

Associés en Finance

Lettre Financière - N° 25 -

Février 1993

ENTREPRISES, ORGANISEZ LA LIQUIDITÉ DE VOS TITRES

La liquidité est, au même titre que la rentabilité et le risque, l'un des paramètres clé de la gestion financière.

Ce concept, bien connu de tout le monde, demeure pourtant ambigu alors même que son rôle comme facteur de valorisation des actifs s'affirme chaque jour davantage.

Certes la liquidité ne se décrète pas : ce sont les valeurs dont le flottant, c'est-à-dire la capitalisation boursière disponible, est le plus élevé, qui ont la liquidité la plus forte.

Mais la liquidité dépend aussi de l'organisation des marchés financiers, c'est-à-dire des mécanismes mis en place pour faciliter la confrontation de l'offre et de la demande de titres.

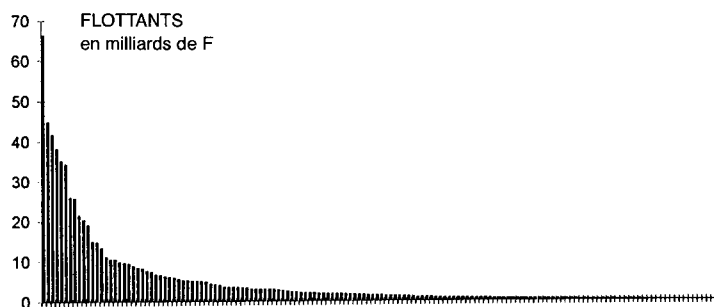
Cette lettre financière souligne d'abord l'importance de la liquidité pour la gestion financière d'une entreprise cotée. Elle préconise ensuite une façon de la développer via la création par l'entreprise d'un fonds de liquidité de ses titres. Une telle initiative s'inscrit dans le droit fil des réflexions de place en cours. Si elle se généralisait, la liquidité de l'ensemble du marché, par l'augmentation du volume des transactions et la multiplication des centres indépendants de contrepartie sur le marché, s'en trouverait améliorée, et le coût du financement des entreprises françaises abaissé ; et ceci pour un investissement qui, en tout état de cause, n'excéderait pas 0,5% de la capitalisation boursière totale, c'est-à-dire peu de chose en regard des besoins en fonds propres du système financier.

LA LIQUIDITÉ

La liquidité existe et a un prix : les actionnaires exigent une prime de liquidité sous forme d'un taux de rentabilité plus élevé pour les titres dont la liquidité est moindre. Calculées depuis 1977 à Associés en Finance, des différences de taux de

rentabilité anticipé significatives existent entre les groupes de valeurs constitués selon leur flottant. En d'autres termes les investisseurs sont plus exigeants sur une "petite" valeur qui doit rapporter plus qu'une "grosse" valeur : c'est le prix, ou le coût, de la liquidité, qui s'élève en moyenne à 0,60% entre les quintiles de flottant extrêmes, dont l'écart est très important comme l'illustre le graphique ci-dessous.

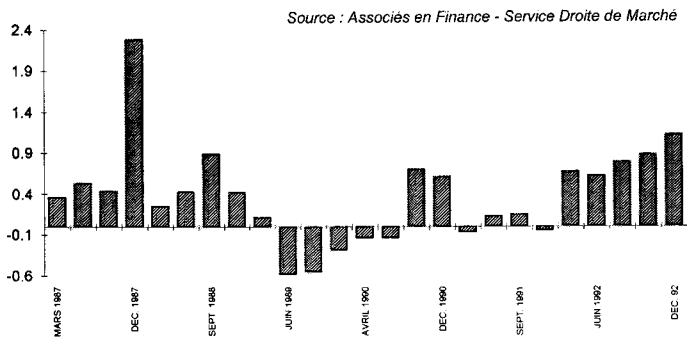
**DISTRIBUTION DES FLOTTANTS
AU SEIN DE L'ECHANTILLON
DROITE DE MARCHÉ
(Décembre 1992)**



Cette prime de liquidité est variable selon les époques ; en période d'euphorie boursière, elle n'est que de 0,20% mais peut atteindre 2,30% (décembre 1987). Ces chiffres sont des moyennes dans la mesure où ils ne concernent que des groupes de valeurs. A fin 1992 où la prime de liquidité entre les deux classes extrêmes était de 1,30%, elle atteignait 260 points de base entre les deux valeurs ayant les flottants extrêmes, parmi les cent cinquante plus grandes sociétés cotées.

A titre d'exemple, si ALCATEL ALSTHOM avait une liquidité du niveau de celle des SKIS ROSSIGNOL, toutes deux cotées sur le RM, son cours ne serait pas de

MARCHÉ FRANÇAIS DES ACTIONS : PRIME DE LIQUIDITÉ OBSERVATION TRIMESTRIELLE (Mars 1987 - Décembre 1992)



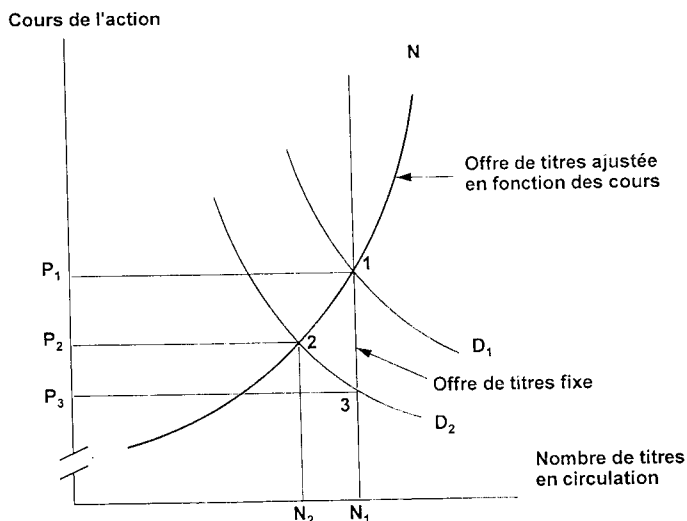
620 FF, mais probablement en dessous de 500. Inversement, si SKIS ROSSIGNOL avait la liquidité d'ALCATEL ALSTHOM, ce titre vaudrait probablement plus de 1000 francs au lieu de 850 francs, toutes choses égales par ailleurs. Cet écart de valorisation est encore plus frappant pour les valeurs du second marché.

Une insuffisance de liquidité pénalise donc les entreprises ; l'améliorer fait partie des impératifs de la gestion financière. C'est dans ce cadre que s'inscrit le fonds de liquidité.

LE CADRE ÉCONOMIQUE

Supposons qu'une entreprise ait créé un fonds de liquidité ayant pour objet d'acheter ses propres actions dans un marché en baisse et d'en vendre dans un marché en hausse, afin d'atténuer l'impact sur les cours d'un changement de la demande sur ses titres.

Si la demande du marché pour les titres de la société est représentée par la courbe D1, et que le nombre d'actions en circulation est de N1, le cours s'établit à P1. Si la courbe de demande se déplace de D1 en D2, et que le nombre d'actions reste constant à N1, le cours devient P3. Cependant si le flottant en nombre d'actions passe de N1 à N2, en même temps que la courbe de demande se déplace de D1 à D2, le cours s'établit à la valeur intermédiaire P2.



En achetant et vendant des actions de manière appropriée lorsque les cours baissent et montent, le fonds ne fait que stabiliser les cours en ajustant le flottant.

Le succès d'un tel programme dépend de l'état de la demande du marché pour les titres en question. Si la variation du flottant n'affecte pas directement la valeur totale des actions, le programme aura pour seul effet de stabiliser les cours, la valeur totale des actions n'étant modifiée que par la localisation de la courbe de demande pour les titres de la société.

Du fait de la faiblesse relative des ordres en carnet et plus généralement sur le marché, la demande de titres est relativement inélastique à court terme (une faible variation de cours en hausse ou en baisse n'entraîne pas d'augmentation sensible de l'offre ou de la demande de titres). A l'inverse, la courbe de demande à long terme de titres est tout à fait élastique (les titres de sociétés similaires représentant de bons substituts les uns pour les autres). De plus, il est probable que les courbes de demande à court terme sont particulièrement instables, et se modifient davantage à l'arrivée de nouvelles informations que les courbes de demande à long terme (du fait que les investisseurs sur-réagissent à court terme à l'arrivée de nouvelles informations).

Dans la mesure où ces deux conditions se trouvent généralement réunies - demande à court terme de titres à la fois moins élastique et plus instable - le fond de liquidité aura pour effet d'atténuer l'instabilité à court terme des cours, tout en laissant ceux-ci s'ajuster aux fondamentaux, comme ils le feraient en l'absence d'un tel programme, quand bien même celui-ci est incapable de distinguer le permanent du provisoire dans les variations de cours.

LE FONCTIONNEMENT DU FONDS DE LIQUIDITÉ

Mais une telle procédure d'intervention se doit d'être la plus neutre possible vis-à-vis de tous les opérateurs. Il convient donc qu'elle soit publique, simple et automatique.

La formule d'intervention

Chaque entreprise qui choisirait d'agir dans ce sens annoncerait publiquement la création d'un fonds de liquidité déposé chez un intermédiaire agréé. Elle communiquerait la formule d'intervention du fonds, et la valeur de ses paramètres, qui prendrait la forme suivante :

$$\text{Importance de l'ordre automatique d'intervention} = S * \frac{\text{Variation de cours}}{\text{Cours}} * \text{Capitalisation boursière}$$

Le paramètre S, fixé par l'entreprise en fonction de l'investissement financier qu'elle est prête à consentir (plus élevé sera S, plus important sera l'investissement), ne pourrait être changé qu'après un certain délai suivant l'annonce de sa modification.

L'équation précédente peut être ainsi réécrite :

$$S = \frac{\text{Importance de l'ordre}}{\text{Capitalisation boursière}} / \frac{\text{Variation de cours}}{\text{Cours}}$$

Le paramètre S est un coefficient d'élasticité qui décrit en termes relatifs, la variation de flottant engendrée par une variation du cours de l'action. Il est le ratio de deux autres ratios : l'importance de l'ordre par rapport à la capitalisation boursière d'une part, et l'importance de la variation de cours par rapport au cours d'autre part.

Un exemple numérique

Supposons qu'une société ait une capitalisation boursière de 315 millions de francs, un cours de 315 francs, et un volume de transactions quotidien moyen de 2000 titres.

L'annonce d'un coefficient $S = 0,02$ revient à dire qu'elle est prête à acheter 952 de ses actions si le cours chute à 300 Francs ou à en vendre le même nombre si le cours monte à 330 Francs ; ce qui représente une mobilisation de fonds inférieure à 0,1% de la capitalisation boursière.

En effet : $S = \frac{952}{1000000} / 0.048 = 0.02$

Le tableau ci-dessous indique les cours d'intervention auxquels les achats et les ventes d'un fonds fictif seraient effectués, ainsi que leur montant. Par exemple, la baisse des cours de 315 à 300 francs entraîne un achat de titres par le fonds pour un montant de 286 000 francs ; à l'inverse, une hausse du cours du titre de 315 à 330 francs entraîne une vente de titres pour une contrevaieur de 314 000 francs.

La suite du tableau montre les conséquences d'une baisse ou d'une hausse des cours du titre continue par palier de 15 francs, sans retournements, et les investissements auxquels le fonds procède, ou les produits qu'il reçoit, à chaque cours d'intervention.

Si le fonds annonce qu'il s'engage à n'intervenir que jusqu'à 120 francs, il n'achètera que 18392 titres pour un débours de 3,596 millions. S'il annonce qu'il s'engage à alimenter le marché en titres à la hausse jusqu'à 510 francs, il vendra 9866 titres et encaissera 4,067 millions de francs.

Mais il ne s'agit là que d'une hypothèse d'école, compte-tenu entre autres des comportements de retournement des cours en bourse.

Interventions du Fond de liquidité

| (1) Prix d'intervention | (2) Pourcentage de variation par rapport au cours d'intervention précédent | (3) Nombre d'actions avant intervention (1000) | (4) Nombre d'actions supplémentaires achetées(+) ou vendues(-) (2)×(3)×0.02% | (5) Coût (-) ou produit (+) des achats ou ventes supplémentaires (1)×(4) (1000) |
|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 510 | + 3.0 | 1 003.3 | - 612 | + 312 |
| 495 | + 3.1 | 1 008.6 | - 630 | + 312 |
| 480 | + 3.2 | 1 008.0 | - 650 | + 312 |
| 465 | + 3.3 | 1 007.3 | - 672 | + 312 |
| 450 | + 3.4 | 1 006.6 | - 694 | + 312 |
| 435 | + 3.6 | 1 005.9 | - 718 | + 313 |
| 420 | + 3.7 | 1 005.1 | - 745 | + 313 |
| 405 | + 3.8 | 1 004.4 | - 773 | + 313 |
| 390 | + 4.0 | 1 003.6 | - 803 | + 313 |
| 375 | + 4.2 | 1 002.7 | - 836 | + 313 |
| 360 | + 4.3 | 1 001.9 | - 871 | + 314 |
| 345 | + 4.5 | 1 001.1 | - 910 | + 314 |
| 330 | + 4.8 | 1 000.0 | - 952 | + 314 |
| 315 | - | - | - | - |
| 300 | - 4.8 | 1 000.0 | + 952 | - 286 |
| 285 | - 5.0 | 999.0 | + 999 | - 285 |
| 270 | - 5.3 | 998.0 | + 1051 | - 284 |
| 255 | - 5.6 | 997.0 | + 1108 | - 282 |
| 240 | - 5.9 | 995.9 | + 1172 | - 281 |
| 225 | - 6.3 | 994.7 | + 1243 | - 280 |
| 210 | - 6.7 | 993.4 | + 1325 | - 278 |
| 195 | - 7.1 | 992.1 | + 1417 | - 276 |
| 180 | - 7.7 | 990.7 | + 1524 | - 274 |
| 165 | - 8.3 | 989.2 | + 1649 | - 272 |
| 150 | - 9.1 | 987.5 | + 1795 | - 269 |
| 135 | - 10.0 | 985.7 | + 1971 | - 266 |
| 120 | - 11.1 | 983.7 | + 2186 | - 262 |
| Total jusqu'à cours de 120 | | | + 18 392 | - 3 596 |
| Total jusqu'à cours de 510 | | | - 9 866 | + 4 067 |

Le coût du programme

Le coût potentiel d'un programme de liquidité correspond à l'investissement financier maximum que représente l'achat d'actions dans le cadre du fonds de liquidité, compte-tenu de la formule d'intervention annoncée. Si le cours de l'action devait passer du niveau qu'il avait au moment de la mise en place du système au niveau zéro, on peut montrer que le coût en proportion de la capitalisation boursière ne peut excéder :

Coût maximum en pourcentage : $S / S + 1$

Aussi, lorsque S est sensiblement inférieur à 1, le coût maximum, en pourcentage de la capitalisation boursière, tend vers S , soit dans notre exemple 2% ou 6 millions de francs. Avec les mêmes règles d'intervention, l'investissement théorique maximum pour une société dont la capitalisation boursière est de 1 milliard de Francs ne serait que de 20 millions de francs. Il serait de 200 millions de francs pour une société dont la capitalisation boursière serait de 10 milliards de francs. Tous ces chiffres sont à diviser environ par deux si le fonds de liquidité annonce qu'il n'interviendra qu'entre la moitié et le double du cours de référence au moment où le programme débute. Rien n'empêche de fixer une valeur de S nettement inférieure, ce qui réduit d'autant l'investissement de l'entreprise dans le fonds de liquidité.

LES BIENFAITS DU FONDS DE LIQUIDITÉ

Une telle procédure aurait des bienfaits vis-à-vis de toutes les parties prenantes - entreprises, investisseurs, intermédiaires, pouvoirs publics - dans la mesure où l'amélioration de la liquidité réduit le coût du capital des entreprises.

Rappelons d'abord que cette procédure est neutre, en ce sens qu'elle ne manipule en aucune manière ni le cours des actions sous programme, ni la valeur totale des entreprises. Elle ne représente aucun support artificiel des cours, niveau de résistance, ni restrictions d'aucune sorte. En enrichissant le carnet d'ordres, elle accroît la profondeur de marché et la liquidité du titre.

Le financement des fonds de liquidité incombe aux entreprises concernées, dans la mesure où elles en seraient les premiers bénéficiaires, à la fois directement et indirectement.

— directement parce que l'activité de contrepartie implicite dans le fonctionnement du fonds a toute chance d'être profitable.

Si les prix d'équilibre s'établissent à des niveaux inférieurs (ou supérieurs) aux cours d'intervention, le

fonds achètera les titres à des cours plus faibles (ou vendra à des cours plus élevés) que ceux de l'exemple numérique. Enfin, si des retournements ont lieu dans une tendance générale baissière ou haussière, le fonds dégagera des profits intercalaires.

C'est ce qui ressort des simulations effectuées sur les titres de la bourse de Paris depuis la mise en place du marché continu. Ce résultat n'est pas contraire à l'intuition : par cette activité de contrepartie, le fonds de liquidité est vendeur d'assurance, et doit naturellement en retirer un profit, image renversée des coûts encourus par l'acheteur d'assurance de portefeuille.

— indirectement parce que l'amélioration de la liquidité des titres réduirait le coût du capital des entreprises concernées. L'augmentation de valeur qui en résulterait justifierait dans tous les cas les coûts d'une telle opération.

Cette politique doit bien entendu être adaptée au cas par cas pour chaque entreprise. Les règles et procédures de fonctionnement d'un fonds de liquidité dépendent en effet d'un certain nombre de facteurs, dont certains sont à la discrétion de l'entreprise, et dont d'autres doivent être estimés : la volatilité, les taux d'intérêt, le volume de transactions, les paliers d'intervention, les cours en deçà et au delà desquels le fonds ne souhaite plus intervenir, et le montant des fonds alloués notamment. De plus, la bonne gestion du fonds de liquidité implique que certains paramètres puissent être éventuellement modifiés au cours du temps.

En définitive, les cours des titres fluctuent à la fois du fait des modifications fondamentales des anticipations, et de la difficulté de confrontation de l'offre et de la demande des titres. Cette deuxième source de fluctuation entraîne un bruit préjudiciable au bon fonctionnement du marché, c'est-à-dire à son rôle d'évaluateur des flux futurs. Les investisseurs, se sentant sur un marché moins efficient et plus risqué, ont par conséquent tendance à le désertier davantage encore. L'insuffisance de liquidité a un effet d'éviction sur les investisseurs qui est cumulatif, ce qui entraîne une hausse injustifiée du coût du capital.

Réduire ce bruit peut donc constituer l'un des objectifs de la gestion financière, mais aussi de la politique économique. La création des fonds de liquidité y répondrait. En sécurisant les opérateurs, en leur garantissant à l'avance un nombre de titres minimum, ou un retrait de capital minimum pour un coût donné, elle incite les gérants à s'intéresser à une valeur qu'ils auraient autrement négligée. L'arrivée de ces opérateurs accroît la liquidité, qui est un phénomène auto-entretenu, sans même qu'il soit nécessairement besoin que le fonds de liquidité intervienne.

Associés en Finance est spécialisé dans l'analyse et l'évaluation quantitative des actifs financiers.

Pour ce faire, Associés en Finance a organisé un réseau de consultants en Europe et passé des accords avec les principaux bureaux d'études européens qui lui permettent de disposer de façon privilégiée d'une banque de données à la fois importante et originale.

Importante parce qu'elle porte sur les 1000 premières sociétés européennes cotées. **Originale** parce qu'elle concerne des données prévisionnelles (bénéfices, dividendes, taux de croissance) et des données estimées sur des variables stratégiques (actif net, flottant, contrôle, structure des fonds propres).

Associés en Finance traite cette banque de données par des logiciels qui lui sont propres et qui permettent la production de services réguliers ou de conseils spécifiques s'appuyant sur les modèles de la théorie financière moderne.