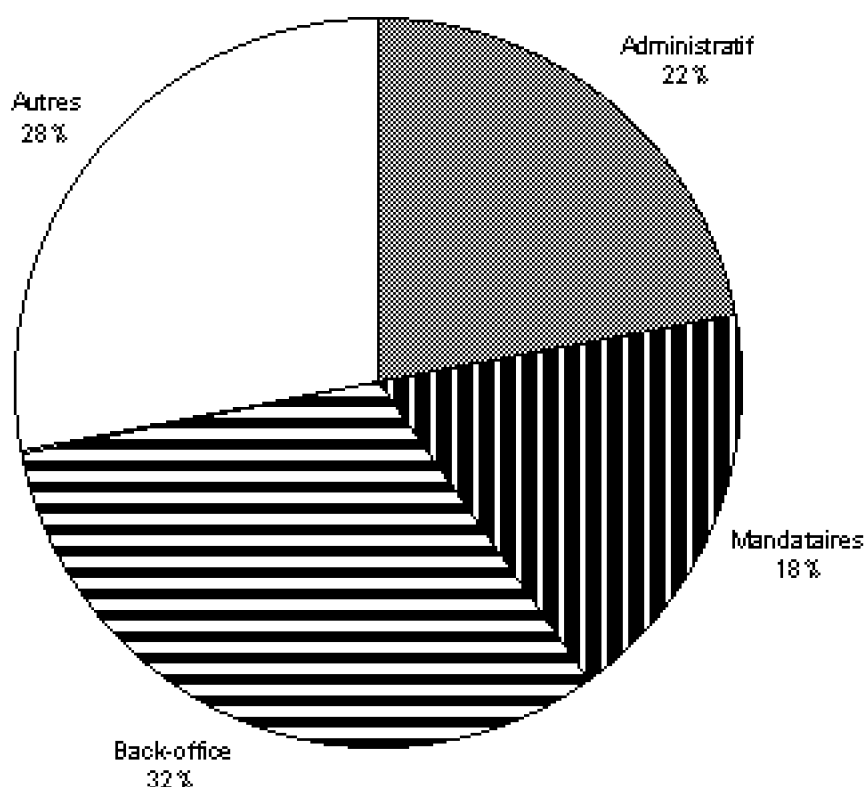
En revanche, le nombre des conseillers financiers n'excède pas en moyenne 3 personnes, soit 28% de tout le personnel. Finalement, chaque société de bourse dispose en moyenne de deux mandataires pour la négociation sur la parquet¹⁸⁰ ; excepté les grandes sociétés qui peuvent recruter jusqu'à 5 personnes.

En résumé, les divers fonctions au sein d'une société de bourse sont équitablement représentées.

Le nombre des personnes mandatées pour agir sur le parquet

Nombre des mandataires	Nombre des citations	Pourcentage
2	20	71%
3	5	18.5%
4	2	7%
5	1	3.5%
Total	28	100%

¹⁸⁰ Les mandataires représentent les employés habilités à saisir les ordres et agir lors de la séance de cotation conformément aux instructions de leurs supérieurs, à savoir le délégué de l'intermédiaire ou le responsable de la société de bourse.



La typologie des employés des sociétés de bourse

Questions 4 et 5 : Disposez-vous d'un matériel informatique ? Quel type ?

Cette question vise à vérifier que les sociétés de bourse tunisiennes disposent de nouvelles technologies de communication comme les sociétés agissant sur les marchés développés.

La réponse à cette requête est établie en deux étapes. A la question 4 concernant l'utilisation d'un matériel informatique, les responsables sont appelés à préciser s'ils sont équipés avec du matériel informatique en répondant par *oui* ou *non*. Ensuite, il fallait préciser si le matériel était connecté ou non à la salle de négociation et si les logiciels sont standards ou conçus spécialement pour leurs sociétés.

- Matériel interne
- Logiciels personnels
- Matériel connecté à la salle de cotation
- Logiciels ordinaires

L'ensemble des réponses est présenté dans les tableaux suivants.

Le type de matériel informatique utilisé dans les sociétés de bourse

Réponse	Nombre des citations	Pourcentage
Matériel interne	4	14%
Matériel connecté à la salle de cotation	16	58%
Les deux	8	28%
Total	28	100%

Le type des logiciels utilisés par les intermédiaires

Logiciel	Nombre des citations	Pourcentage
Standard	2	7%
Professionnel	18	65%
Les deux	8	28%
Total	28	100%

Toutes les sociétés de bourse tunisiennes disposent d'un matériel informatique très performant. Cet équipement sert au traitement des ordres, à l'analyse financière des données sur les entreprises cotées mais il n'est pas lié à l'ordinateur central de la bourse. Il est à préciser que les citations mentionnant la présence d'un matériel connecté au parquet font référence à la présence d'un modem permettant seulement la diffusion en temps réel des cours et des feuilles de marché. En réalité, il n'existe pas en Tunisie un réseau permettant la transmission des ordres à travers des terminaux et la négociation à distance.

Il est à noter à ce niveau que le marché interbancaire est plus en avance sur le plan des échanges à distance. Un nouveau système d'échange électronique a été mis en place en novembre 1999 dans le cadre de la modernisation du système bancaire. Ce système permet la télécompensation des virements, des prélèvements, des chèques et des lettres de change scannés. Ceci a réduit le délai de règlement à 48 heures au lieu de sept jours. De plus, ce système permet l'archivage électronique des valeurs et une consultation en ligne. Ainsi, l'échange physique des valeurs sera définitivement suspendu en juin 2000.

Par ailleurs, en dépit de l'utilisation de plus en plus fréquente de l'Internet dans divers domaines la bourse n'exploite pas cet avantage de communication. Elle ne dispose même pas d'un site Web et les indicateurs du marché financier sont diffusés sur le site de la Banque Centrale de Tunisie.¹⁸¹

Question 6 : Combien d'années d'expérience professionnelle avez-vous dans le domaine de la gestion des titres ?

A cette question, nous avons proposé des réponses multiples sous forme d'intervalles d'années en respectant l'âge relativement jeune du marché boursier.

- Inférieure à 5 ans
- De 5 à 10 ans

¹⁸¹ Sous cette adresse : [http : //www.bct.org.tn](http://www.bct.org.tn)

- Supérieure à 10 ans

L'expérience professionnelle des intermédiaires en bourse tunisiens

Nombre d'années d'expérience	Nombre des citations	Pourcentage
Inférieure à 5 ans	8	28%
De 5 ans à 10 ans	8	28%
Supérieure à 10 ans	12	44%
Total	28	100%

L'ensemble des intermédiaires peut être partagé en deux quant à leur ancienneté dans le domaine de la gestion des titres. D'une part, 44% des intermédiaires avaient bénéficié d'une expérience professionnelle supérieure à 10 ans souvent acquise au sein d'une banque. D'autre part, 56% de la population représente des jeunes diplômés qui ont intégré le domaine de la gestion des titres comme mandataires avant de bénéficier de leur statut d'intermédiaire en bourse.

Il est à rappeler que la réglementation en vigueur est très stricte en matière d'agrément des intermédiaires et de leur délégués. Elle stipule une expérience minimale de 3 ans pour les personnes titulaires d'une maîtrise ou plus et d'une expérience minimale de 10 ans pour les personnes titulaires d'un diplôme moins important que la maîtrise¹⁸². En outre, lors de notre deuxième rencontre avec le responsable de l'association des intermédiaires en bourse, ce dernier nous a révélé le projet de création d'un institut spécialisé dans la formation des diplômés dans l'intermédiation de marché sous l'égide de la bourse. En attendant, les autorités du marché ainsi que les banques¹⁸³ assurent continuellement des séminaires et des cycles de formation pour les cadres du domaine. Ces formations sont faites parfois en collaboration avec des institutions des marchés développés¹⁸⁴.

Question 7 : Quel type d'activité exercez-vous ?

Cette question a pour but principal de justifier l'absence de l'activité de contrepartie sur le place boursière tunisienne.

- Courtier
- Contrepartiste
- Teneur de marché
- Activité mixte

¹⁸² Arrêté ministériel du 18 janvier 1990, article premier.

¹⁸³ Il existe en Tunisie en plus des écoles de gestion et de commerce, un organisme interbancaire de formation, dénommé Centre de Formation de la Profession Bancaire, qui inclut un institut spécialisé dans les techniques de marché. Parmi ses travaux sur les métiers de la bourse, un séminaire sur le statut et l'activité du spécialiste en valeurs de Trésor s'est tenu en septembre 1999.

¹⁸⁴ Citons à titre d'exemple le cycle de formation des intermédiaires en bourse entrepris en septembre 1996 et réalisé par la SBF-Bourse de Paris.

Les réponses récoltées se présentent comme suit :

La typologie de l'activité boursière exercée par les intermédiaires en bourse tunisiens

Activité	Nombre des citations	Pourcentage
Courtier	2	7%
Teneur de marché	1	3.5%
Contrepartiste	0	0%
Activité mixte	25	89.5%
Total	28	100%

90% des intermédiaires en bourse exercent une activité mixte incorporant le courtage, le conseil, l'analyse financière, la gestion libre des portefeuilles titres et le montage des opérations d'introduction en bourse.

L'activité de contrepartie demeure totalement absente en dépit de la réglementation qui l'instaure et précise les conditions de son exercice. En effet, la section 3 du l'arrêté ministériel du 18 janvier 1990 prévoit l'action de l'intermédiaire en bourse pour son propre compte dans la limite des conditions prévues par le conseil de la bourse. Il s'agit d'une autorisation spéciale accordée à ceux qui demandent à réaliser des opérations de contrepartie ainsi qu'un cautionnement de 50 000 DT préalablement versé. Ce montant représente cinq fois le cautionnement demandé aux intermédiaires exerçant la simple activité de courtage.

De plus, l'article 56 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier stipule l'exercice de la contrepartie comme étant une activité principale de l'intermédiation en bourse au même seuil d'importance que les autres fonctions :

“ Les intermédiaires en bourse peuvent, dans les conditions qui sont fixées par décret portant statut des intermédiaires en bourse, se livrer aux activités suivantes :

- le conseil financier
- le démarchage financier
- la gestion individuelle de portefeuilles
- la gestion de portefeuilles au profit d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières
- le placement de valeurs mobilières et produits financiers
- la garantie de bonne fin d'émission pour les entreprises publiques ou privées
- la contrepartie
- la tenue de marché
- le portage d'actions

La gestion individuelle de portefeuilles et le portage d'actions ne peuvent être assurés qu'en vertu d'une convention écrite. ”

Un seul intermédiaire avait précisé qu'il réalisait la tenue d'un marché de titres dans le cadre d'un contrat de liquidité. Ce contrat attribue à un intermédiaire, filiale d'une banque de la place, la tâche d'acheter et de vendre des actions d'une société de leasing, également rattachée à la même banque, afin de garantir leur liquidité. Cependant l'expérience des contrats de liquidité n'est pas uniquement limitée à cet exemple. Le président de l'Association des Intermédiaires en Bourse nous a expliqué lors de la deuxième rencontre qu'il y avait six contrats conclus au 30/09/98.

Conclusions :

A la fin de cette première partie, les conclusions suivantes apparaissent :

- Les sociétés en bourse tunisiennes sont dans leur majorité des sociétés anonymes assez hautement capitalisées ; en particulier quand elles sont des filiales de banques. En moyenne, elles emploient du personnel qualifié et elles sont bien équipées en terme de matériel informatique et de communication. Leur activité principale s'est orientée vers la négociation des valeurs mobilières et le conseil financier. Il devient ainsi légitime de les comparer aux sociétés de bourse exerçant sur les marchés modernes. Néanmoins, le rôle principal dans la société revient toujours à son responsable qui représente l'interlocuteur direct de la clientèle.
- L'activité de contrepartie, considérée comme le moyen le plus efficace pour le service de la liquidité pour les petites valeurs, est très peu pratiquée en Tunisie en dépit de la réglementation favorable et des compétences humaines. En plus, ceci n'est pas lié à un problème de capitalisation comme le montrent les résultats. Nous pouvons supposer que ce vide est plutôt lié à une tradition historique assez limitée des métiers de la bourse. Tout laisse à espérer une évolution plus intéressante dans les années à venir si les mesures nécessaires sont entreprises à temps.
- Nous soulignons également l'absence du métier de compensateur de l'ensemble des activités autorisées par la loi sur l'intermédiation boursière. La compensation et la conservation des titres sont désormais les tâches de la Société Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt Des Valeurs Mobilières pour les titres pris en charge par celle-ci. Pour les titres non pris en charge, le règlement des capitaux et la livraison des titres se font sous l'égide de la bourse agissant comme chambre de compensation. L'activité du marché est restreinte et ne nécessite actuellement pas la décentralisation des tâches de compensation et de conservation.
- Cette partie de l'enquête présente une limite due à l'absence d'investigations sur le type de la clientèle des sociétés de bourse. Il pouvait être intéressant de connaître la typologie des porteurs des valeurs mobilières pour constater l'absence des investisseurs institutionnels. Cette absence est présentée dans la suite de ce travail comme étant une explication importante de l'illiquidité du marché.

Partie II : La liquidité du marché boursier tunisien

Cette deuxième partie du questionnaire cherche à découvrir la conception de la notion de *liquidité du marché* auprès des intermédiaires tunisiens et de prouver peut être sa méconnaissance.

En deuxième lieu, elle a pour objectif de vérifier l'illiquidité du marché boursier tunisien, d'en déceler les causes et d'observer les perspectives de son aménagement selon les professionnels du marché.

Question 1 : Qu'est ce que la liquidité d'un marché de titres ?

L'ensemble des propositions suivantes est déduit du travail théorique ; elles présentent des aspects réellement nécessaires à la liquidité des marchés de titres en plus de certaines notions proches qui conduisent à leur confusion.

- Accès facile au marché
- Efficience
- Elasticité des prix
- Equité du marché
- Un faible coût de transaction
- Une instantanéité des échanges
- La largeur du marché
- La profondeur
- La régularité des prix
- La résilience du marché

Ainsi, nous avons collecté 10 réponses définissant la liquidité par un seul aspect et 18 réponses combinées.

La liquidité du marché définie par un seul aspect

Réponse unique	Nombre des réponses	Pourcentage de la sous - population
Efficience	6	60%
Instantanéité des échanges	2	20%
Profondeur	2	20%
Total	10 de 28	100%

Les réponses par choix multiples :

* Efficience, instantanéité des échanges et	* Instantanéité des échanges et
---	---------------------------------

régularité : 2 citations	profondeur : 2 citations
* Accès facile, équité, faible coût de transaction, profondeur, régularité et efficience : 2 citations	* Instantanéité des échanges, profondeur et régularité : 4 citations
* Accès facile, instantanéité des échanges, largeur , profondeur et régularité: 2 citations	* Accès facile, faible coût de transaction et profondeur : 4 citations
* Efficience et profondeur : 2 citations	

36% des intermédiaires interrogés ont fourni une définition de la liquidité par une réponse unique. 60% de ces intermédiaires ont réduit la liquidité à l'efficience, 20% à la profondeur et 20% à l'instantanéité des échanges. D'ailleurs, ces termes ont prédominé l'ensemble des réponses collectées. Ils ont été évoqués 18 fois pour le premier et 12 fois pour chacun des deux autres.

La fréquence des termes utilisés dans la définition de la liquidité

Ces définitions partielles, mais pas divergentes de la définition complète, mettent en exergue surtout l'absence de la dimension prix. En effet, nous constatons qu'en aucune fois la liquidité n'a été réduite à *un faible coût de transaction* ou à *la régularité des prix*.

En deuxième lieu, nous soulignons l'absence totale des termes *résilience* et *élasticité* et le nombre réduit des citations de *la largeur* et de *l'équité* évoquées seulement deux fois chacune. Cependant, nous avons constaté l'utilisation modeste de la notion du *faible coût de transaction*, mentionnée à six reprises.

En résumé, 43% des intermédiaires en bourse tunisiens définissent un marché liquide comme étant un marché efficient permettant des échanges instantanés. Les intermédiaires français interrogés lors de l'enquête directive avaient songé à la taille du marché et non à son efficience. Il est à noter également l'utilisation simultanée de termes presque similaires telles que *équité* et *accès facile au marché*. Un seul intermédiaire avait précisé sa réponse en précisant qu'il s'agit de l'équité du marché vis à vis des intermédiaires et non des investisseurs.

Ceci peut être aussi lié à une confusion entre les termes. Cette hypothèse sera vérifiée quand il sera question de définir séparément chacune des notions *profondeur*, *largeur* et *résilience* dans la troisième partie de cette enquête.

Question 2 : Le marché tunisien manque-t-il de liquidité ?

- oui
- non

A propos de l'existence d'un problème de liquidité sur le marché boursier tunisien, les intermédiaires sont unanimes. Tous les intermédiaires pensent que le marché est illiquide.

Dans ce qui suit, nous exposons les réponses à la question 3A. La question 3B concerne l'absence d'un problème de liquidité.

Question 3A : Si oui, il s'agit d'un problème de :

- Absence d'une culture de marché
- Concentration des valeurs
- Coût élevé de transaction
- Demande insuffisante
- Lenteur administrative
- Manque de concurrence
- Manque de largeur
- Manque de profondeur
- Offre insuffisante
- Réglementation rigide
- Volatilité des prix

Il n'y a pas eu de réponses à choix unique à cette question. Le problème de l'illiquidité est souvent associé à la présence de plusieurs lacunes sur le marché.

Les origines de l'illiquidité du marché boursier tunisien

Toutes nos propositions ont suscité l'intérêt des personnes interrogées parce qu'elles ont été évoquée chacune au moins une fois excepté la lenteur administrative.

L'absence d'une culture de marché et *la demande insuffisante* ont constitué 22% des citations et ont été soulevées par 71% des intermédiaires. Elles peuvent être donc considérées comme les principales origines de l'illiquidité du marché boursier tunisien. En deuxième position, les intermédiaires évoquent *le manque de profondeur* et *l'offre insuffisante* qui totalisent respectivement 16 et 14 citations. Seulement 8% des réponses collectées ont attiré à *la concentration des actions* et 3% des citations lient l'illiquidité à *un coût de transaction élevé*.

Par ailleurs, 2 intermédiaires seulement ont relié l'illiquidité du marché à la volatilité des prix. Ceci apparaît en contradiction avec l'intérêt porté au manque de profondeur dont souffre le marché. La profondeur signifie la possibilité d'échanger une grande quantité de titres sans provoquer des variations considérables des prix. C'est pourquoi il devient pertinent de se pencher sur la définition attribuée à la notion de la profondeur afin de comprendre cette contradiction. Il semblerait que la profondeur soit confondue avec la largeur.

L'explication de l'illiquidité du marché boursier tunisien par une demande insuffisante des titres sous-entend une insuffisance des ordres d'achat constatée lors de la période de récession. Suite à l'effondrement des cours en 1996, les investisseurs se sont montrés impatients de liquider leurs détentions sans trouver une contrepartie à leur offre dans le mesure où ils avaient tous réagi de la même manière. L'offre en terme d'ordres de vente était abondante, mais l'offre en terme de nouvelles possibilités de placement était limitée. Le marché est étroit et concentré. En effet, le marché comptait seulement 30 valeurs cotées en 1996 dont la majorité appartenait au secteur financier.

L'originalité apportée par l'analyse des réponses collectées à ce niveau de l'enquête

provient de l'explication de l'illiquidité du marché par un motif psychologique : *la confiance ou la crédibilité des intermédiaires en bourse*. En fait, Cinq intermédiaires justifient la récession des échanges par un rapport de confiance rompu avec les intermédiaires, avec le marché et avec les entreprises cotées :

“ Le problème de liquidité sur le marché tunisien est une situation psychologique due à l’absence d’une culture boursière et à une mauvaise interprétation du boom boursier 1994-95. Il y a aussi le manque de confiance accordée aux intermédiaires régnant depuis la crise de 1996. ” “ En plus des motifs cochés ci-dessus, il y a aussi les effets de la période d’illiquidité qu’a connue le marché depuis 1996, le manque de confiance dans les actions des intermédiaires et le nombre réduit des investisseurs institutionnels. ” “ La perte de confiance des investisseurs, notamment des petits épargnants qui ont été attirés vers la bourse sans en connaître les risques faute des professionnels du métier qui ne les avaient pas avertis ” “ Manque de confiance des investisseurs envers la BVMT depuis la chute des prix de 1995 ”

Il apparaît ainsi que la crise des années 1996-97 a été à l'origine d'une psychose généralisée. Les intermédiaires expliquent partiellement cette réaction des investisseurs par la prédominance d'une tradition bancaire et par l'absence d'une culture boursière en Tunisie. En effet, les petits épargnants attirés par une possibilité fictive du gain facile et rapide et qui sont peu initiés au risque, ont été dramatiquement touchés par la baisse des cours. Ensuite, le manque de professionnalisme de certains intermédiaires a touché considérablement l'image du métier en engendrant la perte de leur crédibilité.

Cette critique soulevée par certains intermédiaires n'est pas sans justification réelle. En effet, les conclusions relatives aux missions de contrôle entreprises par la BVMT ou le CMFT auprès des intermédiaires de la place ont révélé un certain nombre d'abus.

Une première mission menée en 1992 concernant le respect des procédures dans la réception et l'exécution des ordres a donné lieu à la constatation des anomalies suivantes :

- la non mise à jour des registres de réception des ordres et de leur exécution.
- les formulaires exprimant les ordres des clients n'étaient pas dûment remplis.
- les avis d'opéré n'étaient pas toujours communiqués dans les délais réglementaires (48 heures après la l'exécution de l'opération).
- les tarifs et courtages n'étaient pas toujours affichés dans les locaux des intermédiaires.

De plus, au cours de 1996, le Conseil du Marché Financier a reçu 32 plaintes dont 25 émanant des petits épargnants. 88% de ces plaintes ont été formulées principalement à l'encontre des intermédiaires en bourse. Les quatre autres ont concerné la BVMT et les sociétés émettrices. Les plaintes qui ont visé les intermédiaires ont concerné principalement les manquements à leurs obligations contractuelles et déontologiques liées à l'exécution des ordres et la gestion des portefeuilles sous mandat.

Pour ce qui est des plaintes concernant l'exécution des ordres, la majorité des plaignants ont contesté l'inobservation des procédures et le non respect de la priorité,

voire l'exécution des opérations sans ordres préalables. D'autres plaintes à l'encontre des intermédiaires ont porté sur le retard mis dans le versement du produit des ventes exécutées.

Par ailleurs, un incident de taille a aussi caractérisé l'histoire de l'intermédiation en bourse en 1996. En effet, la société GESIC (General Sharing and Intermediate Company) qui avait procédé à la fin de 1995 à l'achat de 10 100 titres SPDIT pour une valeur totale de plus de 600.000 dinars, se trouvait dans l'impossibilité d'honorer ses engagements quatre mois après. Il est à préciser à ce niveau que le délai de livraison et de règlement réglementaire est de cinq jours. Ainsi, la société de bourse a été sujet de poursuites disciplinaires et juridiques. L'affaire a été résolue en novembre 1996 avec la saisie des fonds et des titres de la société.

En résumé, le manque de liquidité sur le marché boursier tunisien est un problème très complexe impliquant les investisseurs, les intermédiaires et les aspects du marché.

Du côté des investisseurs, il semble résulter de l'absence d'une culture de marché traduite d'une part, par l'absence d'une stratégie de placement à long terme et d'autre part, par des réactions exagérées aux déséquilibres du marché.

Du côté des intermédiaires, le personnel avait fait preuve de manque de technicité face à la crise des années 1996-97. Cette difficulté à surmonter la régression des échanges en plus de certaines déficiences dans l'exercice de leur métier de sont à l'origine de la méfiance des petits investisseurs à l'égard des intermédiaires en bourse et la fuite du marché.

Du côté du marché, il est légitime de justifier ce problème d'illiquidité par son étroitesse, par son manque de profondeur et son inaptitude à absorber les fluctuations erratiques des cours. D'abord, le nombre réduit des valeurs cotées et le désengagement des investisseurs institutionnels confirment un marché étroit. De plus, les variations substantielles des cours arborent un manque de profondeur. Finalement, le marché s'est montré incapable de faire face à une situation de crise dès le début du choc en attirant dans les jours qui suivent l'intervention des investisseurs institutionnels susceptibles de ramener les prix à leurs niveaux d'équilibre et de réactiver les échanges. Ceci révèle un manque de résilience.

Question 4 : L'amélioration de la liquidité du marché tunisien est l'affaire :

- Des intermédiaires
- Des autorités publiques
- De l'organisation interne du marché
- Du conseil du marché financier
- Des investisseurs institutionnels
- Des sociétés cotées

L'objectif de cette question est de découvrir si les intermédiaires se sentent concernés par ce problème d'illiquidité.

Les institutions responsables de l'amélioration de la liquidité du la BVMT

Institution	Les citations	Fréquence	Population en %
Les intermédiaires	22	24%	79%
Les autorités publiques	20	22%	71%
Les investisseurs institutionnels	20	22%	71%
Des sociétés cotées	18	20%	64%
Le conseil du marché financier	8	9%	29%
L'organisation interne du marché	2	2%	7%
Total	90	100%	100%

79% des intermédiaires se sont attribués la responsabilité de remédier au problème de l'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien. Cependant, 80% de ces intermédiaires évoquent également la responsabilité des autorités publiques, des investisseurs institutionnels et des sociétés cotées.

A propos de la nature de leurs actions possibles, deux intermédiaires invitent leurs confrères à faire preuve de plus de professionnalisme afin d'effacer les " bêtises " commises dans le passé.

En revanche, le rôle des autorités publiques a été largement détaillé. Les intermédiaires critiquent la lenteur ressentie dans le processus de privatisation des entreprises publiques et l'ingérence étatique dans l'activité boursière.

La bourse tunisienne est une société anonyme constituée entre les intermédiaires. Cependant, le Conseil du Marché Financier qui constitue son organisme de tutelle comporte dans sa constitution cinq représentants des institutions juridiques et financières gouvernementales.

Il convient de préciser toutes les actions entreprises par les autorités publiques en faveur du marché financier depuis sa première réforme en 1989. L'Etat est intervenu à deux reprises pour activer le marché financier en baissant le taux du marché monétaire en février 1996 et en février 1999. Cette baisse du taux d'intérêt vise principalement l'orientation de l'épargne domestique vers le placement en valeurs mobilières. En plus de leur action sur les instruments monétaires, les autorités publiques attribuent plusieurs avantages fiscaux à l'introduction en bourse et à la détention d'actions cotées. Récemment, l'ensemble de ces mesures fiscales a été enrichie en février 1999 par les décisions suivantes :

Une réduction du taux d'imposition sur le bénéfice de 35% à 25% pour les entreprises introduites en bourse dans un délai de 3 ans à compter de cette décision. Cet abattement est valable pour une durée de 5 ans à partir de la date d'admission de la société en bourse à condition d'ouvrir au moins 30% de son capital. Les sociétés déjà cotées peuvent bénéficier de cet avantage fiscal si elles diffusent davantage leur capital en respectant le seuil minimal de 30%.

Le financement de l'endettement public par le biais d'émission des Bons de Trésor Assimilables et des Bons de Trésor à Court Terme au détriment de l'endettement bancaire.

La simplification du cadre légal relatif à l'intervention des sociétés cotées pour régler le cours de leurs actions.

La création d'un Compte d'Epargne en Actions à l'instar du Plan d'Epargne en Actions en France. Ce produit est totalement exonéré de toute imposition à condition de bloquer les fonds pendant 5 ans et dans la limite d'un montant maximum de 10 000 dinars.

Par ailleurs, les intermédiaires ont parfaitement raison d'évoquer le rôle des investisseurs institutionnels dans la provision de la liquidité. En effet, les institutionnels possèdent des structures adaptées à l'analyse de l'information financière. Leurs interventions sur le marché améliorent son seuil d'efficience ainsi que la transparence des sociétés cotées. De plus, les investisseurs institutionnels peuvent mobiliser de larges quantités de ressources à long terme. Ces ressources permettent ainsi échanger de grandes quantités de titres lors de la souscription ou en cas de déséquilibres de l'offre et de la demande. Par ailleurs, l'intervention des institutionnels sur le marché est susceptible de créer un effet de contingence et d'apprentissage très bénéfiques sur un marché naissant.

De par leur savoir faire, les institutionnels permettent d'assurer aux petits porteurs méfiants et dotés d'un savoir faire limité une indication fiable sur le prix juste des valeurs cotées. De plus, l'action des institutionnels assurent les petits porteurs sur l'état global du marché.

A ce propos, il existe actuellement en Tunisie un grand débat sur le rôle des intermédiaires financiers non bancaires dans la propulsion et le développement du marché financier. Il s'agit principalement de la restructuration des compagnies d'assurance et du système de la sécurité sociale et de la création des fonds de pension.

Particulièrement, le secteur des assurances est appelé à participer à la dynamisation du marché boursier en intégrant les métiers de la bourse et en développant le produit assurance-vie qui constitue un produit très efficace pour captiver l'épargne à long terme.

Pour intégrer le secteur de l'intermédiation boursière, les compagnies d'assurances peuvent s'associer aux banques et jouer pleinement leur rôle de courtiers en risques économiques et financiers des entreprises. D'ailleurs, ceci a constitué les attentes préalables des autorités du marché boursier suite à la réforme de la profession boursière. Les organes de tutelle avaient espéré que l'interdiction imposée aux banques de cumuler l'intermédiation bancaire et l'intermédiation boursière allait pousser ces dernières à joindre les compagnies d'assurance pour la constitution des sociétés communes de bourse. Malheureusement, les banques ont échappé à cette opportunité de réunir des forces financières remarquables. Elles ont préféré créer leurs propres sociétés de bourse avec une participation allant jusqu'à 99% du capital¹⁸⁵.

Par ailleurs, pour que les compagnies d'assurance puissent apporter leur savoir faire en matière de l'analyse des risques, elles sont appelées d'abord à être privatisées car la majorité de ces compagnies demeure étatiques. Elles souffrent ainsi d'une sous-activité liée à une réglementation rigide, à une capitalisation limitée et à une image négative

¹⁸⁵ Rapport d'activité de la BVMT en 1996, p 26.

auprès du public ¹⁸⁶ .

Les sociétés cotées peuvent également contribuer à l'amélioration de la liquidité de leur titres en intervenant sur le marché pour réguler leurs cours ou en concluant des contrats d'animation de marché avec leurs intermédiaires. Elles peuvent surtout commencer par améliorer leur transparence fortement critiquée par les intermédiaires et les investisseurs. En effet , la publication de l'information financière sur les sociétés cotées demeure insatisfaisante en dépit de la réglementation qui en vigueur. Dans un rapport publié par le Fonds Monétaire International sur le respect des normes et des codes en Tunisie, les sociétés cotées sont particulièrement invitées à se soumettre à l'application du principe de la publication périodique des états financiers et des décisions financières et économiques ¹⁸⁷ .

En ce qui concerne la possibilité d'intervenir sur le marché en vue de réguler les cours de leur titres cotés, les sociétés émettrices sont appelées à profiter du nouveau cadre juridique. En effet, la loi 99-92 du 17 août 1999 a apporté du nouveau dans ce domaine. La sociétés émettrice disposait de la possibilité de racheter ou de revendre ses propres actions afin d'animer leur marché sous autorisation spéciale délivrée par l'assemblée générale ordinaire et valable pour un délai maximum d'une année. La loi précitée a permis de rallonger ce délai jusqu'à trois ans ¹⁸⁸ .

Il est regrettable de constater que cette nouvelle loi n'a pas apporté plus de précision à l'utilisation du contrat de liquidité qui demeure un instrument très peu réglementé.

Cependant, 7% des intermédiaires seulement ont songé à la modernisation de la structure boursière en vue d'améliorer le processus des négociations et d'assurer un contexte plus approprié pour le service de la liquidité. Ce taux demeure largement inférieur à l'intérêt soutenu par la majorité des écrits récents en la matière. Ces écrits attribuent à l'organisation des marchés des valeurs mobilières une grande importance au déterminent de la position des contrepartistes traditionnellement présentés comme les ultimes fournisseurs de l'instantanéité des échanges. Il devient aussi impertinent d'ignorer aujourd'hui l'apport des nouvelles technologies dans l'accélération des négociations et leur impact positif sur la célérité des marchés. Les systèmes de communication tels que le Minitel ou l'Internet rapprochent les investisseurs, centralisent la demande et accélèrent la transmission des ordres et leur exécution. La bourse en direct et les courtiers en ligne sont les intermédiaires de demain. De plus, la bourse en direct semble être plus avantageuse en terme de commission de courtage ¹⁸⁹ .

Question 5 : Quels sont les moyens permettant l'amélioration de la liquidité ?

¹⁸⁶ Pour plus de détails sur la situation du secteur des assurances en Tunisie, se référer à l'article de Dimitri Vittas (1997) " Tunisia's insurance sector ". Working Paper Series N° 857. The World Bank. Voir aussi le numéro spécial de l'*Economiste Maghrébin* intitulé " Le secteur des assurances ", février 1994.

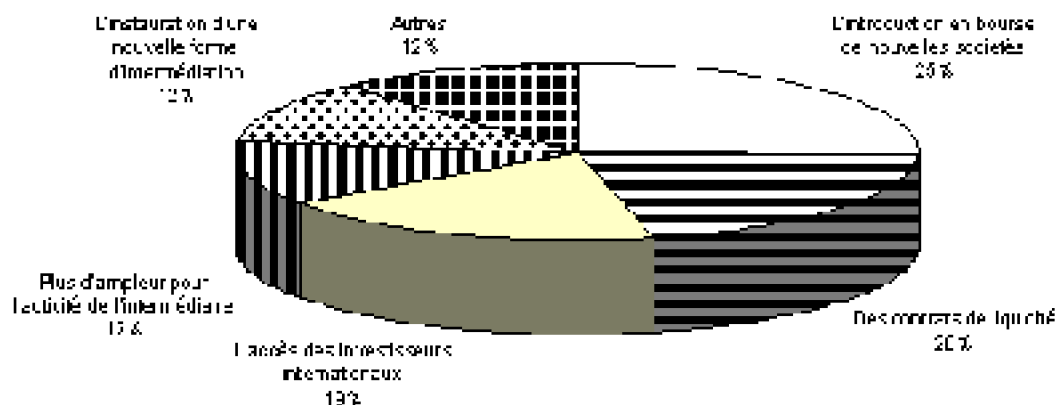
¹⁸⁷ D'après le rapport expérimental sur le Respect des Normes et des Codes en Tunisie. F.M.I, septembre 1999

¹⁸⁸ Loi 99-92 du 17 août 1999 sur la relance du marché financier. Article 7 portant modification de l'article 19 de la loi 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

Dans les écrits traitant de la liquidité des marchés, le service de la liquidité est liée à la présence des teneurs de marché, à l'intervention des institutionnels, à l'utilisation des ordres limités et à la cotation en continu. L'objectif de cette question est de vérifier l'étendue de ces solutions théoriques et de déterminer les moyens appropriés à l'amélioration de la liquidité du marché tunisien, à la lumière des avis des professionnels.

L'ensemble de nos propositions se présente comme suit :

- Des contrats d'animation de marché
- Plus d'ampleur pour l'activité de l'intermédiaire
- Plusieurs séances de cotation
- Accès des investisseurs internationaux
- Plus de concurrence au sein du marché
- L'émission des ordres limités
- L'émission des ordres au marché
- Le retour à la cotation au fixing
- Un marché à la criée
- L'introduction en bourse de nouvelles actions
- L'instauration d'une nouvelle forme d'intermédiation (préciser)



L'ensemble des solutions envisageables au problème de la liquidité du marché tunisien

L'ensemble des citations collectées est assez partagé entre les diverses solutions proposées. Le graphique ci-dessus présente les solutions proposées en fonction de leur taux de citation (fréquence de la solution). Cependant, les intermédiaires ont souvent eu recours à plusieurs réponses simultanées. Afin d'éviter toute ambiguïté, il est à préciser que certains des pourcentages cités dans l'analyse suivante évoquent la proportion de la population ayant opté pour une solution déterminée.

¹⁸⁹ Une étude comparative des courtiers en ligne et leurs commissions avantageuses a fait l'objet d'une parution hors série dans la revue *Investir* en avril 2000.

D'abord, 79% des intermédiaires proposent l'introduction en bourse de nouvelles actions. L'entrée de nouvelles sociétés devrait délayer le capital boursier et réduire la concentration sectorielle. De plus, les nouvelles introductions offrent plus de possibilités pour la diversification des portefeuilles en terme de rendement, de risque et de secteur d'activité.

D'autre part, 19% des réponses avancées par 64% de la population mettent l'accent sur l'importance de l'accès des investisseurs internationaux. Leur présence sur le marché local peut créer un effet de synergie au niveau des échanges et un effet d'apprentissage pour les investisseurs domestiques. Par ailleurs, la présence des investisseurs initiés et compétents inciterait les entreprises cotées à diffuser une information complète et périodique.

La troisième solution qui avait intéressé 57% des intermédiaires concerne le développement des contrats d'animation. Les intermédiaires pensent que le contrat de liquidité est un moyen très efficace pour l'animation des marchés des petites valeurs. Précisons que les contrats de liquidité qui ont vu le jour jusqu'à maintenant concernent la souscription des titres lors d'une introduction en bourse ou à l'occasion d'une augmentation de capital. Six contrats ont été adoptés entre 1990 et 1998.

En plus de ces trois solutions, 72% des intermédiaires sont également partagés entre l'instauration de nouveaux métiers de l'intermédiaire en bourse et l'élargissement du champ d'action de l'intermédiaire.

Les métiers qui ont été cités en guise de réponses complémentaires sont : le market maker et le spécialiste en valeur de trésor. Un seul intermédiaire a relié l'instauration du métier de market maker à la création d'un marché à terme.

Il est à rappeler que le métier de spécialiste en valeurs de Trésor a été créé en Tunisie depuis 1997 à l'instar du modèle français instauré en 1986. Le SVT est chargé de l'émission, du portage et de la couverture des Bons de Trésor Assimilables et des Bons de Trésor à Court terme. Ils peuvent même se spécialiser à hauteur de 25% de leurs détentions sur une ligne de valeurs. L'activité du SVT constitue les prémices d'une véritable activité de market making. Elle peut ainsi être à l'origine d'une initiation à une véritable activité de contrepartie.

Cependant, les autres solutions basées sur le mode de cotation, le nombre des séances de cotation, l'utilisation des ordres limités et l'organisation du marché d'une manière générale ont très peu suscité l'intérêt des intermédiaires interrogés. En effet, aucune personne n'associe l'utilisation des ordres limités à l'accélération des échanges. Par ailleurs, un seul intermédiaire avait opté pour un autre mode de fonctionnement du marché boursier en votant pour le marché à la criée.

Néanmoins, d'autres mesures possibles non stipulées dans le questionnaire ont été apportées. Il s'agit principalement du rétablissement de la relation de confiance brisée entre les intermédiaires et les investisseurs :

“ Redéfinir le rôle de l'association des intermédiaires en bourse et de la bourse des valeurs mobilières qui doivent être plus orientées vers le développement de l'épargne valeurs et la protection des épargnants ” “ Rétablir la relation de confiance avec les épargnants ”

D'autres propositions suggèrent l'assouplissement des règles d'introduction en bourse et des encouragements pour l'entrée des investisseurs institutionnels, voir même des avantages fiscaux pour la réalisation de l'activité de contrepartie.

Une proposition a particulièrement attiré notre attention. Elle concerne la création d'un organisme de placement collectif entre les sociétés émettrices et les investisseurs institutionnels qui permettrait de réguler le marché.

Cette idée a l'intérêt de conduire à une autocritique de notre travail. Elle porte sur l'absence des Organismes de Placement Collectif des Valeurs Mobilières de l'ensemble des acteurs susceptibles d'agir sur la liquidité, cités par nos soins. Ensuite, soulignons également que parmi les suggestions et commentaires collectés, aucun intermédiaire n'a évoqué précisément le rôle des OPCVM bien qu'on insiste beaucoup sur le rôle des investisseurs institutionnels.

D'autre part, en guise de réponse à cette proposition, nous évoquons la réalité du marché boursier tunisien caractérisé déjà par une forte densité des relations entre les sociétés émettrices et les intermédiaires en bourse.

En effet, une grande partie des sociétés cotées est constituée par des banques de la place qui possèdent déjà sous leur tutelle des sociétés de bourse chargées de la régulation de leurs marchés et dans la majorité des cas des SICAV et des compagnies de leasing. Alors, le champ des institutionnels potentiels devient restreint pour ne plus incorporer que les caisses nationales de sécurité maladie et les compagnies d'assurances. Or, le secteur de l'assurance est très en difficulté et nécessite des restructurations fondamentales avant de se lancer sur le marché boursier.

La création d'un organisme commun de placement contribuerait actuellement à notre avis à consolider la concentration du marché boursier et émietter davantage l'intermédiation en bourse. Il existe déjà 32 intermédiaires pour seulement 44 valeurs. Il serait peut être opportun d'envisager la fusion d'un certain nombre de sociétés de bourse pour réunir leurs forces financières. Le métier d'intermédiaire en bourse nécessite plus de spécialisation : séparer les métiers courtier simple, compensateur et contrepartiste. Par ailleurs, il devient important de développer la gestion des sociétés de bourse par la mise en place d'un cadre réglementaire complet et clair et de préciser des règles comptables pour l'activité d'intermédiation en bourse. Le développement de l'activité de l'intermédiation en bourse invoque une stratégie de marketing appropriée.

Conclusions :

Cette partie de l'enquête est particulièrement enrichissante. En fait, l'analyse des résultats semblent apporter satisfaction à l'ensemble des objectifs recherchés. De plus elle apporte plus d'explications à notre intérêt central en l'occurrence l'illiquidité du marché boursier tunisien. Les conclusions à déduire se présentent comme suit :

- La méconnaissance de la notion de liquidité de marché a été vérifiée. En effet, les intermédiaires tunisiens présentent des difficultés à attribuer une définition délimitée à cet aspect du marché. Ainsi, la liquidité a souvent été restreinte à l'une de ses

caractéristiques, la profondeur, ou assimilée à une notion proche, l'efficience. Cette difficulté est partiellement expliquée par le choix effectué en faveur d'une définition précise très peu évoquée. En outre, Cette difficulté peut être associée à un manque de perception nuancée de notions proches telles que l'efficience, la profondeur et la largeur. Seuls les résultats de la troisième partie de cette enquête pourraient confirmer cette hypothèse

- L'illiquidité du marché boursier tunisien a été confirmée à l'unanimité des intermédiaires. Elle découle de diverses origines dont les principales sont l'absence d'une culture boursière, la fuite des petits porteurs et le désengagement des institutionnels. L'accent a été particulièrement mis sur le pourquoi de la fuite des petits porteurs. Leur désintéressement est expliqué par les déficiences du secteur de l'intermédiation boursière.
- Pour palier ce problème d'illiquidité, les intermédiaires s'attribuent une grande partie de la tâche et impliquent aussi les autorités publiques, les institutionnels et les sociétés cotées. Ils proposent ainsi l'introduction de nouvelles sociétés, le développement de la profession boursière, l'accès des investisseurs internationaux et la récupération des investisseurs locaux. En plus de ces mesures générales, le contrat de liquidité est l'outil technique qui a suscité le plus d'intérêt.

Partie III : la recherche d'une mesure et l'étude lexicale

La troisième partie de cette enquête vise trois objectifs :

- Déterminer la mesure de la liquidité la plus utilisée par les intermédiaires en bourse tunisiens.
- Qualifier l'impact de l'introduction du système de cotation électronique sur la bourse de Tunis
- Vérifier la méconnaissance et la confusion lexicale relative à la définition de la largeur, la profondeur et la résilience.

Question 1 : Par quelle mesure peut - on apprécier la liquidité sur le marché tunisien ?

- L'indice des prix
- L'indice pondéré des prix
- La fourchette des prix (fourchette du marché)
- La volatilité des cours
- Le coût de transaction
- Le taux de rotation des capitaux
- Le taux de rotation des titres

- Le volume de transaction
- Les ratios de liquidité
- Les ratios de variance
- Le flottant

Les résultats montrent l'utilisation moyenne de trois indicateurs par intermédiaire. Les mesures les plus utilisées sont la rotation physique des titres, la rotation des capitaux et le volume des transactions.

En effet, 86% des intermédiaires soutiennent l'utilisation la rotation physique des titres pour mesurer la liquidité sur le marché boursier tunisien. Cette mesure est déjà adoptée par la bourse dans le classement des valeurs les actives. De plus, ce choix semble être convenable sur un marché dont les cours des actions cotées varient entre 4 dinars (l'action STIL) et 155.200 dinars (l'action Air Liquide)¹⁹⁰. Ainsi, les échanges peuvent être amplifiés par l'effet des cours et il devient pertinent d'utiliser la rotation physique des titres pour comparer la liquidité des valeurs.

En deuxième lieu, le volume de transactions et la rotation des capitaux s'avèrent être utilisés par 57% des intermédiaires. Précisons à ce niveau que le volume de transactions renseigne sur le montant global des échanges alors le taux de rotation des capitaux traduit la vitesse de circulation des capitaux boursiers. Une mesure en terme de rotation des capitaux a plutôt attiré à la profondeur d'un marché alors qu'une mesure de la liquidité en terme du volume des échanges traduit la taille du marché, son sa largeur.

Ensuite, les ratios de liquidité ont regroupé 12 citations soit un taux d'utilisation égal à 43%. Les ratios de liquidité sont théoriquement la mesure la plus adaptée après la fourchette des prix sur les marchés modernes. Ils renseignent sur la variation des prix par rapport aux quantités et mettent ainsi en évidence la profondeur du marché.

En revanche, la conclusion la plus importante qui découle de l'ensemble de ces réponses demeure la non utilisation de la fourchette des prix et des ratios de variance et l'emploi restreint du flottant et de l'indice des prix.

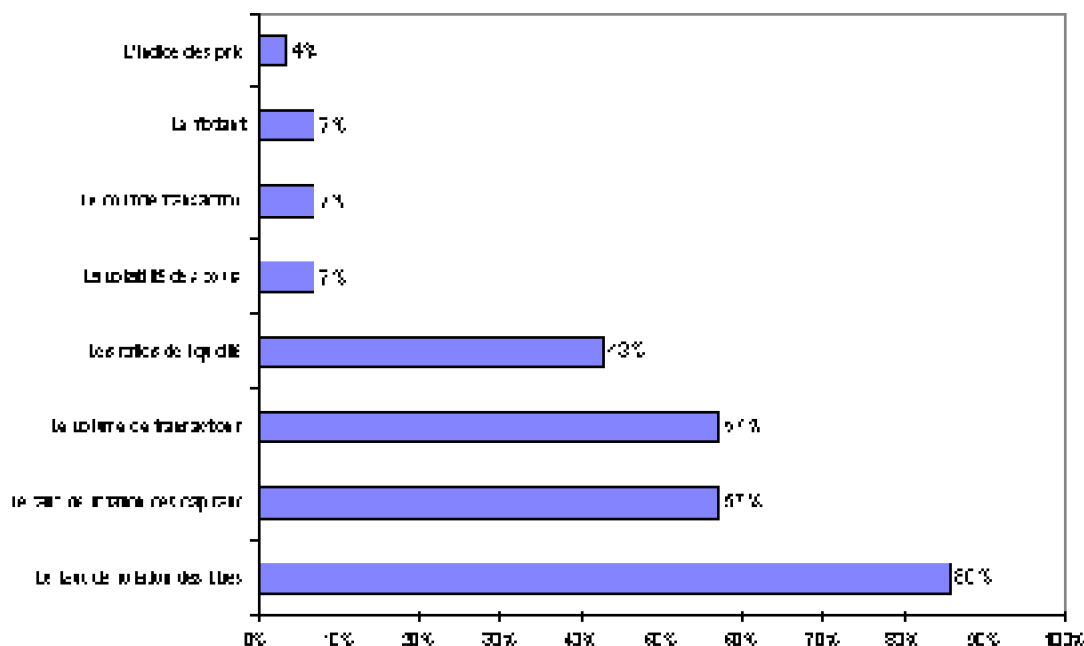
Bien que la fourchette des prix soit considérée comme étant la mesure la plus conventionnelle de la liquidité des titres boursiers, elle a été absolument éliminée de l'ensemble des indicateurs utilisés par les intermédiaires tunisiens. Ceci s'explique partiellement par la tradition organisationnelle du marché basée sur l'autoliquidité et l'absence de l'activité de contrepartie. Cependant, il convient de mesurer la liquidité par la fourchette du marché qui est la différence entre le prix d'achat le plus élevé et le prix d'offre le moins élevé. Toutefois, cette pratique n'est pas admise par les intermédiaires tunisiens.

Par ailleurs, les intermédiaires avaient exprimé une grande difficulté à répondre aux questions de cette partie. Certains ont ajouté des commentaires interrogatifs sur la signification et la pertinence de certains indicateurs :

- “ Que signifie le flottant ? ”

¹⁹⁰ D'après les cours au mois de février 2000..

- “ le taux de rotation des capitaux et le taux de rotation des titres représentent la même chose et ceci est facilement démontré par une simple démonstration mathématique ”
- ou encore “ le marché tunisien est un marché régi par les ordres . Peu importent les prix. ”



Les indicateurs de la liquidité classés par taux d'utilisation

En résumé, la difficulté théorique relative à la mesure de la liquidité a été empiriquement vérifiée. Elle est particulièrement présente chez les intermédiaires tunisiens dont certains confondent encore la rotation des titres et la rotation des capitaux et d'autres ignorent la notion de flottant. Cependant, on vérifie la multiplicité des indicateurs possibles au même titre que l'utilisation de plusieurs mesures par les intermédiaires français dans l'enquête directive. Pour l'étude sur l'évolution de la liquidité des valeurs tunisiennes établie dans le travail de la thèse, nous ferons usage des trois premiers indicateurs utilisés par les intermédiaires tunisien en plus d'une appréciation en terme de la fourchette.

Question 2 : Etes vous satisfaits du nouveau système de cotation électronique en continu ?

A cette question, tous les intermédiaires avaient répondu d'une manière affirmative. Un seul intermédiaire avait manifesté une reproche relative à l'absence des investisseurs lors des séances de cotation. En réalité, depuis l'installation du système électronique, la salle de marché est interdite au public et autorisée seulement à deux mandataires au plus par société de bourse. Cet intermédiaire avait songé à l'impact positif que pouvait avoir la présence des investisseurs sur l'accélération de la transmission des ordres et surtout au rétablissement d'une atmosphère de confiance.

Question 3 : Si oui, c'est parce qu'il a :

- Accéléré les échanges
- Amélioré la largeur du marché
- Amélioré la profondeur
- Assuré une meilleure gestion de l'information
- Facilité l'accès au marché
- Facilité les gestion des ordres
- Réduit le coût de transaction
- Stabilisé les prix
- Autres arguments

Les avantages du système de cotation électronique SUPERCAC UNIX selon les professionnels du marché

Motif	Nombre des citations	Pourcentage
Faciliter la gestion des ordres	20	71%
Accélérer les échanges	14	50%
Assurer une meilleure gestion de l'information	14	50%
Faciliter l'accès au marché	6	21%
Améliorer la largeur	4	14%
Réduire le coût de transaction	2	7%
Améliorer la profondeur	1	4%
Total	61	100%

Les avantages associés à la cotation automatisée en continu sont variés. Trois raisons sont principalement à l'origine du contentement des professionnels du marché tunisien : une gestion simplifiée des ordres, des échanges plus rapides et une meilleure gestion de l'information.

Selon 20 intermédiaires, soit 71% de la population étudiée, la gestion des ordres est devenue plus facile et meilleure depuis l'installation du système de cotation électronique. C'est la cotation écrite sur panneaux individuels par valeur qui avait prévalu depuis janvier 1990 jusqu'à son remplacement au profit de la centralisation électronique en 1997. En outre, 50% des intermédiaires interrogés affirment que la cotation électronique en continu a accéléré les échanges. Rappelons que la vitesse d'exécution des ordres est un aspect indiscutable de la liquidité. De plus, 50% des citations ont argumenté l'utilité de la cotation électronique par une meilleure gestion de l'information. La cotation en continu a permis de renforcer la transparence du marché à travers la diffusion en temps réel des prix de transactions, de leur volume et de la taille des lots. Il est à souligner aussi l'anonymat des intervenants qui renforce l'intégrité du marché et le traitement de tous les investisseurs sans favoritisme.

Cependant, on ne relie pas le système de cotation électronique à une réduction du coût de transaction bien qu'elle soit l'avantage commun à toute les nouvelles technologies

de négociation. Les professionnels du marché boursiers tunisiens se soucient peu de la notion du coût de transaction parce qu'ils la réduisent d'une manière simplificatrice à la commission de courtage. D'une part, les coûts de traitement et d'exécution des ordres font l'objet d'un gain de productivité et d'économies d'échelle grâce à l'utilisation des systèmes de cotation automatisée. D'autre part, la cotation en continu améliore la transparence du marché et contribue donc à minimiser les variations des cours. Les fluctuations des prix constituent la composante du coût de transaction appelée " impact du marché ".

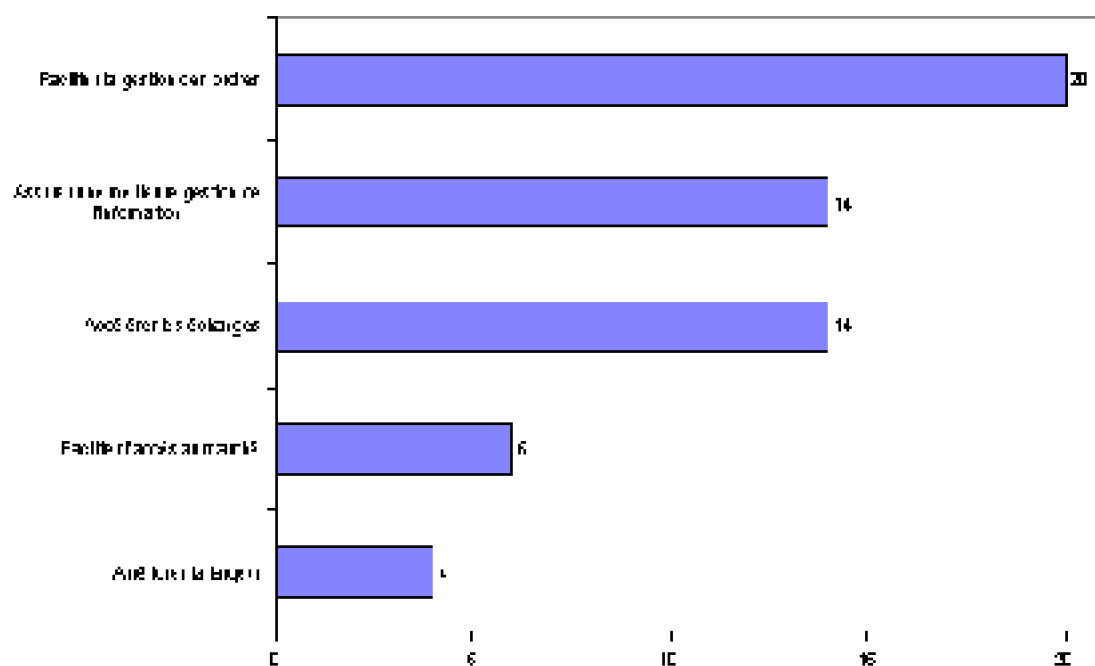
D'autant plus, deux intermédiaires seulement ont songé à l'amélioration de la profondeur, à l'amélioration de la largeur et la régularité des prix ; des prix réguliers découlent d'une diffusion complète et efficace de l'information. Il est alors contradictoire de soutenir le rôle du système de cotation électronique dans l'assurance de la transparence du marché sans relier cette transparence à la régularité des prix de transaction.

Par ailleurs, le système de cotation électronique permet d'éliminer les ordres émis à des prix très éloignés de la fourchette ce qui revient à dire qu'il assure plus de profondeur. De plus, le système de cotation en continu a permis d'améliorer l'intégrité et l'équité du marché en éliminant les relations de complaisance entre les intermédiaires. Ces derniers se livraient, lors de la préséance de cotation, à des opérations de compensation des ordres laissés à leur soin. Ainsi, les négociations se résumaient à des accords préalables à la cotation écrite et les prix sont arrêtés de gré à gré contrairement à la procédure en vigueur. C'est cette situation que résument deux intermédiaires par les remarques suivantes :

- " Il a surtout permis de purger les résultats des quatre dernières années passées à faire n'importe quoi par les intermédiaires de la place "
- " Il a éliminé la pratique que les intermédiaires utilisaient pour gagner la priorité "

En revanche, en plus de ces explications, les intermédiaires ont eu recours à des argumentations supplémentaires. Nous retenons d'entre elle l'avantage de la normalisation du marché. Il est vrai que l'introduction du système SUPERCAC a permis au marché boursier tunisien de se moderniser, d'harmoniser son organisation avec des marchés internationaux tels que la Bourse de Paris et de se rapprocher ainsi de l'organisation des marchés développés.

En résumé, l'introduction du système électronique de cotation a permis un meilleur contexte pour la négociation des ordres et la conclusion des opérations, même si elle a été également un facteur de chute des cours. En effet, le transfert des valeurs sur le système électronique a été généralement fait à des cours plus bas que le niveau habituellement observé pour les mêmes valeurs dans le passé. Cette situation s'explique tout simplement par un réajustement des cours gonflés par l'engouement de la demande avant la crise. Ces cours étaient établis selon une confrontation déformée de l'offre et de la demande à cause de l'ingérence des intermédiaires.



Les avantages les plus cités du systèmes cotation électronique

La suite des question est consacrée à une vérification de l'usage des termes retenus dans la définition de la liquidité, en l'occurrence, largeur, profondeur et résilience. Notre objectif est de montrer que la méconnaissance de ces aspects provient essentiellement de leur confusion. Cette confusion ou le regroupement de deux aspect sous la même appellation sont à l'origine de la restriction de la notion de liquidité à une seule de ses caractéristiques.

Question 5 : D'après vous, que signifie la largeur d'un marché de titres ?

- Un flux d'ordres important
- Un volume de transaction important
- Un nombre de participants important
- Des prix autours des bords de la fourchette

Les réponses par choix multiples :

- Un grand nombre de participants et un grand volume de transactions : 1 citation
- Un flux d'ordres important et des prix proches des limites de la fourchette : 1 citation

Cas particuliers :

- Deux intermédiaires n'ont pas répondu du tout à cette partie de l'enquête.
- Un intermédiaire a coché toutes les définitions proposées pour chacune des questions de cette partie

Avant de commenter les citations collectées auprès des intermédiaires concernant la définition de la largeur du marché, nous avançons une autocritique sur les réponses

avancées dans le questionnaire. En effet, nous avons omis de proposer une alternative concernant la participation des investisseurs institutionnels. La taille des intervenants au marché et en particulier la participation des institutionnels est une composante de la taille du marché, c'est à dire de sa largeur.

Quant à l'ensemble des citations collectées, il en ressort d'abord un taux de réponse particulièrement inférieur à 100% comme c'est le cas pour le reste de l'enquête. Deux intermédiaires se sont abstenus de répondre alors qu'un troisième avait opté pour toutes les réponses proposées, ce qui rend sa participation nulle.

Parmi les réponses recevables, 43% des intermédiaires assimilent la largeur au nombre de participants au marché. 32% évaluent la largeur par le volume des transactions et 14% considèrent l'importance des flux d'ordres comme une indication sur la taille du marché. Ils ont tous raison de prendre en considération ces définitions dans la mesure où la largeur d'un marché traduit son étendue par opposition à l'étroitesse (*thinness*). Cependant, il est important de différencier la taille d'un marché de son activité. En effet, un marché peut être large grâce à une capitalisation élevée et un grand nombre de titres cotés mais il peut rester inactif à cause d'un coût de transaction élevé ou des transactions sporadiques même si elles portent sur des grandes quantités de titres.

Il est à remarquer encore une fois l'absence de la notion de fourchette des prix de l'explication des aspects de la liquidité. La largeur, traduite par un volume important des échanges, peut être assurée par l'émission d'ordres limités proches des bornes de la fourchette de marché. Ceci favorise les possibilités d'échanges. Néanmoins, un seul intermédiaire a relié les ordres limités à la notion de la largeur.

Question 6 : Que signifie la profondeur ?

- Une volatilité moindre des cours
- Un flux d'ordres important
- Un volume de transaction important
- Plus d'investisseurs institutionnels
- Des ordres de grande taille
- Une absorption rapide des chocs de prix
- Des prix à l'offre et à l'achat proches des limites de la fourchette
- Des prix à l'offre et à l'achat concentrés autour du prix d'équilibre

Les réponses à choix unique

Proposition	Citations	Fréquence du terme
Un flux d'ordres important	2	20%
Un volume de transactions important	3	30%
Des prix réguliers	1	10%
Réponse immédiate aux déséquilibres du marché	1	10%
Meilleure dissémination de l'information	1	10%
Résistance aux chocs des prix	2	20%
Total	10	100%

Les réponses multiples :

(Chacune des réponses suivantes est survenue une seule fois)

- Un flux d'ordres important, un grand volume de transactions et la présence importante des investisseurs institutionnels.
- Des ordres de grande taille et une volatilité moindres des cours.
- Des ordres de grande taille, une volatilité moindre des cours et une absorption rapide des chocs des prix.
- Un flux d'ordres important, présence importante des investisseurs institutionnels et une volatilité moindre des cours.
- Des ordres de grande taille et un flux important d'ordres.
- “ Un marché profond est un marché diversifié ”
- “ La profondeur signifie des titres en circulation ”

Cas particulier :

Un intermédiaire définit la largeur et la profondeur exactement de la même manière, c'est à dire en combinant des ordres de grandes taille et un flux d'ordres important.

La profondeur réfère globalement la capacité offerte par le marché de ramasser des grandes quantités de titres sans causer des perturbations considérables des prix. Telle est la définition qui nous sert de référence pour l'analyse des réponses collectées.

D'abord, nous soulevons la répartition des citations sur toutes les réponses proposées à l'exception de la possibilité des prix inclus dans la fourchette. La réponse qui avait attiré le maximum d'attention auprès des intermédiaires demeure l'importance du flux d'ordres. Malheureusement, le flux d'ordres n'a aucune relation directe avec la notion de profondeur qui couvre plutôt la taille des ordres. C'est ce qui justifie l'idée d'évoquer, à ce niveau de l'enquête, l'idée de la présence des investisseurs institutionnels. En effet, les institutionnels sont les intervenants capables de se procurer des quantités considérables de titres en émettant donc des ordres de grande taille, bien que, dans la majorité des cas, ce type de transactions se fait de gré à gré (*upstairs markets*).

De plus, quatre intermédiaires ont opté pour l'importance du volume de transactions

pour définir la notion de profondeur. Le volume des échanges sur un marché renseigne sur son étendue, c'est à dire sur sa largeur tel qu'il a été précisé dans l'analyse précédente. Il existe vraisemblablement une confusion entre les deux notions qui fausse la définition de la liquidité.

Par ailleurs, l'idée des prix réguliers a été retenue par un seul intermédiaire, ce qui est une conséquence logique à la méconnaissance de la profondeur. L'idée prédominante sur l'aspect d'un marché régi par les ordres induit également les intermédiaires en erreur. Le principe des marchés basés sur la centralisation des ordres ne signifie pas l'élimination de la notion de prix qui est une composante fondamentale de la liquidité des titres. En effet, il ne suffit pas à un marché de garantir seulement l'exécution rapide des ordres pour le qualifier de liquide. Les investisseurs doivent en outre obtenir des prix d'exécution justes. La régularité des prix, découlant de l'efficacité du processus de négociation et de l'efficience du marché, assurent ce deuxième aspect de la liquidité des titres.

Question 7 : Que signifie la résilience ?

- Une régularité des prix
- Une absorption rapide des variations des cours
- Une réponse immédiate aux déséquilibres du marché
- Une Meilleure dissémination de l'information
- Plus de résistance aux chocs des prix

Il y a eu uniquement des réponses multiples à cette question. L'ensemble des citations collectées se présente comme suit :

La fréquence des termes utilisés dans la définition de la notion de résilience

Proposition	Citations	Fréquence du terme	Population en %
La régularité des prix	6	23%	21%
Absorption rapide des chocs des prix	8	31%	29%
Meilleure dissémination de l'information	8	31%	29%
Résistance aux chocs des prix	4	15%	14%
Total	26	100%	93%

D'abord, il est à remarquer l'utilisation simultanée de deux idées semblables : une absorption rapide des chocs des prix et une résistance aux chocs des prix. Ceci peut renseigner sur une hésitation avant de cocher la case appropriée comme il peut conduire à soulever un manque de rigueur lors de la réponse à nos questions. Or, il est à préciser à cet égard, que lors de nos contacts avec les intermédiaires en bourse pour la collecte des réponses, ces derniers nous ont avoué la difficulté rencontrée à ce niveau de l'enquête. Dans plusieurs cas, ils ont précisé qu'ils utilisent couramment chacun de ces termes mais il leur est difficile de les définir précisément.

Quant à la notion de la résilience, elle traduit la capacité du marché à attirer

l'intervention des investisseurs potentiels en cas de déséquilibre de l'offre et de la demande pour ramener les prix à leur niveau d'équilibre. Cette intervention résulte d'abord de l'existence potentielle de ces intervenants. Ensuite, l'information sur l'état du marché et sur le niveau des prix doit être véhiculée rapidement et acheminée vers les investisseurs pour les inciter à intervenir. C'est une grande partie du travail des courtiers dans leurs démarches de transformation de la disparité spatiale. Ces deux notions, l'absorption rapide des perturbations des prix et la vitesse de circulation de l'information ont constitué 31% des réponses collectées.

Conclusion générale

A l'issue de ce travail, nous déduisons ce qui suit :

- D'abord, il convient de dire que l'ensemble des objectifs préalables à cette enquête ont été atteints. En effet, il devient légitime de supposer l'incompréhension de la notion de liquidité des marchés de titres ainsi que la difficulté liée à sa quantification. Cependant, il existe un grand nombre d'outils de mesures, théoriques et empiriques, permettant de mesurer la liquidité selon des aspects différents de l'analyse. Parmi ceux qui sont utilisés par les intermédiaires interrogés, nous retenons :
 - Le volume de transactions pour l'évaluation de la largeur du marché boursier tunisien ;
 - La rotation des capitaux et des titres pour une appréciation de l'activité (profondeur) du marché ;
- Ensuite, notre hypothèse sur l'insuffisance de liquidité sur le marché boursier tunisien trouve sa justification dans les analyses avancées par les professionnels du marché. Elle est également prouvée par l'étude chiffrée de la largeur et de la profondeur du marché tunisien.
- Le secteur de l'intermédiation en bourse est émiétté et présente des difficultés relatives à la densité des relations entre la clientèle, les intermédiaires et les sociétés émettrices. Il est appelé à se restructurer d'urgence afin de rattraper la perte d'activité et la confiance rompue avec les petits porteurs, causées par les défaillances passées.
- Cette enquête nous a également permis de délimiter le champs des points théoriques à aborder dans la suite de la thèse. Il s'agit particulièrement de l'utilisation des contrats de liquidité, du statut de contrepartiste français et du rôle des institutions de l'épargne contractuelle dans la dynamisation du marché boursier.
- Finalement, A chaque marché correspondent des conditions politiques, culturelles et économiques particulières. Dans le cas du marché tunisien, des aspects culturels, présents dans d'autres travaux sur d'autres compartiments du marché financier ont été retrouvés dans cette étude : l'image négative des plusieurs institutions auprès du

public observée dans l'étude du secteur des assurances.

Tableaux :

Tableau A1: Les capitaux échangés sur la cote officielle

Année	Capitalisation boursière	Capitaux traités	Taux de rotation
1990	457 317	14 603	3,19%
1991	532 065	25 134	4,72%
1992	736 469	23 488	3,19%
1993	1 000 773	45 039	4,50%
1994	2 525 080	204 332	8,09%
1995	3 810 822	516 612	13,56%
1996	3 611 248	158 619	4,39%
1997	2 530 088	219 904	8,69%
1998	2 452 000	181 300	7,39%
1999	3 325 000	552 000	16,60%
10/3/00	3 777 290	227 000	6,01%

Unité: Milliers de dinars

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Faible	7997	10191	6834	8207	10771	18294	18763	13174
Moyenne	30389	26790	24601	31062	47705	62775	47939	31974
Assez forte	44983	40090	56383	68807	170225	195378	123811	72531
Forte	66404	75213	96300	115098	242270	314831	299644	187870

Unité: Milliers de dinars

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Faible	222	582	348	484	485	2158	1996	946
Moyenne	556	588	560	1688	4372	13412	3469	4539
Assez forte	2459	1918	1230	2240	13295	23487	5561	4873
Forte	1556	3967	3735	5745	33516	40837	10547	16403

Unité: Milliers de dinars

Classe	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Moyenne
Faible	2,8%	5,7%	5,1%	5,9%	4,5%	11,8%	10,6%	7,2%	6,7%
Moyenne	1,8%	2,2%	2,3%	5,4%	9,2%	21,4%	7,2%	14,2%	8,0%
Assez forte	5,5%	4,8%	2,2%	3,3%	7,8%	12,0%	4,5%	6,7%	5,8%
Forte	2,3%	5,3%	3,9%	5,0%	13,8%	13,0%	3,5%	8,7%	6,9%
Marché	3,19%	4,72%	3,19%	4,50%	8,09%	13,56%	4,44%	8,69%	6,30%

Unité: Milliers de dinars

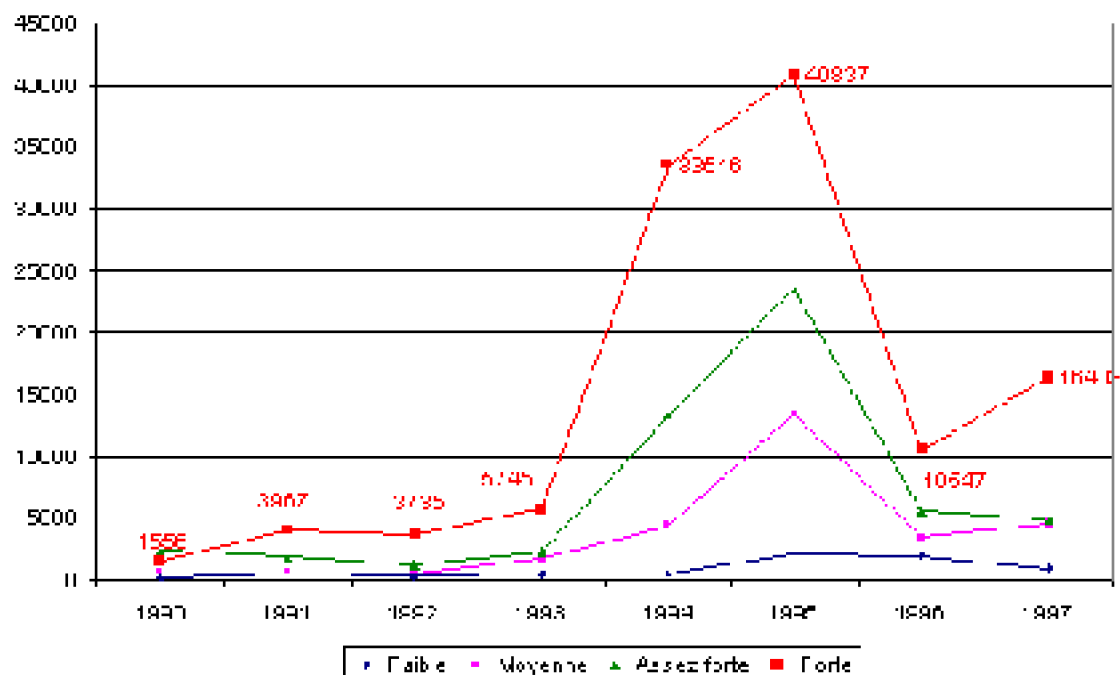


Figure A1: Les capitaux échangés par classe

Unité: Milliers de dinars

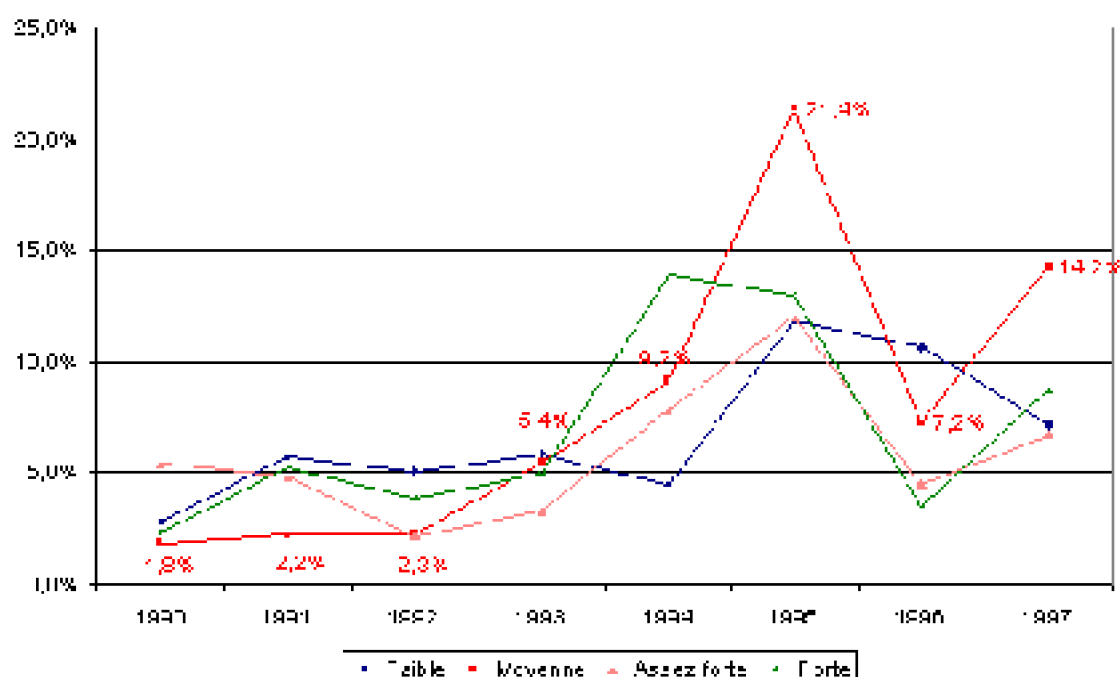


Figure A2: Le taux de rotation des capitaux par classe

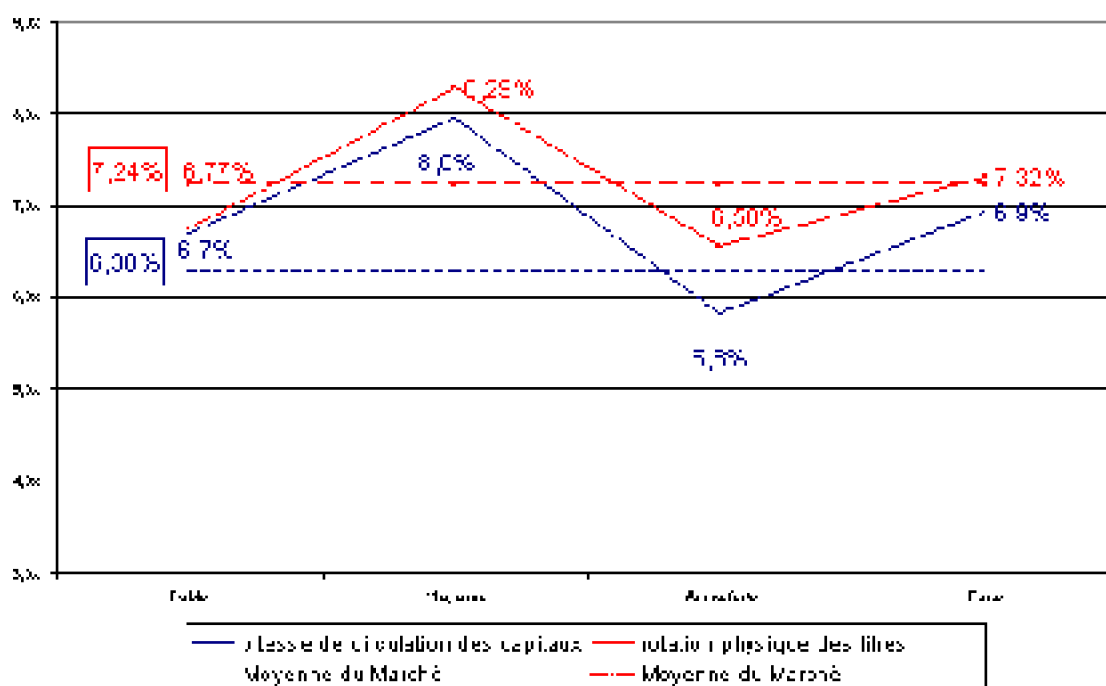


Figure A3: Vitesse de circulation des capitaux et rotation physique des titres par classe

La liquidité des marchés boursiers.

Valeurs	<i>CB</i>	<i>CT</i>	<i>TR</i>	<i>PM</i>
ATB	35400	277	0,8%	1,1%
BDET	30600	1152	3,8%	4,6%
BIAT	52200	2872	5,5%	11,4%
BNA	47850	2368	4,9%	9,4%
BNDT	30000	78	0,3%	0,3%
BS	37020	3110	8,4%	12,4%
BT	70070	2923	4,2%	11,6%
MOTEUR	10080	1587	15,7%	6,3%
PCT TSIE	1920	13	0,7%	0,1%
SFBT	19771	534	2,7%	2,1%
STB	76080	6059	8,0%	24,1%
STOA	18574	147	0,8%	0,6%
UBCI	102500	4015	3,9%	16,0%
Marché	532065	25134,2	4,72%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

N.B. : Ce tableau ne prend pas en considération les actions ASTREE et STIL introduites respectivement le 23/12/1991 et le 31/12/1991.

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
PCT TSIE	BNDT	BS	BT
MOTEUR	BDET	BNA	STB
STOA	ATB	BIAT	UBCI
SFBT			

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	12586	570	4,97%
Moyenne	32000	502	1,60%
Assez forte	45690	2783	6,28%
Forte	82883	4332	5,35%

Unité: Milliers de dinars

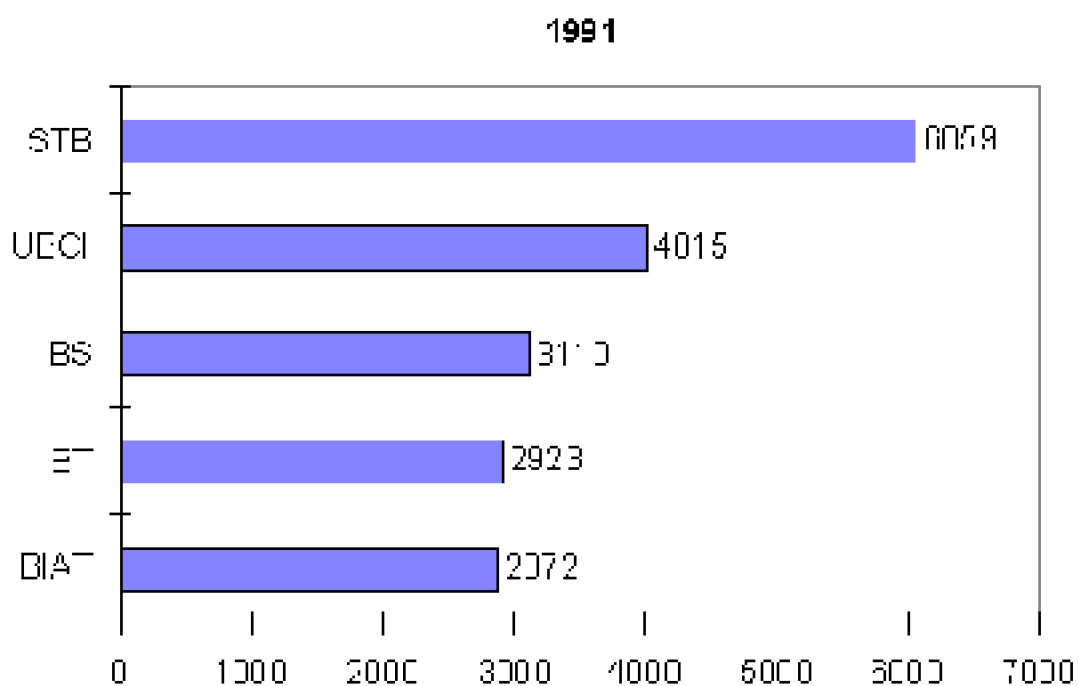


Figure A5 Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

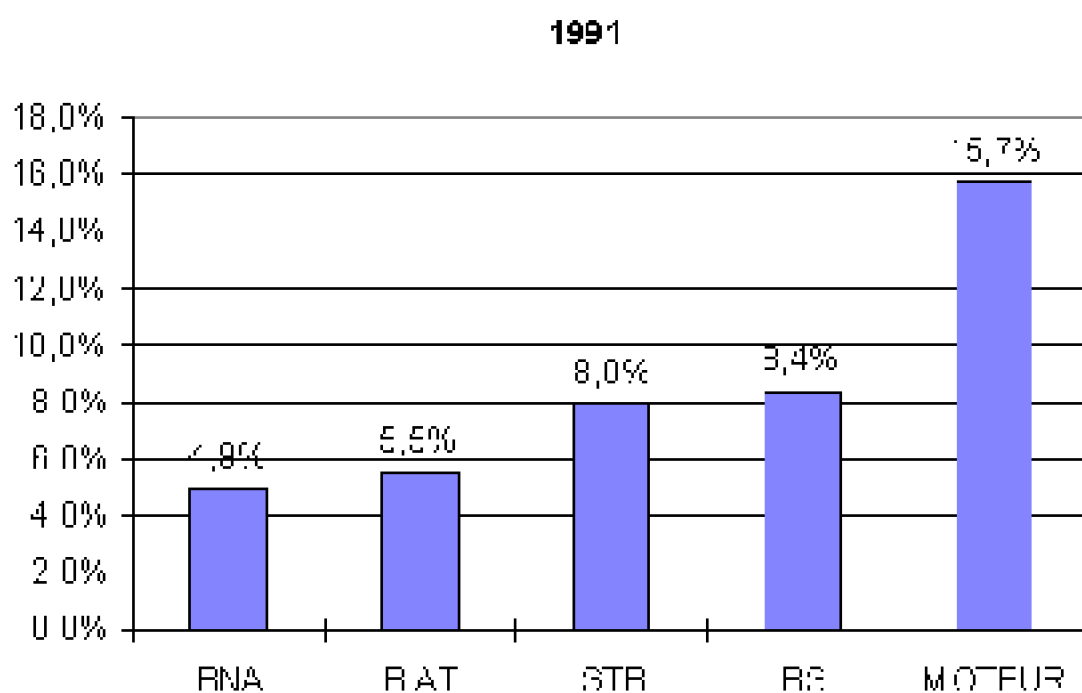


Figure A6 Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

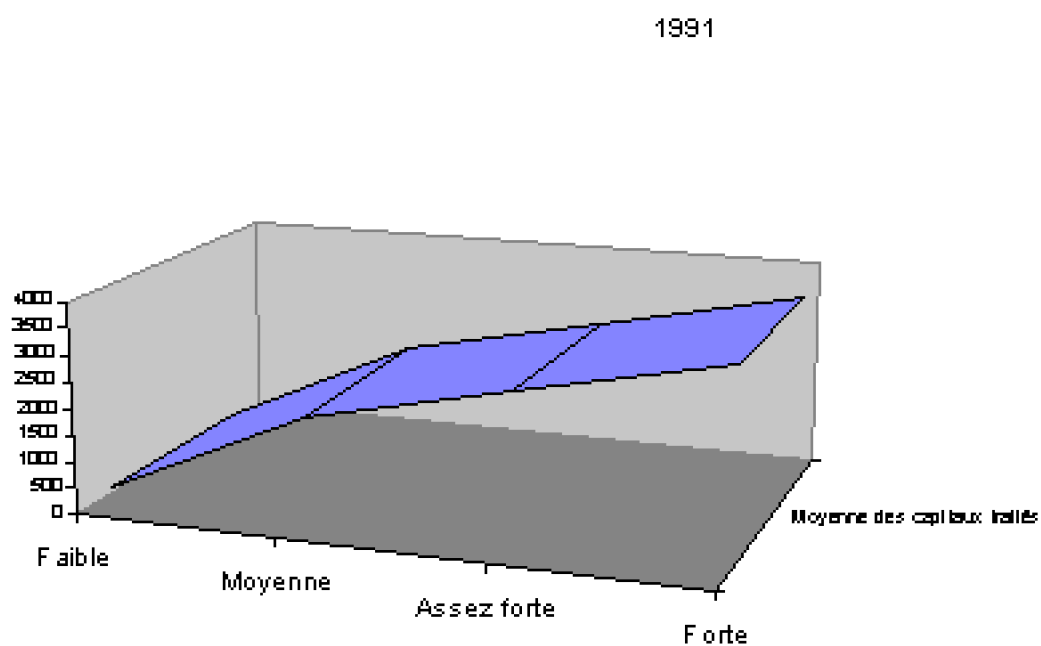


Figure A7 Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

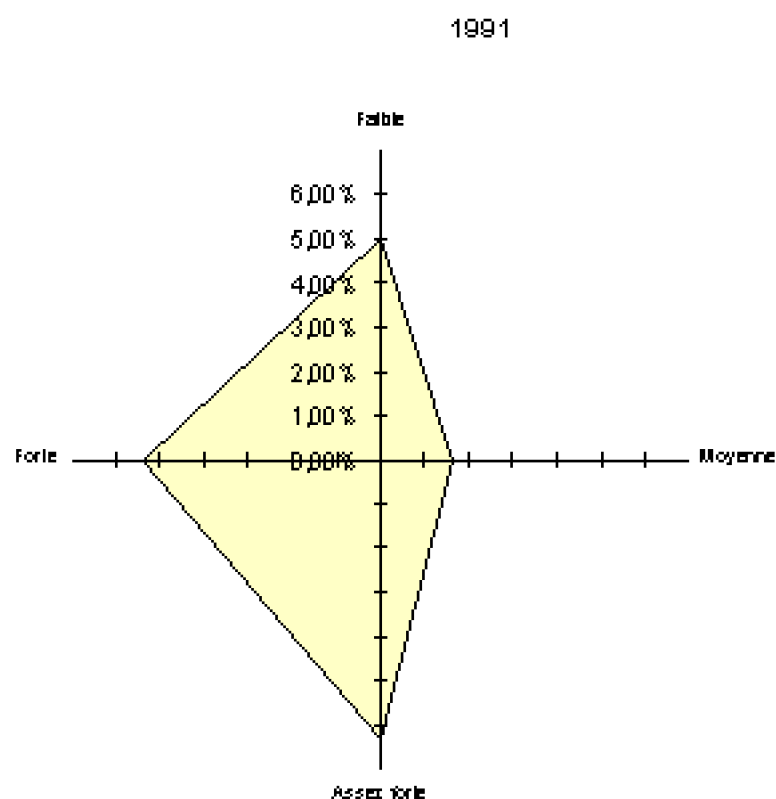


Figure A8: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

Valeurs	CB	CT	TR	PM
ASTREE	5100	104	2,04%	0,91%
ATB	46000	214	0,47%	0,67%
BDET	35360	1330	3,76%	0,77%
BIAT	85700	5340	6,23%	0,14%
BNA	94700	2547	2,69%	6,50%
BNDT	40920	727	1,78%	3,10%
BS	59110	2000	3,38%	0,82%
BT	79500	1980	2,49%	0,44%
MOTEUR	10697	193	1,80%	8,43%
PLCT TSIE	3540	33	0,93%	10,84%
SFBT	24954	158	0,63%	8,51%
STB	96800	5525	5,71%	2,42%
STIL	8000	1060	13,25%	5,66%
STOA	22888	181	0,79%	23,52%
TSIE LEASING	15200	569	3,74%	22,74%
UBCI	108000	1527	1,41%	4,51%
Marché	736469	23488	3,19%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

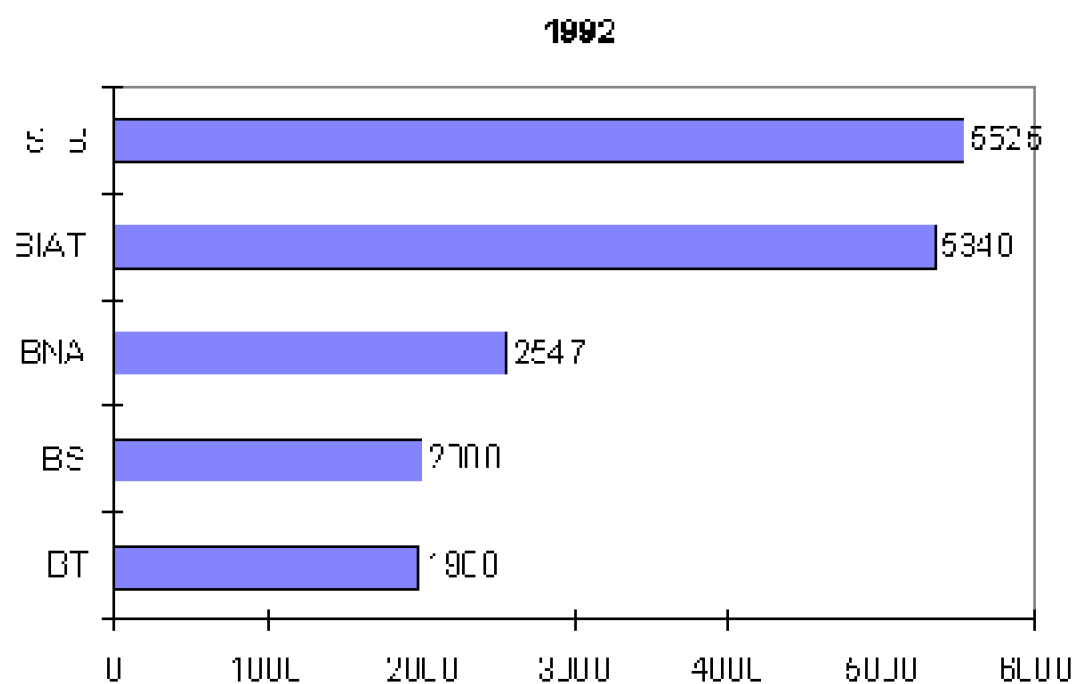
NB : Ce tableau ne tient pas compte de l'action BH qui a été introduite le 17/11/1992.

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
PLCT TSIE	TSIE LEASING	BNDT	BIAT
ASTREE	STOA	ATB	BNA
STIL	SFBT	BS	STB
MOTEUR	BDET	BT	UBCI

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	6834	348	4,51%
Moyenne	24601	560	2,23%
Assez forte	56383	1230	2,03%
Forte	96300	3735	4,01%

Unité: Milliers de dinars

Figure A9: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés



Unité: Milliers de dinars

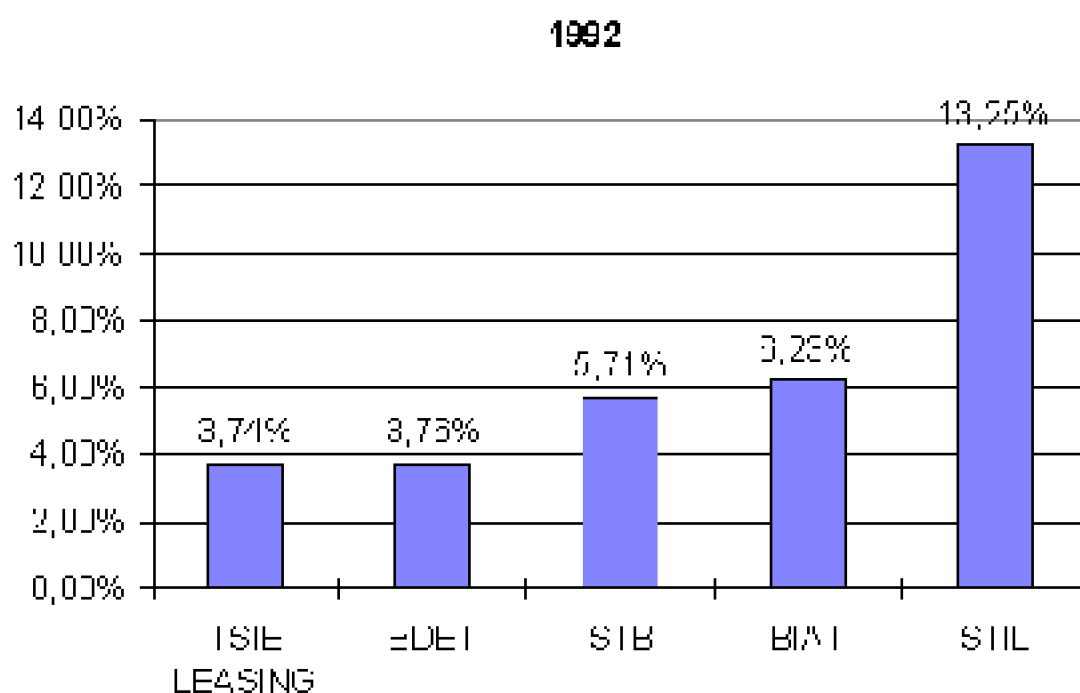


Figure A10: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

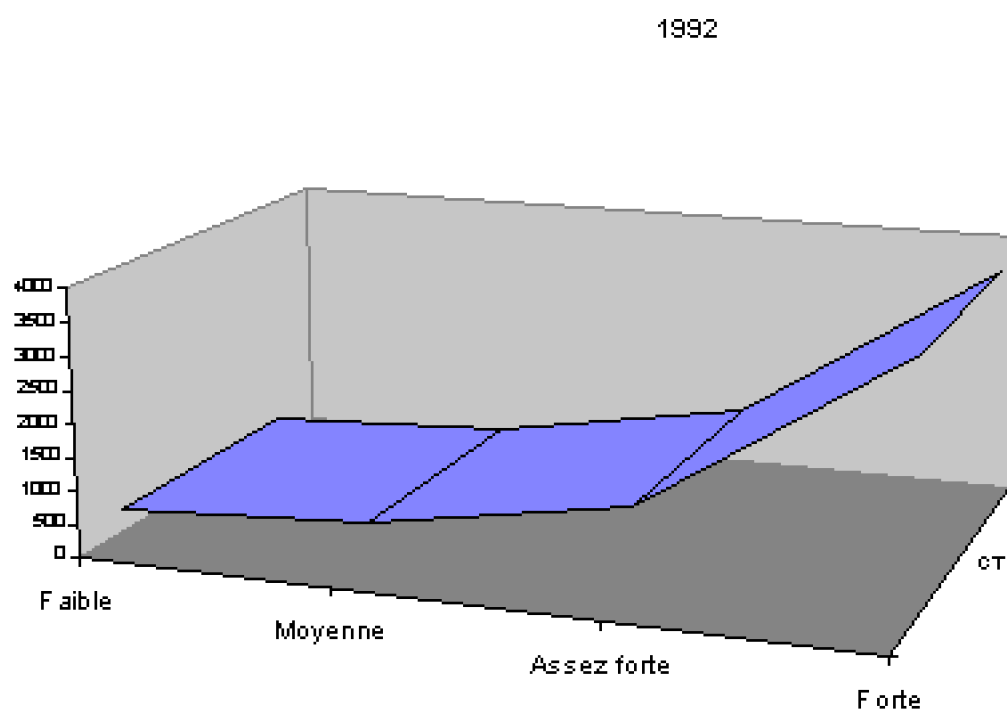


Figure A11: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

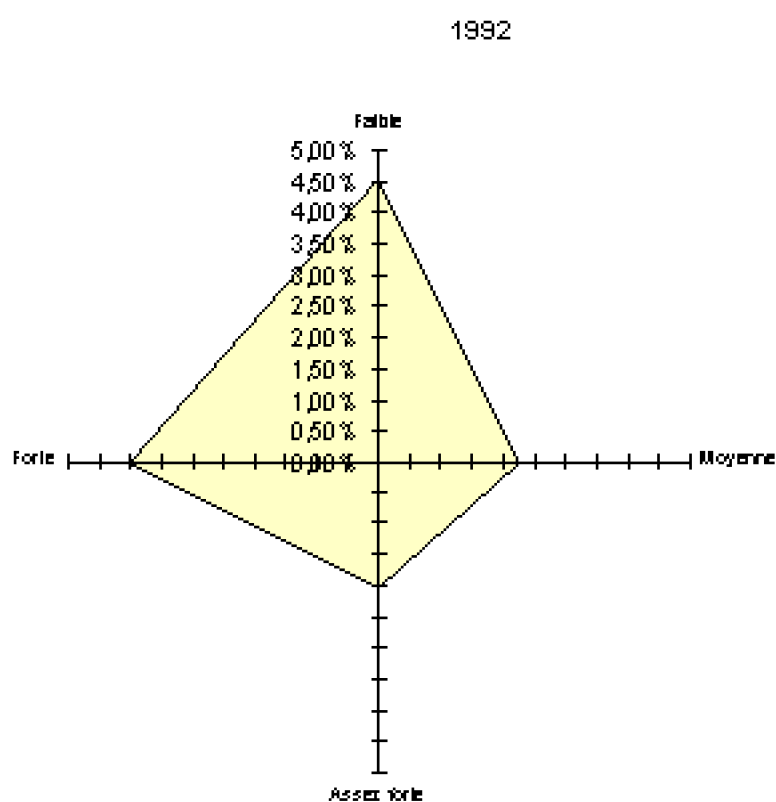


Figure A12: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

Valeurs	<i>CB</i>	<i>CT</i>	<i>TR</i>	<i>PM</i>
ASTREE	5286	205	3,88%	0,46%
ATB	70000	1241	1,77%	2,76%
BDET	56100	1006	1,79%	2,23%
BH	50610	2698	5,33%	5,99%
BIAT	100920	9973	9,88%	22,14%
BNA	102000	2161	2,12%	4,80%
BNDT	41940	726	1,73%	1,61%
BS	74626	2317	3,10%	5,14%
BT	98250	2911	2,96%	6,46%
ICF	30960	4641	14,99%	10,30%
MOTEUR	10950	290	2,65%	0,64%
PLT TSIE	3540	393	11,10%	0,87%
SFBT	29761	224	0,75%	0,50%
STB	92700	3940	4,25%	8,75%
STIL	9300	497	5,34%	1,10%
STOA	31307	46	0,15%	0,10%
TSIE LAIT	11960	1033	8,64%	2,29%
TSIE LEASING	21343	2801	13,12%	6,22%
UBCI	159220	7936	4,98%	17,62%
Marché	1000773	45039	4,50%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
PLCT TSIE	TSIE LEASING	BH	BT
ASTREE	SFBT	BDET	BIAT
STIL	ICF	ATB	BNA
MOTEUR	STOA	BS	UBCI
TSIE LAIT	BNDT	STB	

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	8207	484	6,32%
Moyenne	31062	1688	6,15%
Assez forte	68807	2240	3,25%
Forte	115098	5745	4,99%

Unité: Milliers de dinars

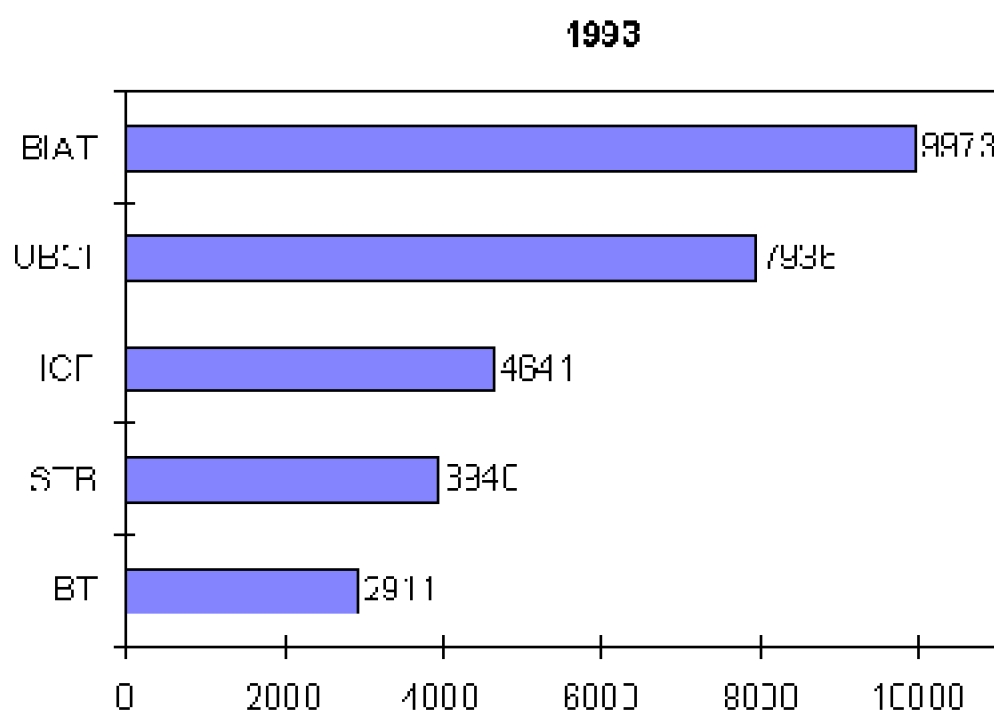


Figure A13: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

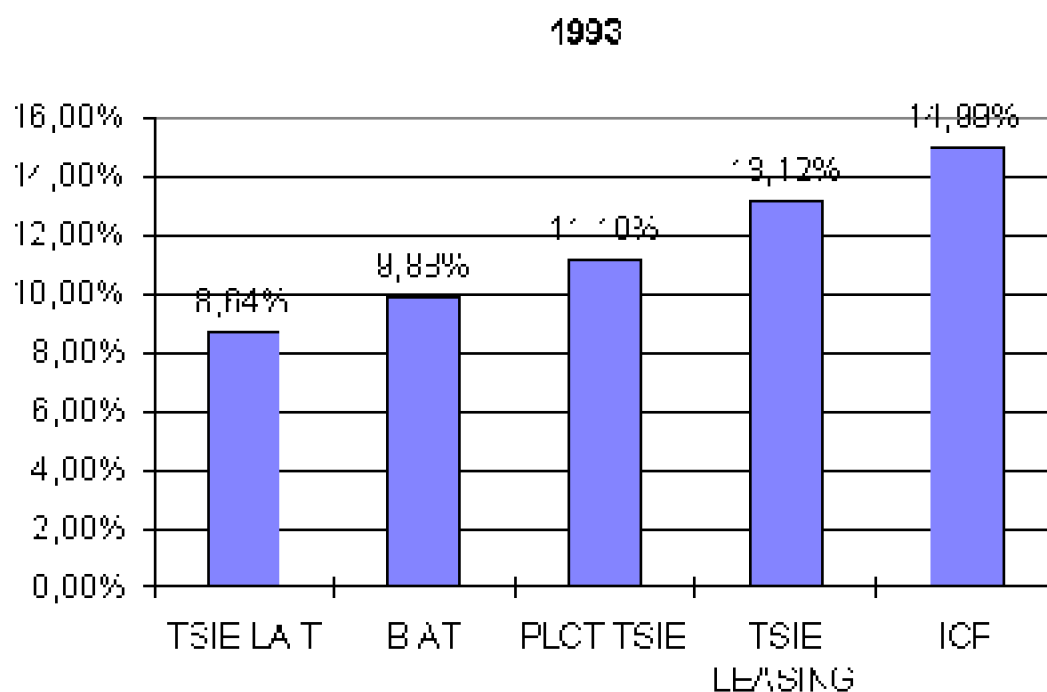


Figure A14: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

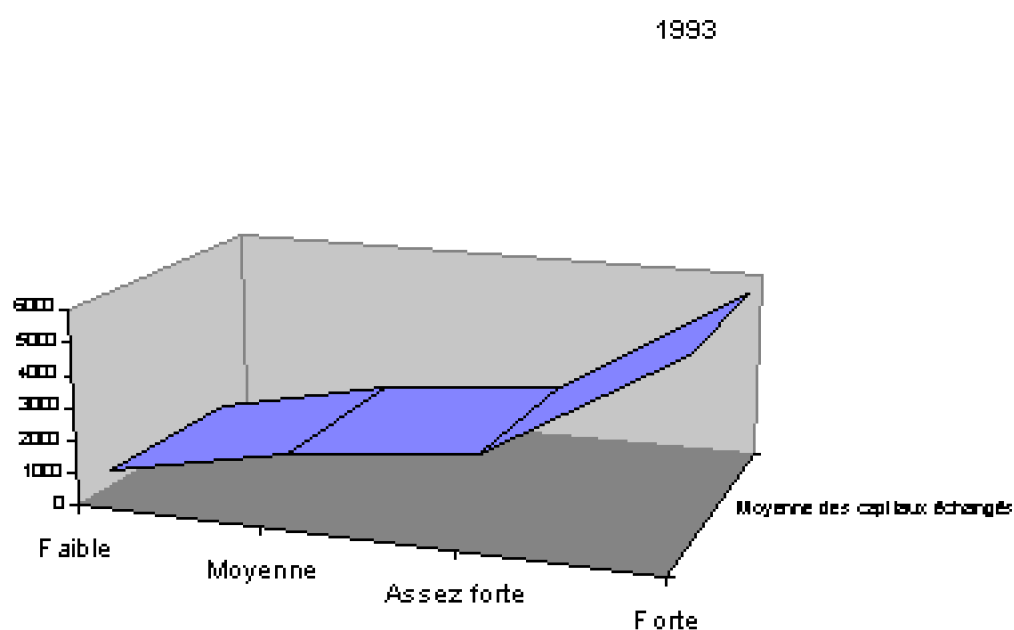


Figure A15: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

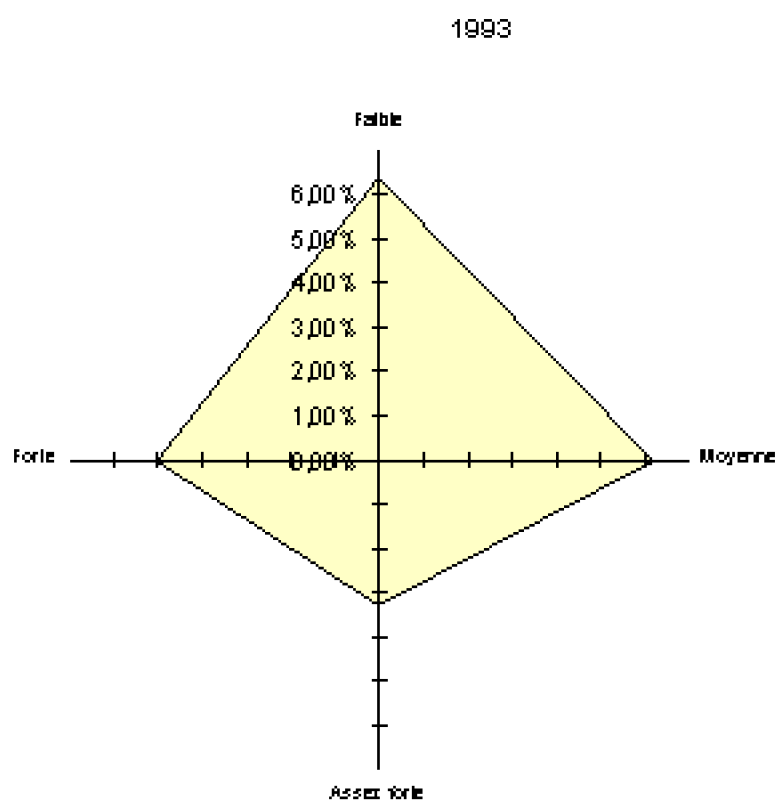


Figure A16: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

Valeurs	CB	CT	TR	PM
AMS	10569	659	6,24%	0,32%
ASTREE	12420	96	0,77%	0,05%
ATB	144200	8302	5,76%	4,06%
BDET	186610	15369	8,24%	7,52%
BH	189000	19476	10,30%	9,53%
BIAT	234000	67902	29,02%	33,23%
BNA	245250	39684	16,18%	19,42%
BNDT	131100	4349	3,32%	2,13%
BS	195840	25927	13,24%	12,69%
BT	204900	10676	5,21%	5,22%
CFCT	174600	6345	3,63%	3,11%
ICF	55800	5547	9,94%	2,71%
MOTEUR	14135	273	1,93%	0,13%
PLCT TSIE	8130	885	10,89%	0,43%
SFBT	60200	391	0,65%	0,19%
STB	231400	31858	13,77%	15,59%
STIL	10000	783	7,83%	0,38%
STOA	51870	289	0,56%	0,14%
TSIE LAIT	12736	4	0,03%	0,00%
TSIE LEASING	56520	15358	27,17%	7,52%
UBCI	295800	17458	5,90%	8,54%
Marché	2525080	204332	8,09%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
PLCT TSIE	MOTEUR	BNDT	BT
STIL	STOA	CFCT	STB
AMS	ICF	BDET	BIAT
ASTREE	TSIE LEASING	BH	BNA
TSIE LAIT	SFBT	BS	UBCI

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	10771	485	5,15%
Moyenne	47705	4372	8,05%
Assez forte	170225	13295	7,41%
Forte	242270	33516	14,02%

Unité: Milliers de dinars

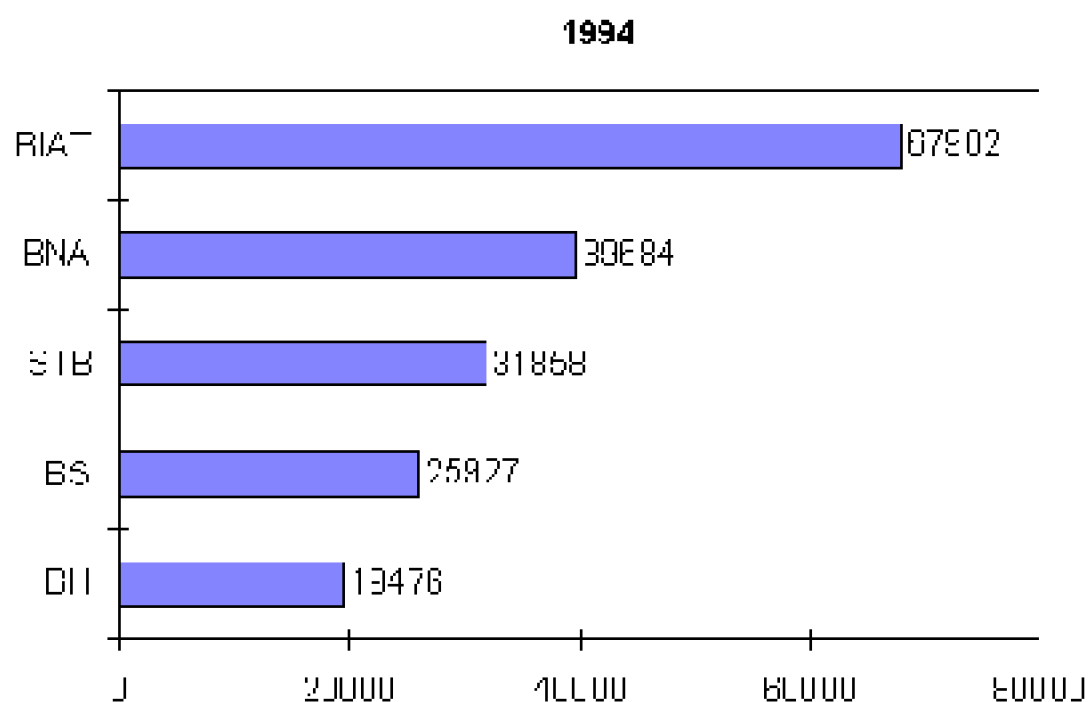


Figure A17: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

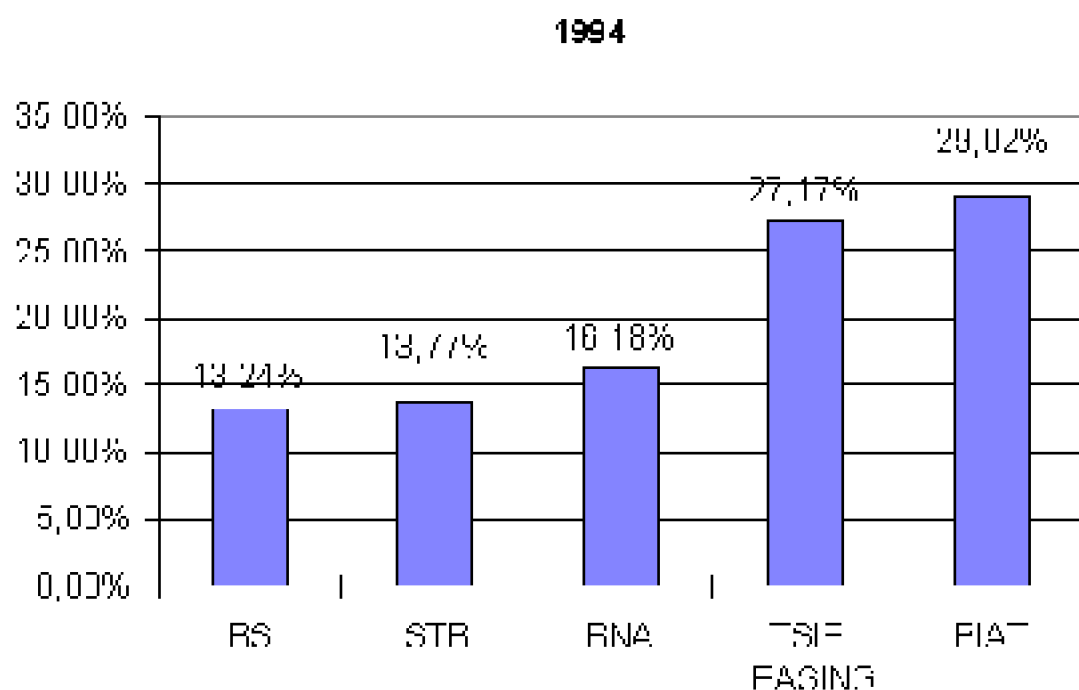


Figure A18: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

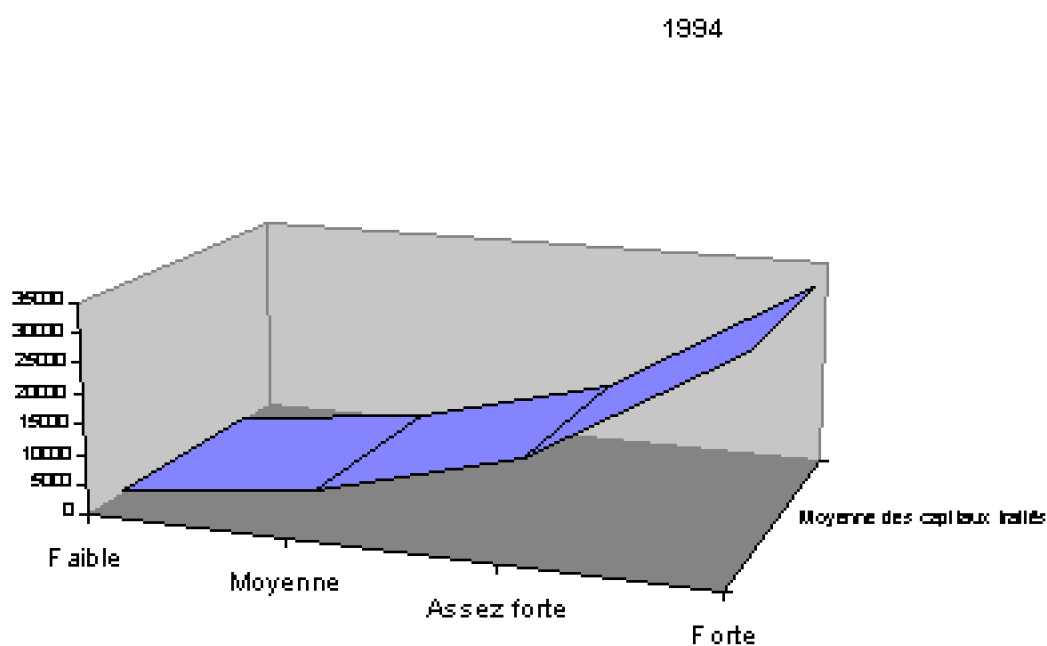
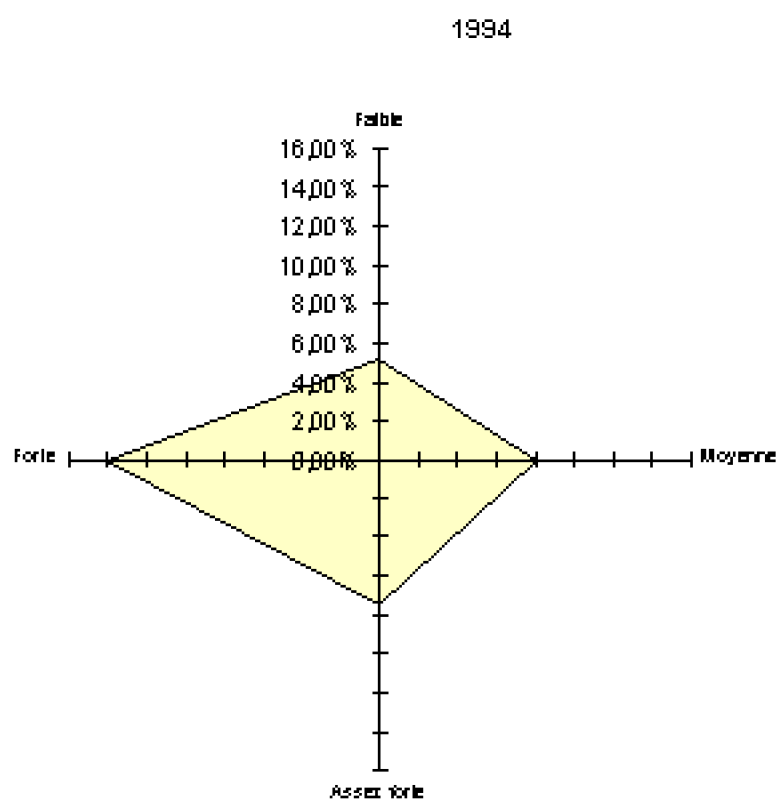


Figure A19: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

Figure A20: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation



La liquidité des marchés boursiers.

Valeurs	<i>CB</i>	<i>CT</i>	<i>TR</i>	<i>PM</i>
AIR LIQUIDE	51515	212	0,41%	0,04%
AMEN BANK	211815	3426	1,62%	0,66%
AMS	18666	9096	48,73%	1,76%
ASTREE	13324	41	0,31%	0,01%
ATB	205752	15248	7,41%	2,95%
BDET	174800	29295	16,76%	5,67%
BH	266140	43238	16,25%	8,37%
BIAT	337009	50981	15,13%	9,87%
BNA	241838	30453	12,59%	5,89%
BNDT	165060	21709	13,15%	4,20%
BS	267850	32122	11,99%	6,22%
BT	270879	18884	6,97%	3,66%
BTEI	26770	16898	63,12%	3,27%
ICF	56498	4977	8,81%	0,96%
MONOPRIX	79978	18710	23,39%	3,62%
MOTEUR	20770	33	0,16%	0,01%
PALM BEACH	58011	7432	12,81%	1,44%
PLCT TSIE	25760	2010	7,80%	0,39%
SFBT	104264	31159	29,88%	6,03%
SPDIT	157150	25278	16,09%	4,89%
STB	379360	65147	17,17%	12,61%
STIL	10880	1142	10,50%	0,22%
TSIE LAIT	20364	625	3,07%	0,12%
TSIE LEASING	62390	14493	23,23%	2,81%
TUNAIR	211230	39003	18,46%	7,55%
UBCI	367750	34647	9,42%	6,71%
Marché	3805822	516259	13,56%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
STIL	BTEI	SPDIT	BH
ASTREE	AIR LIQUIDE	BNDT	BS
AMS	ICF	BDET	BT
TSIE LAIT	PALM BEACH	ATB	BIAT
MOTEUR	TSIE LEASING	TUNAIR	UBCI
PLCT TSIE	MONOPRIX	AMEN BANK	STB
	SFBT	BNA	

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	18294	2158	11,76%
Moyenne	62775	13412	23,09%
Assez forte	195378	23487	12,30%
Forte	314831	40837	12,82%

Unité: Milliers de dinars

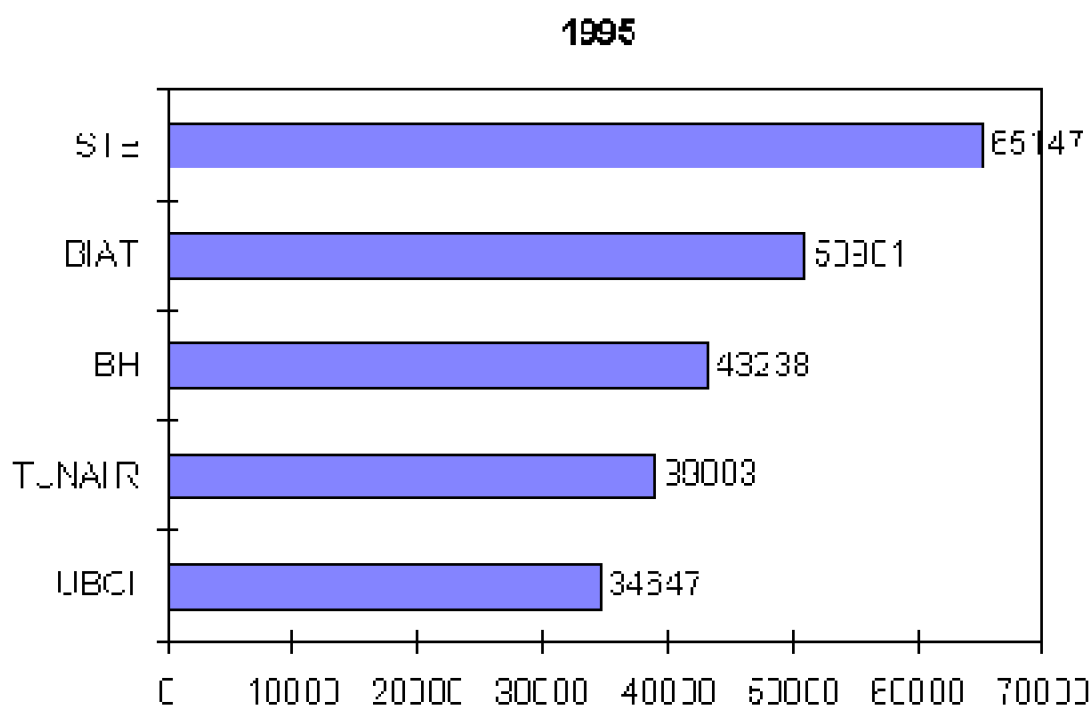


Figure A21: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

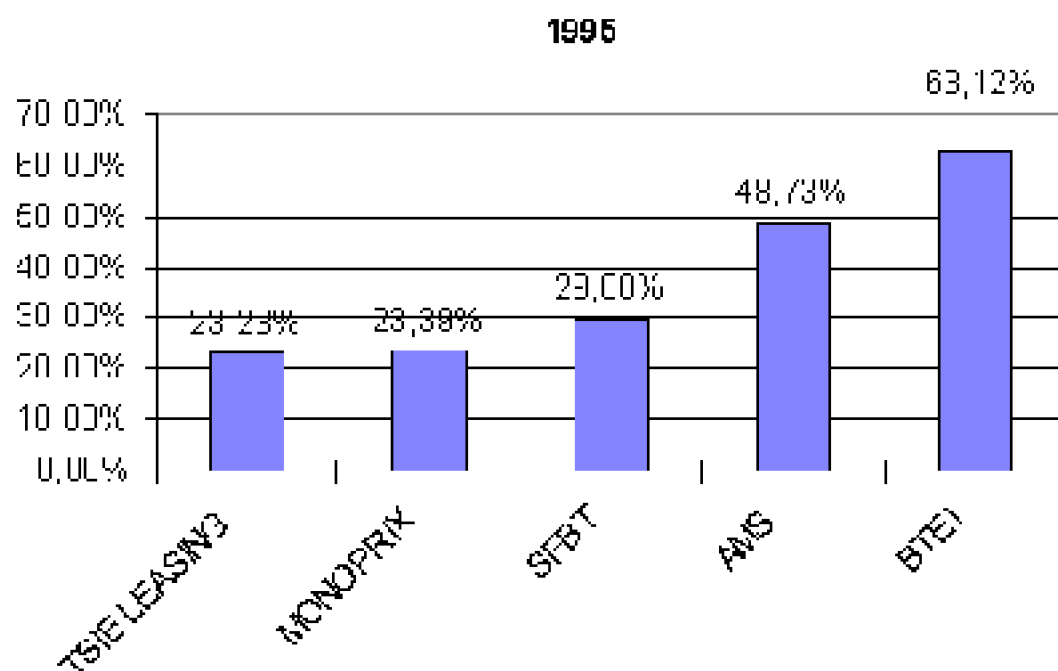


Figure A22: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

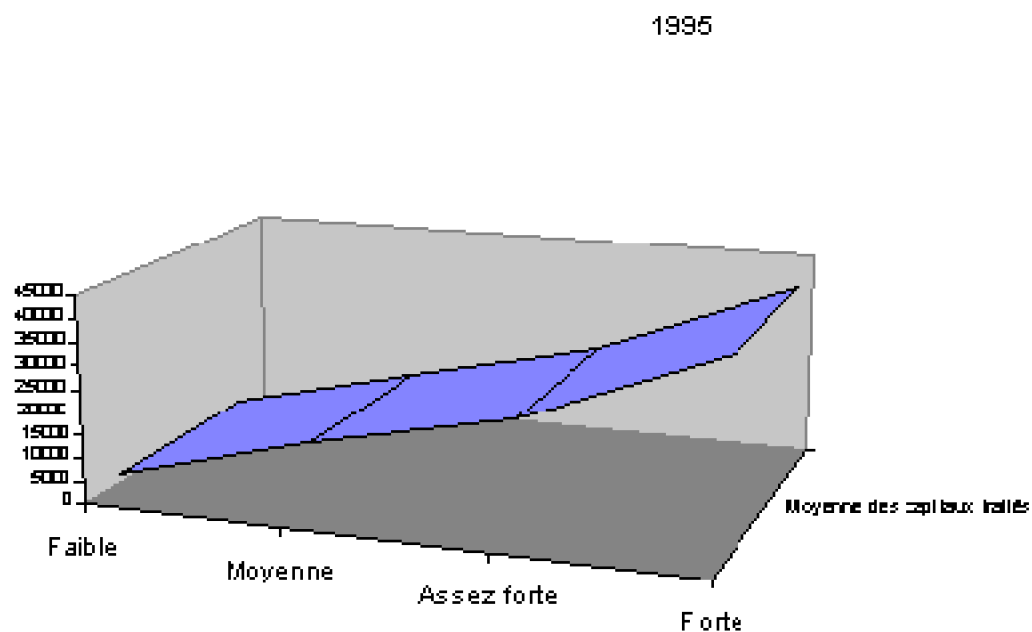


Figure A23: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

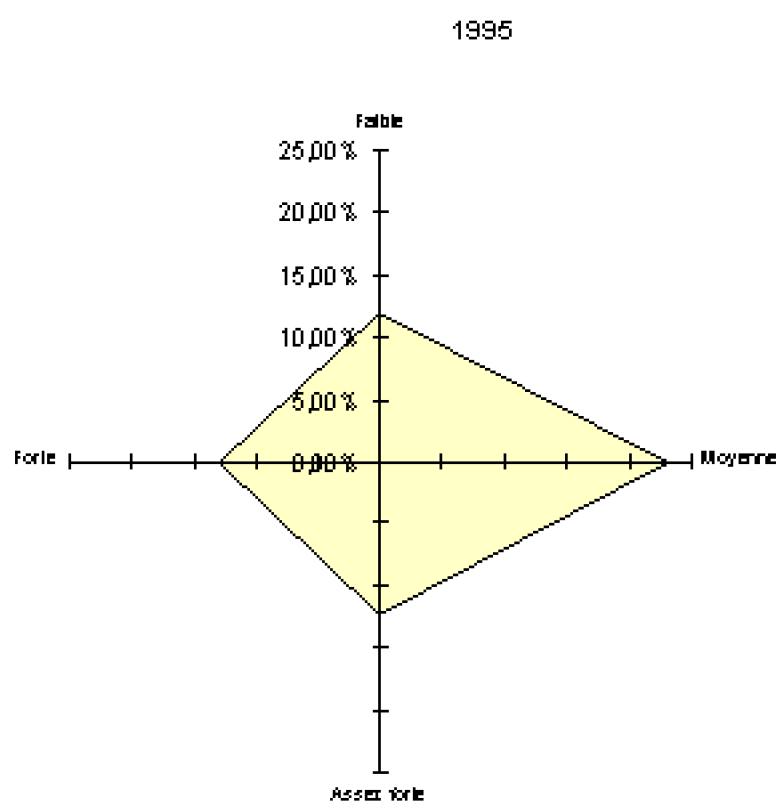


Figure A24: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

La liquidité des marchés boursiers.

Valeurs	CB	CT	TR	PM
AIR LIQUIDE	50423,1	64	0,13%	0,04%
ALKIMIA	58520	5865	10,02%	3,70%
AMEN BANK	246600	1854	0,75%	1,17%
AMS	22652,4	753	3,32%	0,47%
ASTREE	15200	30	0,20%	0,02%
ATB	136560	2198	1,61%	1,39%
BDET	163200	2611	1,60%	1,65%
BH	271110	1121	0,41%	0,71%
BIAT	353760	18884	5,34%	11,91%
BNA	338000	17597	5,21%	11,09%
BNDT	166020	2110	1,27%	1,33%
BS	261000	16168	6,19%	10,19%
BT	157500	5407	3,43%	3,41%
BTEI	22280	9516	42,71%	6,00%
CARTE	31500	4393	13,95%	2,77%
ICF	57186	452	0,79%	0,28%
MONOPRIX	62012	3988	6,43%	2,51%
MOTEUR	14180	338	2,38%	0,21%
PALM BEACH	44930,6	825	1,84%	0,52%
PLCT TSIE	16000	2986	18,66%	1,88%
SFBT	68521,6	3710	5,41%	2,34%
SPCD	28800	2202	7,65%	1,39%
SPDIT	119985,6	2792	2,33%	1,76%
STB	341920	11739	3,43%	7,40%
STIL	14410	18	0,12%	0,01%
TSIE LAIT	16581,5	121	0,73%	0,08%
TSIE LEASING	31000	8697	28,05%	5,48%
TUNAIR	95400	20377	21,36%	12,85%
UBCI	285120	6463	2,27%	4,07%
UIB	83300	5285	6,34%	3,33%
Marché	3573672,8	158564	4,44%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

N.B : Le tableau ci-dessus ne prend pas en considération l'action SIMPAR introduite le 16/12/96

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
MOTEUR	TSIE LEASING	SFBT	AMEN BANK
STIL	CARTE	UIB	BS
ASTREE	PALM BEACH	TUNAIR	BH
PLCT TSIE	AIR LIQUIDE	SPDIT	UBCI
TSIE LAIT	ICF	ATB	BNA
BTEI	ALKIMIA	BT	STB
AMS	MONOPRIX	BDET	BIAT
SPCD		BNDT	

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	18763	1996	9,47%
Moyenne	47939	3469	8,74%
Assez forte	123811	5561	5,42%
Forte	299644	10547	3,37%

Unité: Milliers de dinars

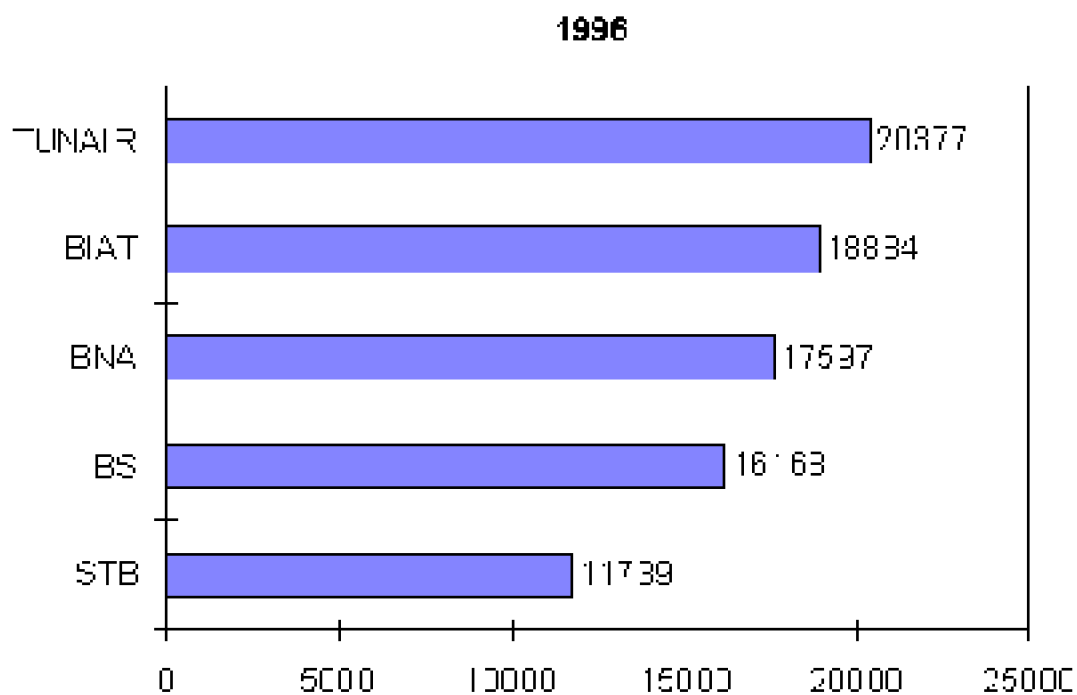


Figure A25: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

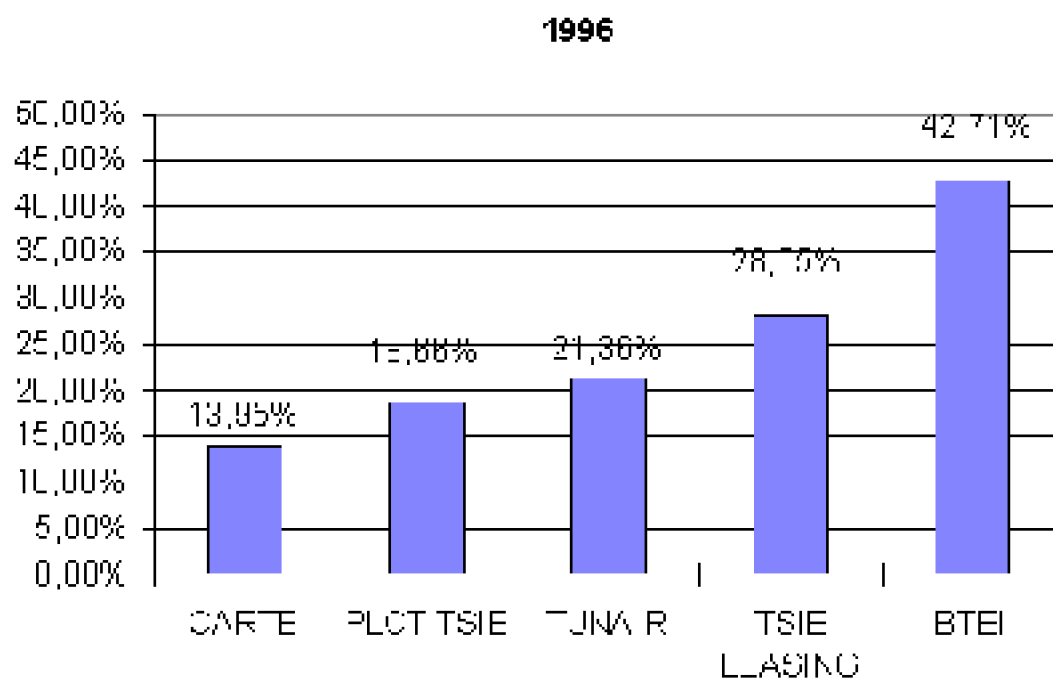


Figure A26: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

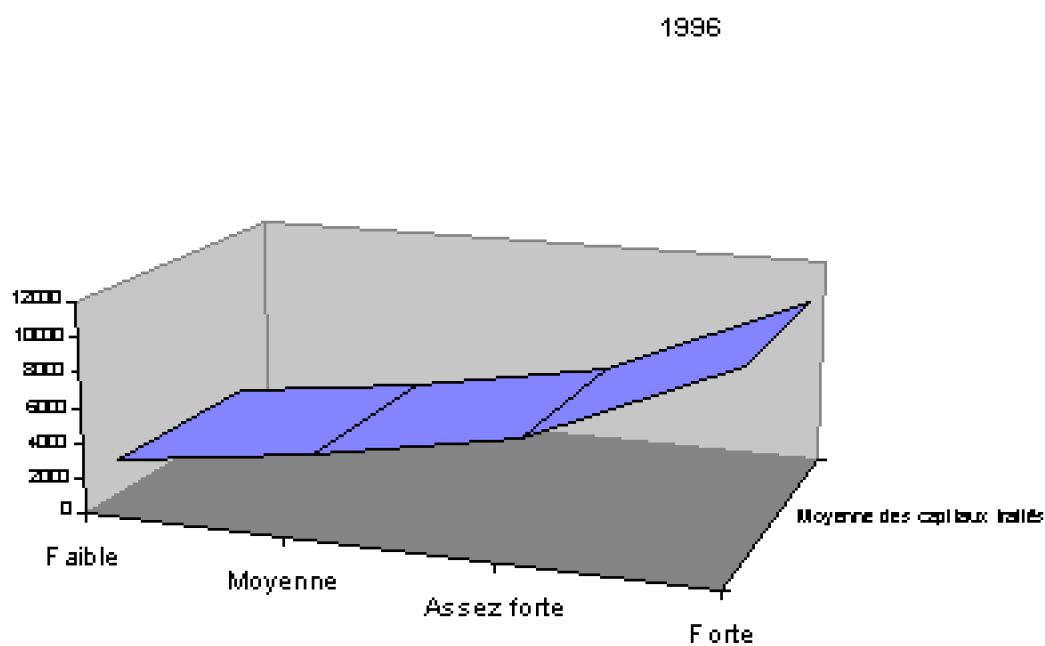


Figure A27: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

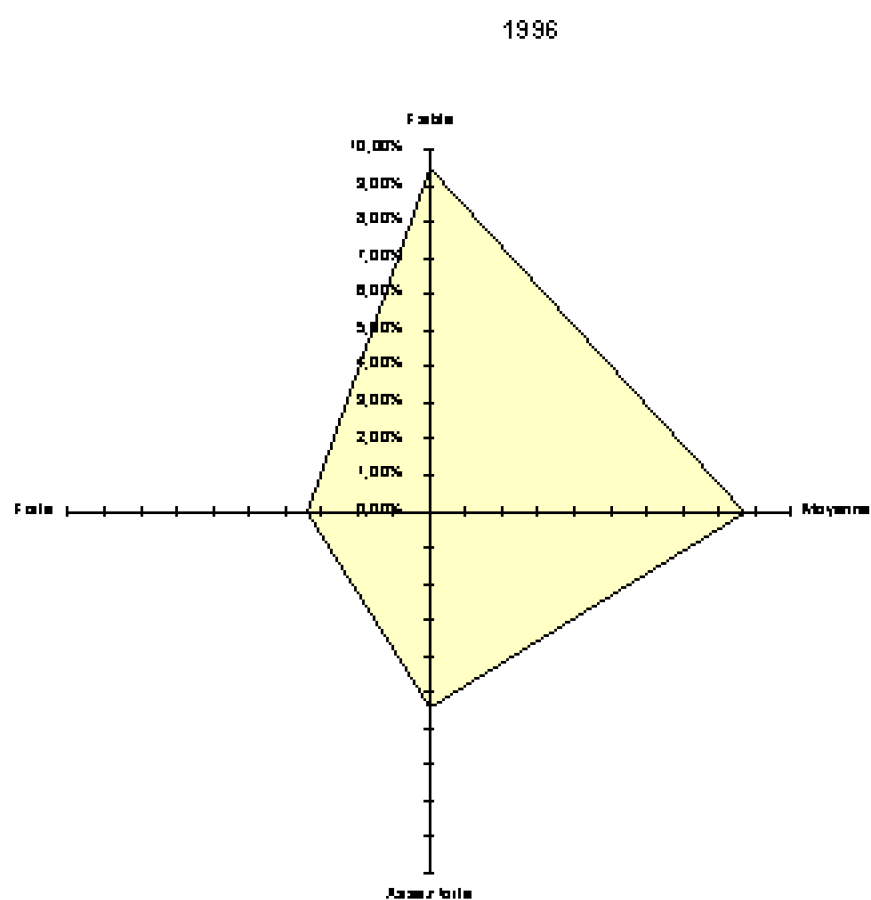


Figure A28: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

La liquidité des marchés boursiers.

Valeurs	CB	CT	TR	PM
AIR LIQUIDE	30849	110	0,36%	0,05%
ALKIMIA	74014	8267	11,17%	3,76%
AMEN BANK	96000	5326	5,55%	2,42%
AMS	6450	791	12,26%	0,36%
ASTREE	18080	87	0,48%	0,04%
ATB	161000	3828	2,38%	1,74%
ATL	16600	1759	10,60%	0,80%
BDET	60000	4845	8,08%	2,20%
BH	104850	6762	6,45%	3,07%
BIAT	186000	33077	17,78%	15,04%
BNA	168000	26309	15,66%	11,96%
BNDT	46200	1449	3,14%	0,66%
BS	148950	7592	5,10%	3,45%
BT	187750	12789	6,81%	5,82%
BTEI	21280	8754	41,14%	3,98%
CARTE	33300	1575	4,73%	0,72%
CIL	12000	2913	24,28%	1,32%
ICF	48600	2573	5,29%	1,17%
MONOPRIX	58090	5309	9,14%	2,41%
MOTEUR	17250	567	3,29%	0,26%
PALM BEACH	26341	1126	4,27%	0,51%
PLCT TSIE	13950	1169	8,38%	0,53%
SFBT	80940	4158	5,14%	1,89%
SIMPAR	10970	600	5,47%	0,27%
SPCD	42600	2149	5,04%	0,98%
SPDIT	48384	2674	5,53%	1,22%
STAR	23940	3488	14,57%	1,59%
STB	192000	15945	8,30%	7,25%
STIL	7300	41	0,56%	0,02%
TSIE LAIT	15964	584	3,66%	0,27%
TSIE LEASING	31280	17661	56,46%	8,03%
TUNAIR	230656	26361	11,43%	11,99%
UBCI	228600	5324	2,33%	2,42%
UIB	81900	3942	4,81%	1,79%
Marché	2530088	219904	8,69%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

N.B: Notons que l'action ATL a été introduite le 02/05/97.

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
AMS	BTEI	SPDIT	BS
STIL	STAR	ICF	ATB
SIMPAR	PALM BEACH	MONOPRIX	BNA
CIL	AIR LIQUIDE	BDET	BIAT
PLCT TSIE	TSIE LEASING	ALKIMIA	BT
TSIE LAIT	CARTE	SFBT	STB
ATL	SPCD	UIB	UBCI
MOTEUR	BNDT	AMEN BANK	TUNAIR
ASTREE		BH	

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	13174	946	7,66%
Moyenne	31974	4539	16,21%
Assez forte	72531	4873	6,79%
Forte	187870	16403	8,72%

Unité: Milliers de dinars

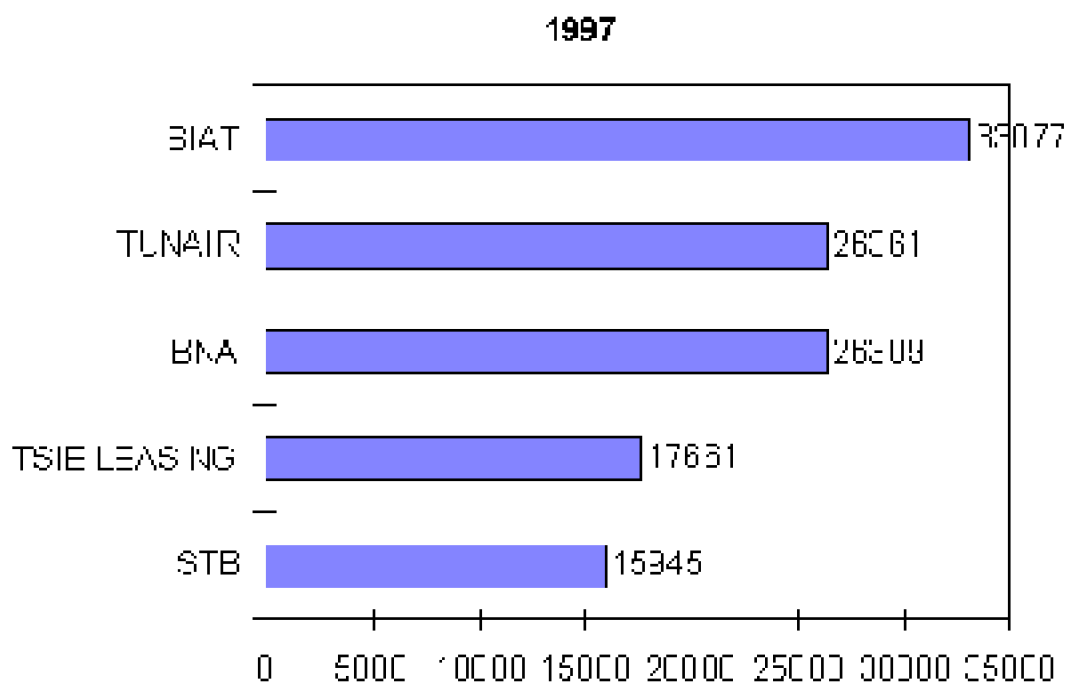


Figure A29: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés

Unité: Milliers de dinars

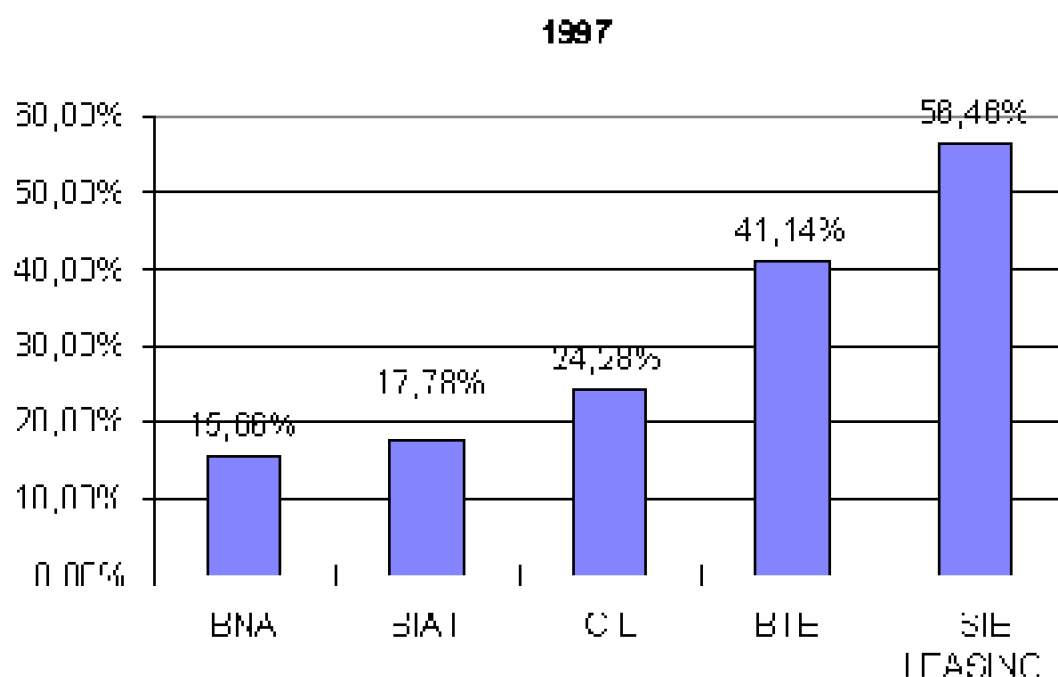


Figure A30: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

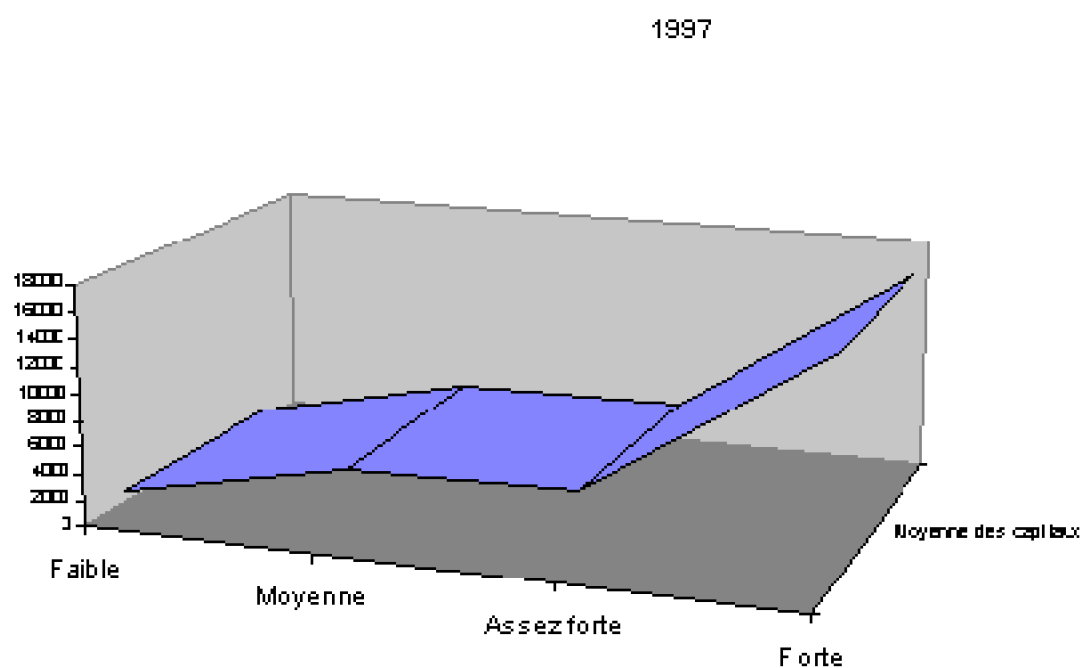


Figure A31: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

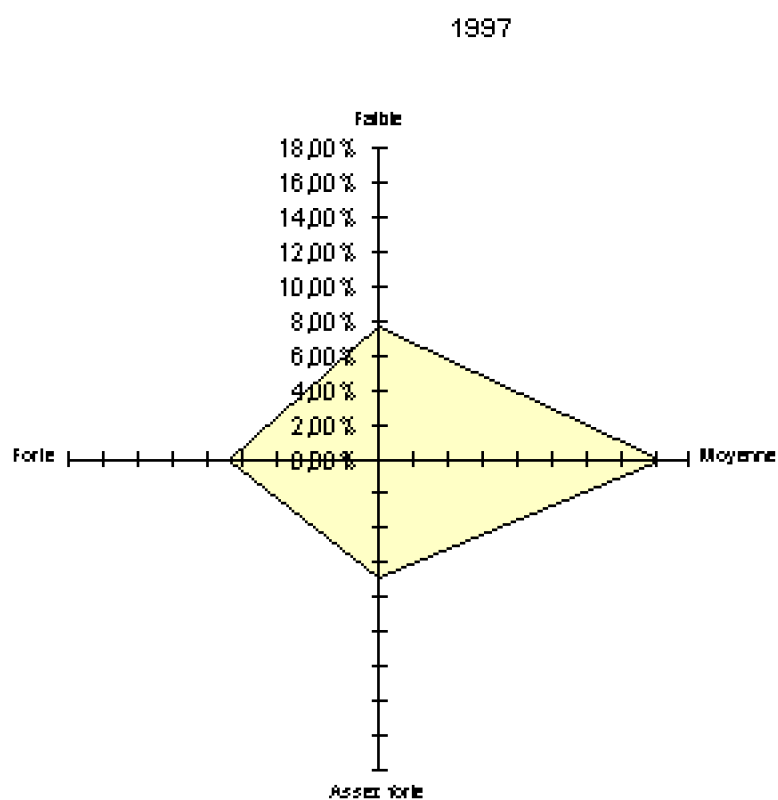


Figure A32: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation

La liquidité des marchés boursiers.

Valeurs	CB	CT	TR	PM
AIR LIQUIDE	40950	79	0,19%	0,13%
AL KIMIA	57602	4574	7,94%	7,83%
AMEN BANK	76000	672	0,88%	1,15%
AMS	10157	295	2,90%	0,50%
ASTREE	19520	254	1,30%	0,43%
ATB	119000	1372	1,15%	2,35%
ATL	17800	2074	11,65%	3,55%
BDET	51400	567	1,10%	0,97%
BH	130000	5214	4,01%	8,92%
BIAT	132000	7213	5,46%	12,34%
BNA	150000	2331	1,55%	3,99%
BNDT	37500	699	1,86%	1,20%
BS	105000	2653	2,53%	4,54%
BT	185000	1756	0,95%	3,01%
BTEI	20100	1716	8,54%	2,94%
CARTE	3810	89	2,34%	0,15%
CIL	12338	731	5,93%	1,25%
ICF	53100	627	1,18%	1,07%
LE MOTEUR	115082	71	0,06%	0,12%
MONOPRIX	13970	1331	9,53%	2,28%
PALM BEACH	22108	435	1,97%	0,74%
PLCT TSIE	13350	749	5,61%	1,28%
SFBT	38737	2565	6,62%	4,39%
SIMPAR	7250	42	0,57%	0,07%
SPCD	50400	993	1,97%	1,70%
SPIDIT-SICAF	48048	867	1,80%	1,48%
STAR	20670	132	0,64%	0,23%
STB	176000	3936	2,24%	6,74%
STIL	2880	5	0,17%	0,01%
TSIE LAIT	13247	233	1,76%	0,40%
TUNAIR	178080	8265	4,64%	14,14%
TUNIVEST	12200	1002	8,21%	1,71%
TUN-LEASING	13500	1463	4,64%	2,50%
UBCI	169560	2029	1,20%	3,47%
UIB	75600	1396	1,85%	2,39%
Marché	220995	58430	2,64%	100,00%

Unité: Milliers de dinars

N.B: Le tableau ci-dessus ne prend pas en considération l'action SITEX dont les

vertu de la loi du droit d'auteur.

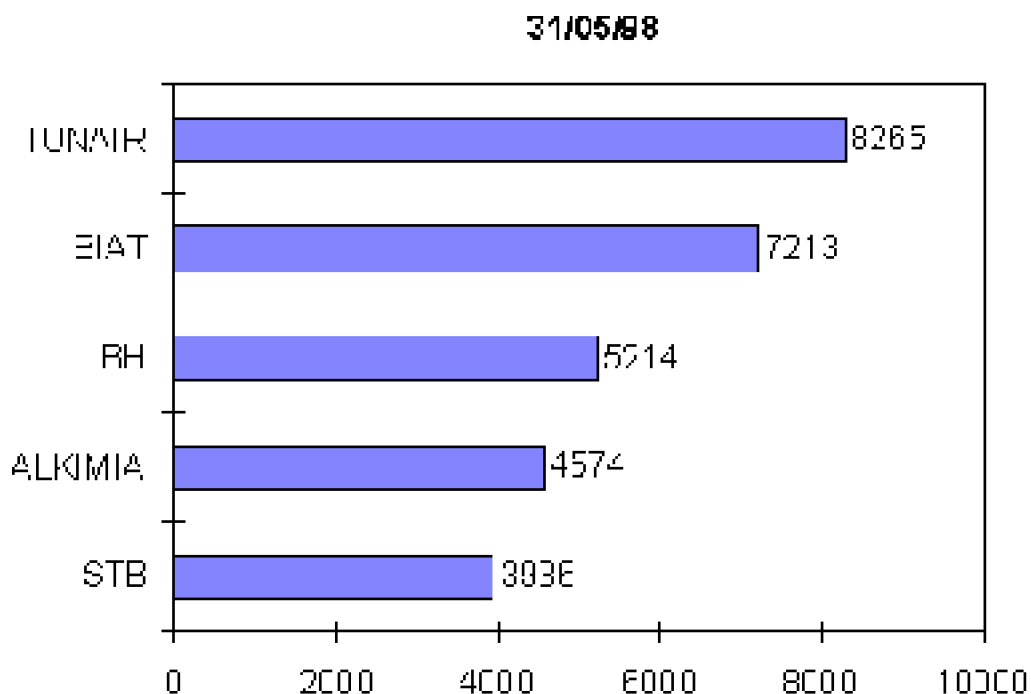
données ne sont pas disponibles.

Faible	Moyenne	Assez forte	Forte
STIL	ATL	SPIDIT-SICAF	ATB
CARTE	ASTREE	SPCD	BH
SIMPAR	BTEI	BDET	BIAT
AMS	STAR	ICF	BNA
TUNIVEST	PALM BEACH	AL KIMIA	UBCI
CIL	TUN-LEASING	UIB	STB
TSIE LAIT	BNDT	AMEN BANK	TUNAIR
PLCT TSIE	SFBT	BS	BT
MONOPRIX	AIR LIQUIDE	LE MOTEUR	

Classe	Moyenne de CB	Moyenne de CT	TRC
Faible	9911	497	4,11%
Moyenne	27654	1046	4,16%
Assez forte	70248	1380	2,15%
Forte	154955	4014	2,65%

Unité: Milliers de dinars

Figure A33: Les valeurs les plus actives en terme de capitaux échangés



Unité: Milliers de dinars

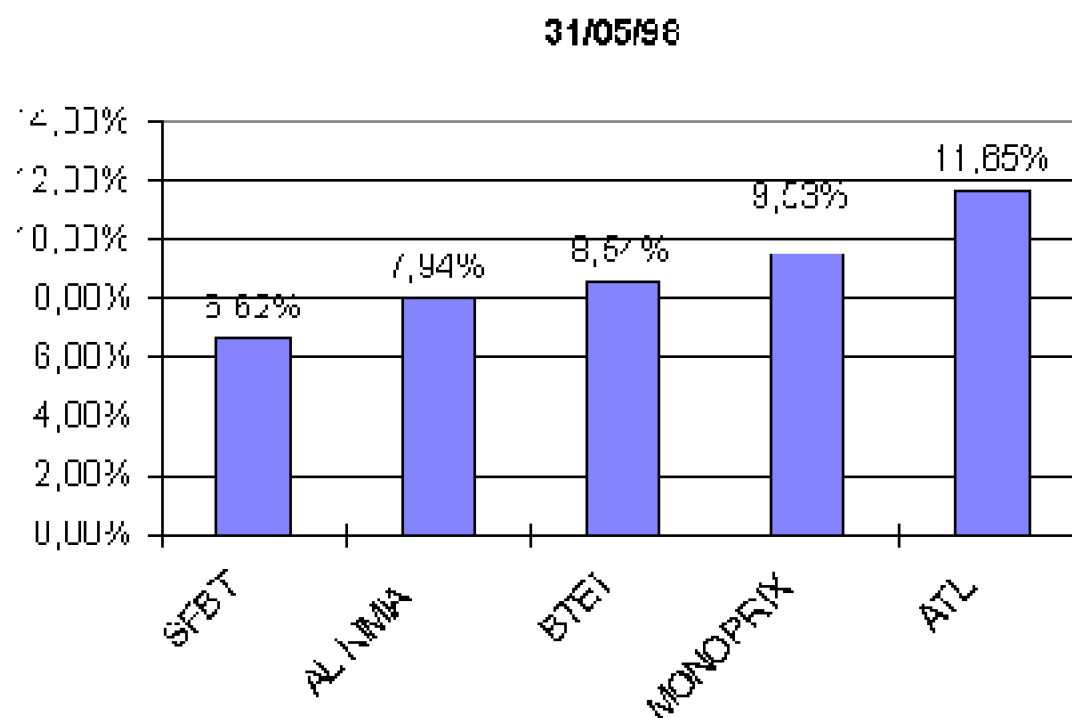


Figure A34: Les valeurs les plus actives en terme de taux de rotation des capitaux

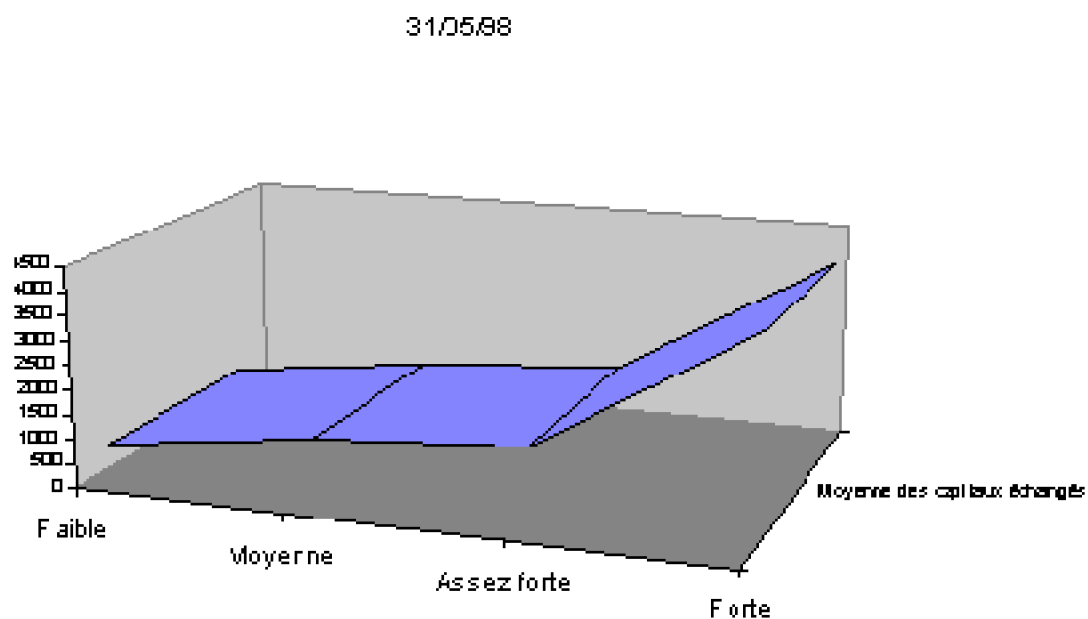


Figure A35: Evolution des capitaux échangés par classe de capitalisation

Unité: Milliers de dinars

31/05/88

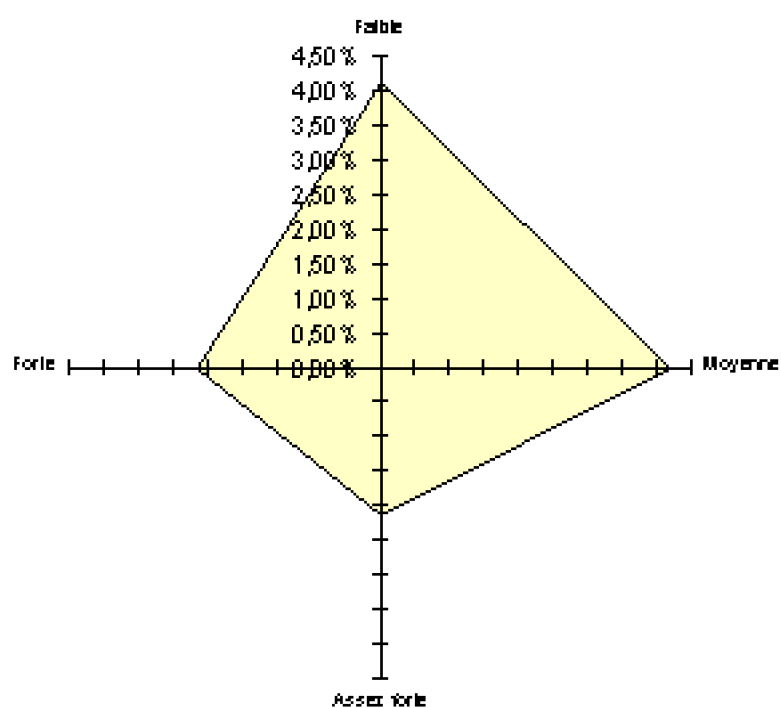


Figure A36: Evolution de la rotation des capitaux par classe de capitalisation