

Marchés Internationaux de capitaux

M₁ FCI

Pr . Touati



Section 1: Notions de base

Marché international des capitaux

- Un marché international des capitaux désigne une plateforme mondiale sur laquelle des entreprises de différents pays négocient des titres, tels que des euro-obligations, dans le cadre réglementaire fourni par des associations comme l'ISMA et l'IPMA.
- Il implique des pratiques standards pour les transactions, les procédures de règlement et la coopération entre les acteurs du marché.

Définitions

- Les opérations financières **nationales** sont « toutes les activités financières réalisées par **un résident** sur son marché local ou dans son pays et **dans sa monnaie** (BRI).
- Les opérations financières internationales sont:
- les opérations **étrangères** classiques qui se traduisent par des transactions **en monnaie nationale avec des non-résidents** ;
- les opérations en devises externes ou eurodevises au sens large qui se traduisent par **des transactions en devises (monnaie étrangère) avec des résidents ou des non-résidents**.

Les opérations financières et internationales

	Résident	Non- Résident
Monnaie nationale ou locale	A	B
Monnaie étrangère ou devise	C	D

Les opérations étrangères

Les opérations en eurodevises au sens large

Les opérations en eurodevises au sens étroit

- *Une eurodevise* est une devise déposée dans une banque ou sur un marché qui n'est pas pays émetteur de la devise (en dehors du pays qui l'a émise)
- Le préfix « euro » émane de **la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord**, situé à Paris et contrôlée par l'Union soviétique qui l'utilisait durant les années 1950 pour placer ses avoirs en dollars issus de la guerre
- un dollar déposé dans une banque située à Londres ou à Tokyo est un eurodollar, quelles que soient les nationalités du déposant et de la banque.

Origine et développement des eurodevises

Origine:

- Le transfert en Europe des avoirs soviétiques : les soviétiques craignaient que leurs avoirs en USD détenus aux USA à la fin des années 50, soient bloqués suite à la guerre froide avec les USA. C'est pourquoi, ils les ont transférés dans des banques installées à Londres et à Paris.
- les restrictions imposées par les autorités américaines pour réduire le déficit de la balance des paiements en limitant les sorties de capitaux : il s'agit essentiellement de la réglementation Q, introduite en 1958, qui interdisait aux banques américaines de rémunérer les dépôts à court terme au delà d'un certain plafond. Ceci a entraîné le transfert des capitaux américains sur l'euromarché où la rémunération était plus élevée.

- Les mesures restrictives prises par la Grande Bretagne, en 1957, quant à l'octroi de crédits en Livre sterling aux non résidents. Les banques ont été incitées donc à disposer de dollars pour les reprêter aux non résidents
- les restrictions sur le mouvement de capitaux imposées par les USA, le 10 juillet 1963, pour remédier au déficit externe et freiner les sorties de capitaux.
- Ces différents événements ont entraîné une demande de dollars à l'extérieur des USA provoquant le développement du marché des euro-devises.
- Le véritable essor date toutefois de des années 1974- 1982 avec le dépôt auprès des eurobanques d'une partie des **pétrodollars des pays exportateurs de pétrole**
- Enfin, la libéralisation croissante des mouvements de capitaux, conjuguée au courant de déréglementation du secteur financier, comptent parmi les facteurs déterminants du développement du marché des eurodevises .

• **Le recyclage des pétrodollars : Des pétrodollars aux eurodollars**

- Le choc pétrolier à partir de 1973 a entraîné un transfert de revenus entre les pays exportateurs et les pays importateurs de pétrole.
- Les premiers ont un niveau de consommation et d'investissement inférieur à leurs richesses, et placent leur épargne excédentaire auprès du système bancaire privé, en particulier sur le marché des eurodollars, qui est devenu, en quelques années, le cœur de la finance internationale. Les pays développés importateurs, quant à eux, ne désirent pas prélever sur leurs réserves de change pour régler leurs factures pétrolières. Ils ont donc recours à l'endettement extérieur. La plupart des pays de l'OCDE connaissent par ailleurs des déficits budgétaires importants.
- Le recyclage des pétrodollars peut donc être considéré comme le début de la globalisation financière avec un fort développement des flux Sud/Nord et Sud/Sud. Les montants traités par les euromarchés ont été multipliés par trois entre 1975 et 1980.

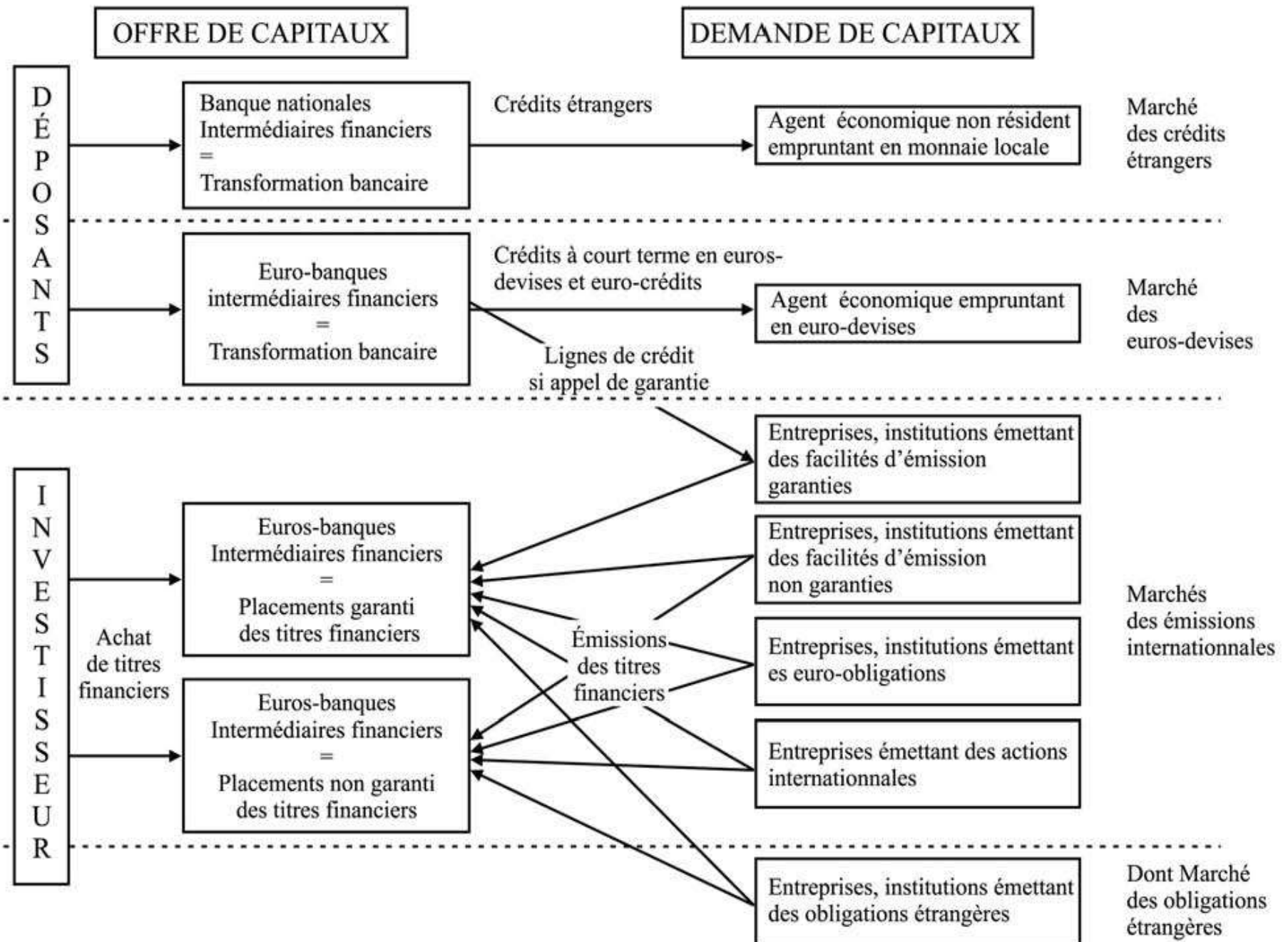
La globalisation financière

- C'est est un processus complexe où se produit l'augmentation des **interdépendances entre les marchés et les acteurs financiers** du monde entier, en s'appuyant sur les flux de capitaux transfrontaliers et sur l'intégration des marchés.
- *le processus de plus en plus poussé de mise en communication des marchés nationaux de capitaux qui conduit à un **marché financier mondial** en voie d'**unification** croissante* (Henri Bourguinat)
- *un processus d'**interconnexion des marchés de capitaux** aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un **marché unifié** de l'argent à l'échelle planétaire.* » (Dominique Plihon) ;

Déterminants de la globalisation financière les « trois D »

- **La déréglementation** : le processus d'assouplissement ou de suppression des réglementations nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux (contrôle des changes, encadrement du crédit..)
- **Le décloisonnement** désigne l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers .
- **La désintermédiation** désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques. Ce mouvement est renforcé par la **titrisation**.

Section 2: Typologie de marchés financiers internationaux



- **1 Le marché des crédits étrangers** : Il correspond aux crédits octroyés en monnaie nationale (locale) par des banques résidentes à des entreprises ou organisations non résidentes.
- **2 Le marché des euro-devises** : Il regroupe les dépôts en euro-devises et les eurocrédits accordés à partir de ceux-ci. Il est constitué par les échanges entre les banques, appelées eurobanques, qui acceptent les dépôts en eurodevises et accordent des crédits en eurodevises.
- **3 Le marché international des émissions**, qui peut se décomposer lui-même en trois parties : **le marché des facilités d'émissions garanties ou non garanties**, **Le marché des euro-obligations** et **Le marché des actions internationales**
- **4 Le marché des obligations étrangères**

Le marché international des émissions

- 1. le marché des facilités d'émissions garanties ou non garanties** (programme d'émission à court, moyen et long terme de papier commercial ou de billets de trésorerie « notes »). Ce marché mélange des caractéristiques des marchés euromonétaires, des euro-crédits et des euro-obligations,
- 2. le marché des euro-obligations**, qui regroupe les obligations dont l'achat est financé par des euro-devises. L'émission d'euro-obligations (euro-émission) est montée et placée par un syndicat de banques le plus souvent multinational. Les euro-émissions alimentent un vaste marché secondaire d'euro-obligations,
- 3. le marché des actions internationales**. Ce sont des actions placées par des syndicats internationaux de banques, dont l'achat est financé par des eurodevises.

Le marché des obligations étrangères.

- Une obligation étrangère est une obligation émise sur une place financière par une entreprise ou une institution non résidente, libellée dans la monnaie de la place financière. Au sens strict, l'émission et le placement se font sur un marché national et non plus sur le marché international. Le caractère international est lié au fait que, normalement dans ce type d'émission, l'émetteur et le souscripteur n'ont pas la même nationalité.

• *Les émissions d'euro-obligations*

- Une euro-obligation est un instrument du marché des capitaux d'emprunt émis dans une euro-monnaie par un syndicat de banques émettrices et de maisons de titres et distribué à l'échelle internationale lors de son émission, c'est-à-dire vendu dans plusieurs pays d'émission et ensuite négocié par les participants du marché dans plusieurs centres financiers internationaux.

Cependant, les obligations étrangères sont des instruments du marché des capitaux d'emprunt émis par des emprunteurs étrangers sur le marché obligataire national d'un autre pays

L'euro-obligation est caractérisée par deux éléments fondamentaux.

- 1 l'émission d'obligations en devises convertibles, représentant une créance sur l'entité émettrice.
- 2 la participation d'un syndicat international de banques¹⁰ qui sert d'intermédiaire entre l'émetteur et les investisseurs finaux.

Le chef de file («lead manager»)

Le groupe de direction («management group»)

Les preneurs fermes («underwriters») et le syndicat de garantie («underwriting syndicate»)

Le groupe de placement («selling group»)

Le chef de file

Il doit s'informer des tempéraments des divers marchés et des intentions d'émission des entités emprunteuses. Il recherche ensuite les emprunteurs dans le but d'obtenir le mandat de préparer une euroémission. Il doit s'assurer de la qualité de l'émetteur, et de son crédit

Si l'émetteur possède une cote («rating») de AAA à BBB établi par Standard and Poor's ou par Moody's, sa signature est de valeur sûre. Pour les autres, le chef de file doit recourir aux critères établis par le marché afin de déterminer la qualité de l'émetteur, à savoir le nom, la taille et la fréquence d'appel au marché.

S'il est satisfait, il entre ensuite en contact avec le client et effectue des propositions sur les caractéristiques des titres qui seront placés. Il adresse ensuite une lettre d'intention à l'émetteur décrivant le cadre général dans lequel les opérations peuvent être montées.

Dans un dernier temps, il supervise de façon générale l'émission et s'assure de la rapidité d'exécution de toutes les opérations. Il dirige la formation du groupe de direction, du syndicat de garantie et du groupe de placement. Il surveille le marché secondaire et intervient afin d'assurer la stabilité du titre nouvellement émis.

Le groupe de direction («management group»)

Le groupe de direction : IL est formé par le chef de file et un groupe d'institutions (co-chef de file).

Les co-chefs de file sont des institutions financières importantes du marché de par leur taille et leur réputation. Ils participent à l'établissement des conditions définitives de l'émission. **Ils garantissent souvent de manière ferme la souscription d'un montant substantiel de l'émission¹³.**

Les preneurs fermes («underwriters») et le syndicat de garantie («underwriting syndicate»)

Ce sont de grandes banques, possédant une expérience internationale et une vaste clientèle auprès de laquelle elles peuvent placer les titres, assument le rôle de preneur ferme. Le marché euro-obligataire exige que ces banques soient originaires de diverses régions du monde. Récemment, les institutions financières japonaises et arabes, parallèlement aux banques américaines et européennes, ont joué un rôle croissant sur le marché.

Avec le groupe de direction, les preneurs fermes forment le syndicat de garantie. Le rôle du syndicat de garantie est **d'assurer à l'emprunteur qu'il recevra les fonds** correspondant à l'émission quel que soit l'accueil du marché. Au cas où l'émission n'est pas entièrement placée, **les preneurs fermes ont l'obligation d'acheter les titres au prorata de leur engagement.**

Le groupe de placement («selling group»)

Le groupe de placement est composé des banques du syndicat de garantie, auquel se joignent parfois d'autres institutions dont le rôle est uniquement de placer auprès des investisseurs finaux les titres qu'elles ont acquis du syndicat.

Dans certains cas, cette appellation ne désigne que les banques exerçant le rôle de placement. Ces dernières sont généralement de petites institutions qui font leur début sur le marché euro-obligataire. Elles n'assument aucune portion de la prise ferme et sont rémunérées sur une base de commission. Il est possible qu'une seule institution financière assume les trois rôles de direction, de prise ferme et de placement..

Section 3: Structure, intervenants et organisation des marchés financiers internationaux

- Le marché sur lequel les résidents de différents pays échangent des actifs est appelé marché international des capitaux. Le marché international des capitaux n'est pas vraiment un marché unique ; il s'agit d'un groupe de marchés étroitement interconnectés sur lesquels ont lieu des échanges d'actifs ayant une dimension internationale. Les transactions internationales de devises ont lieu sur le marché des changes, qui constitue une partie importante du marché international des capitaux.
- Les principaux acteurs du marché international des capitaux sont les mêmes que ceux du marché des changes : banques commerciales, grandes entreprises, institutions financières non bancaires, banques centrales et autres organismes gouvernementaux. Et, comme le marché des changes, les activités du marché international des capitaux se déroulent dans un réseau de centres financiers mondiaux reliés par des systèmes de communication sophistiqués. Les actifs négociés sur le marché international des capitaux comprennent toutefois les actions et obligations de différents pays, en plus des dépôts bancaires libellés dans leurs devises.

L' Association internationale des marchés de valeurs mobilières (ISMA)

- L'ISMA est un organisme d'autorégulation basé à Zurich dont les membres (de plus de 60 pays) sont des sociétés qui opèrent sur les marchés internationaux des valeurs mobilières. Elle était, à l'origine, connue sous le nom d'Association of International Bond Dealers. L'organisme fournit un cadre réglementaire pour les marchés internationaux et établi des pratiques uniformes qui régissent presque toutes les transactions en euro-obligations entre ses membres. L'ISMA a également :
- a introduit une méthode standard de calcul des rendements des euro-obligations ;
- a contribué à l'harmonisation des procédures de règlement des transactions de marché et à la coopération entre les deux principaux organismes de règlement, Euroclear et Cedel ;
- a introduit TRAX, un système informatisé de mise en correspondance et de reporting des transactions sur le marché.
- Les négociants sur les marchés internationaux doivent coopérer avec les gouvernements nationaux et veiller à ce que les pratiques du marché soient conformes aux lois nationales. L'ISMA constitue un point de contact entre les marchés et les organismes gouvernementaux. Le centre ISMA de l'Université de Reading en Angleterre s'est également imposé comme un organisme de recherche de premier plan, se concentrant sur les marchés financiers et les marchés des valeurs mobilières, et proposant des masters dans une gamme de sujets liés aux marchés des capitaux.

L' Association internationale du marché primaire

- L' IPMA est une association professionnelle des principaux souscripteurs sur les marchés financiers internationaux primaires . C'est également une association d'autorégulation qui a publié des directives pratiques qu'elle attend de ses membres. Elle s'intéresse plus particulièrement aux nouvelles émissions, à la coopération entre souscripteurs au sein d'un syndicat et à la documentation standardisée. Les membres de l'IPMA sont tenus d'adhérer à l'ISMA. Les recommandations de l'IPMA s'appliquent aux nouvelles émissions et portent sur des questions telles que :
 - ■divulgation anticipée des conditions d'une émission ;
 - ■engagements de souscription ;
 - ■attributions de titres à des investisseurs ;
 - ■paiement de commissions;
 - ■livraison de certificats d'obligations/d'actions ;
 - ■offres à prix fixe et programmes de réoffre.
- L'IPMA a également publié des déclarations de bonnes pratiques sur des sujets relatifs à une série de procédures d'émission.

La classification organisationnelle distingue les marchés organisés des marchés de gré à gré.

Un **marché organisé** (ou marché réglementé d'instruments financiers) est un lieu de négociation où le processus de formation des prix et le mécanisme confrontation des offres et des demandes (ordres de vente et d'achat) obéissent à des règles approuvées par un régulateur. Généralement, les contrats sont standardisés et des facilités de compensation centralisées (**chambre de compensation**) facilitent la bonne fin de l'opération en veillant au respect des engagements des acheteurs et des vendeurs.

Les marchés réglementés (Euronext, Nyse Euronext, NASDAQ, New York Mercantile Exchange-NYMEX, l'IntercontinentalExchange-ICE, etc.) facilitent donc la rencontre des offreurs et demandeurs de titres financier

Un **marché de gré à gré** est un lieu où l'acheteur et le vendeur sont mis directement en relation. Une opération est traitée « de gré à gré » (over the counter, OTC) dès que deux contractants s'entendent et négocient en dehors de tout marché organisé. Les participants à l'échange traitent alors directement entre eux, par téléphone ou voie informatique ce qui offre une plus grande souplesse aux professionnels de la finance pour ajuster le terme d'une transaction et permettent de réduire les frais de gestion des opérations. Toutefois, le **risque de contrepartie** (cf. un acheteur qui ne paie pas ou un vendeur qui ne livre pas les titres) ou les **risque de crédit** suite à la défaillance de l'une des parties à la transaction y sont élevés.

La structure du marché international des capitaux

- 1. Les banques commerciales : sont au centre du marché international des capitaux, non seulement parce qu'elles gèrent le mécanisme des paiements internationaux, mais aussi en raison de la vaste gamme d'activités financières qu'elles entreprennent. Le passif des banques se compose principalement de dépôts à échéances diverses, tandis que leurs actifs se composent en grande partie de prêts (aux entreprises et aux gouvernements), de dépôts auprès d'autres banques (dépôts interbancaires) et d'obligations. Les banques multinationales sont également fortement impliquées dans d'autres types de transactions d'actifs. Par exemple, les banques peuvent souscrire à des émissions d'actions et d'obligations d'entreprises en acceptant, contre rémunération, de trouver des acheteurs pour ces titres à un prix garanti. L'un des faits clés du secteur bancaire international est que les banques sont souvent libres de poursuivre à l'étranger des activités qu'elles ne seraient pas autorisées à poursuivre dans leur pays d'origine. Ce type d'asymétrie réglementaire a stimulé la croissance du secteur bancaire international au cours des 40 dernières années.
- 2. Entreprises. Les entreprises, en particulier celles qui ont des activités multinationales comme Coca-Cola, IBM, Toyota et Nike, financent généralement leurs investissements en puisant dans des sources de financement étrangères. Pour obtenir ces fonds, les entreprises peuvent vendre des actions, ce qui donne aux propriétaires un droit de participation dans les actifs de l'entreprise, ou recourir au financement par emprunt. Le financement par emprunt prend souvent la forme d'emprunts auprès de banques internationales ou d'autres prêteurs institutionnels ; lorsqu'un emprunt à plus long terme est souhaité, les entreprises peuvent vendre des instruments de dette d'entreprise sur le marché international des capitaux. Les entreprises libellent souvent leurs obligations dans la monnaie de la place financière dans laquelle les obligations sont proposées à la vente. Cependant, de plus en plus, les entreprises ont adopté de nouvelles stratégies de dénomination qui rendent leurs obligations attrayantes pour un plus large éventail d'acheteurs potentiels.

- 3. ~~Institutions financières non bancaires.~~ Les institutions non bancaires telles que les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds communs de placement et les fonds spéculatifs sont devenues des acteurs importants sur le marché international des capitaux car elles se sont tournées vers des actifs étrangers pour diversifier leurs portefeuilles. Les banques d'investissement telles que Credit Suisse, Goldman Sachs et Lazard Frères, qui ne sont pas des banques, sont particulièrement importantes. Elles sont spécialisées dans la souscription de ventes d'actions et d'obligations par des entreprises et (dans certains cas) des gouvernements. En 1933, les banques commerciales américaines se sont vues interdire toute activité de banque d'investissement aux États-Unis (et la plupart des autres transactions nationales impliquant des actions et des obligations d'entreprises), bien que le gouvernement américain soit en train d'assouplir certaines de ces barrières. Mais les banques commerciales américaines sont depuis longtemps autorisées à participer à des activités de banque d'investissement à l'étranger, et des banques telles que Citicorp et J.P. Morgan Chase ont rivalisé avec les banques d'investissement plus spécialisées

- 4. Les banques centrales et autres agences gouvernementales. Les banques centrales interviennent régulièrement sur les marchés financiers internationaux par le biais d'interventions sur les marchés des changes. En outre, d'autres agences gouvernementales empruntent fréquemment à l'étranger. Les gouvernements des pays en développement et les entreprises publiques ont emprunté des sommes importantes auprès des banques commerciales étrangères.

Le rôle de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs

- L'OICV a été créée en 1983. Ses membres régulent plus de 95 % des marchés mondiaux de valeurs mobilières dans plus de 130 juridictions : les organismes de réglementation des valeurs mobilières des marchés émergents représentent 75 % de ses membres ordinaires.

- Les objectifs et principes de l'OICV en matière de réglementation des valeurs mobilières ont été approuvés à la fois par le G20 et le CSF comme normes pertinentes dans ce domaine. Ce sont les principes fondamentaux qui guident l'OICV dans l'élaboration et la mise en œuvre de normes internationalement reconnues et cohérentes en matière de réglementation, de surveillance et d'application. Ils constituent la base de l'évaluation du secteur des valeurs mobilières pour les programmes d'évaluation du secteur financier (FSAP) du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale.

- En fournissant une assistance technique, une éducation, une formation et des recherches de haute qualité à ses membres et à d'autres régulateurs, l'OICV cherche à construire des marchés de capitaux mondiaux solides et un cadre réglementaire mondial solide

- **L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs** est l'organisme international qui rassemble les organismes de réglementation des valeurs mobilières du monde entier et est reconnue comme l'organisme de normalisation mondial pour le secteur des valeurs mobilières. L'OICV élabore, met en œuvre et promeut l'adhésion aux normes internationalement reconnues en matière de réglementation des valeurs mobilières. Il travaille intensivement avec le G20 et le Conseil de stabilité financière (FSB) sur le programme mondial de réforme de la réglementation.

- **Ses objectifs sont :**
- coopérer à l'élaboration, à la mise en œuvre et à la promotion du respect de normes internationalement reconnues et cohérentes en matière de réglementation, de surveillance et d'application afin de protéger les investisseurs, de maintenir des marchés équitables, efficaces et transparents et de chercher à faire face aux risques systémiques ;
- renforcer la protection des investisseurs et promouvoir la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés de valeurs mobilières, grâce à un échange d'informations et une coopération renforcés en matière de répression des fautes professionnelles et de surveillance des marchés et des intermédiaires de marché ; et
- échanger des informations aux niveaux mondial et régional sur leurs expériences respectives afin de contribuer au développement des marchés, de renforcer les infrastructures de marché et de mettre en œuvre une réglementation appropriée