

1- Les marchés financiers : cadre institutionnel

Présenter l'essentiel du cadre institutionnel des marchés financiers.

Rôle des marchés financiers :

- permettre la rencontre de l'offre et de la demande de capitaux
- marché primaire → nouvelles émissions, introductions en bourse (*Initial Public Offerings*)...
- marché secondaire → liquidité
- efficacité allocationnelle → nécessité d'un fonctionnement peu coûteux et d'une négociation des titres au plus près de leur « vraie valeur »

Profondes transformations depuis les années 1990

- réglementation
- technologie
- mondialisation

1- LES FONCTIONS DES SYSTÈMES FINANCIERS

Merton, Robert (1995), « A functional perspective of financial intermediation », *Financial Management*, vol. 24 n°2

- les fonctions financières sont plus stables que les institutions financières
- la concurrence provoque des changements institutionnels améliorant la performance du système financier

Le rôle fondamental du système financier est de faciliter l'allocation des ressources spatialement et temporellement, dans un environnement incertain.

→ **les 6 fonctions des systèmes financiers**

voir aussi : Pollin, J-P, « MACROÉCONOMIE Systèmes financiers », *Encyclopédia Universalis*

1.1- Transfert des ressources économiques à travers le temps, les espaces géographiques, les secteurs industriels

- Dimension intertemporelle : échange d'une ressource présente en contrepartie d'une ressource future

→ **Données françaises : Banque de France**

<http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/titres/titres-endettement-emissions-ante.htm>

Par secteur institutionnel :

S1 Ensemble des secteurs résidents

S11 Sociétés non financières (SNF)

S12 Sociétés financières (SF) : Intermédiaires financiers (IF) hors sociétés d'assurance et fonds de pension, Banque centrale, Sociétés d'assurance et fonds de pension, Autres...

S13 Administrations publiques (APU) : Administration centrale (APUC), Administrations locales, Administrations de sécurité sociale (ASSO)

S14 Ménages (y compris entrepreneurs individuels)

S15 Institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

S2 Reste du monde

Par opération financière :

F.1 Or monétaire et DTS

F.2 Numéraire et dépôts : Billets et pièces, dépôts transférables, autres dépôts

F.3 Titres autres qu'actions : Titres de Créances Négociables (TCN), produits dérivés

F.4 Crédits : à court terme, à long terme

F.5 Actions, autres participations et titres d'OPCVM

F.6 Provisions techniques d'assurances

F.7 Autres comptes à recevoir ou à payer : crédits commerciaux et avances...

- Dimension internationale (statistiques de balance des paiements)

Pays émergents = pays ayant libéralisé leur système financier et ouvert les flux de capitaux aux non-résidents et aux investisseurs étrangers (cf. FMI)

→ Ex : Brésil, Russie, Inde, Chine (« BRIC »)

Le Manuel de la balance des paiements est établi par le FMI.

<http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bop.htm>

La balance des paiements...

... de la France est élaborée par la Banque de France.

<http://www.banque-france.fr/fr/statistiques/economie/economie-balance/economie-balance.htm>

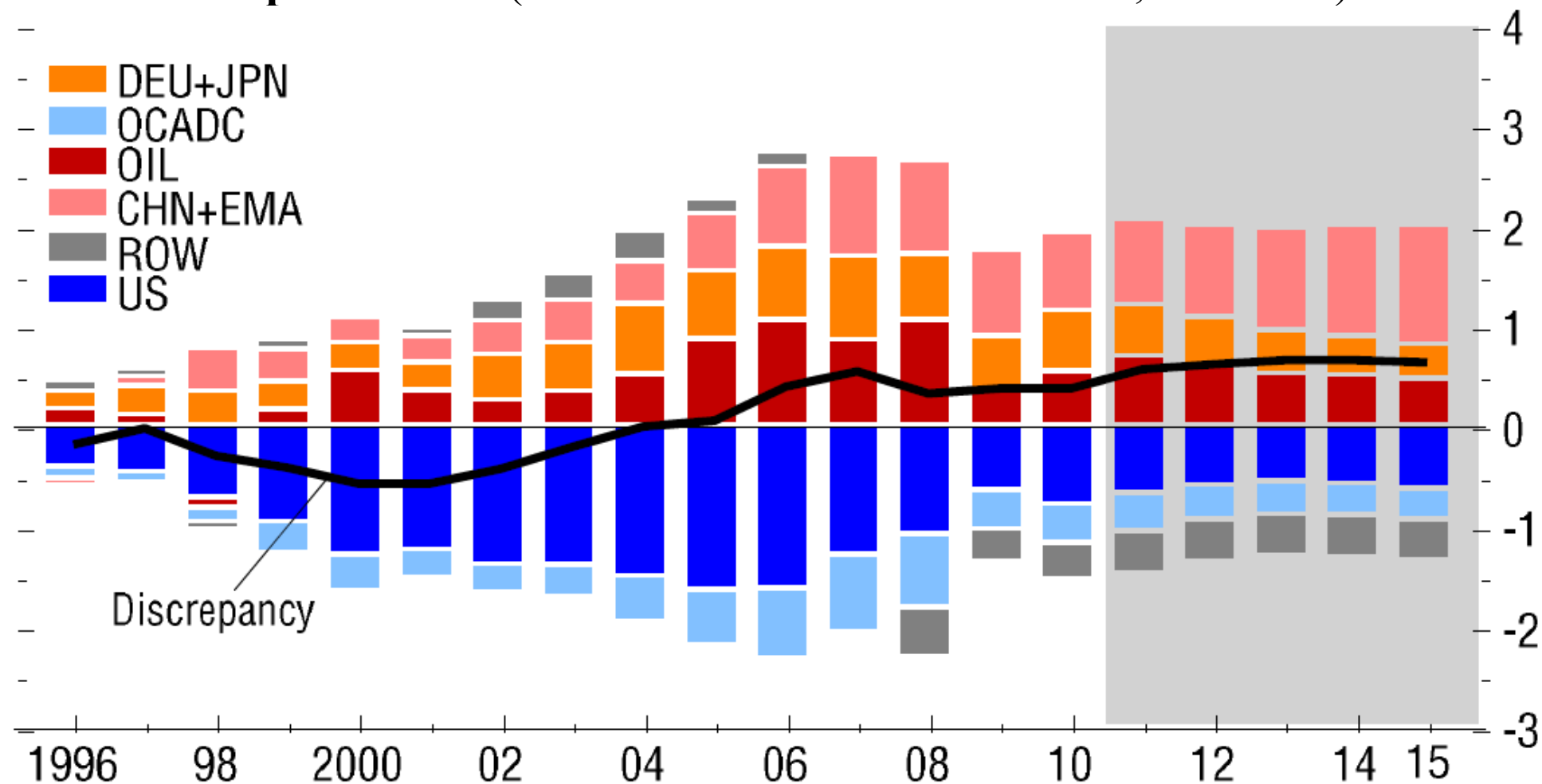
... de la zone euro est établie par la BCE.

<http://www.ecb.int/stats/external/balance/html/index.en.html>

... des États-Unis est diffusée par le Bureau of Economic Analysis

<http://www.bea.gov/international/index.htm>

Solde du compte courant (IMF – World Economic Outlook, Jan. 2011)



CHN+EMA: China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, and Thailand; **DEU+JPN:** Germany and Japan; **OCADC:** Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Latvia, Lithuania, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Turkey, and United Kingdom; **OIL:** Oil exporters; **ROW:** rest of the world; **US:** United States.

1.2- Mutualisation des ressources

- mise en commun de ressources → permettre des investissements dépassant les capacités individuelles
- éviter les indivisibilités (fonds communs de placement permettant d'investir dans des fractions de titres et de diversifier les placements)

1.3- Allocation et gestion des risques

- « Titrisation des risques économiques »
 - Introduction en bourse d'une entreprise : ne crée pas de « risque », mais en transfère vers les nouveaux actionnaires.
 - Émission obligataire : transfère le risque vers les créanciers
 - Emprunt bancaire : intermédiation du risque
- Rôle des sociétés d'assurance
- Rôle des produits dérivés comme produits de gestion des risques

Différents types de risques financiers (source : CFPB (2010) *Abrégé des Marchés Financiers*)

- **risque de crédit** : « risque qu'un emprunteur ou émetteur d'un titre de dette ne soit pas capable d'honorer les obligations liées à sa dette, coupon et remboursement du capital »
- **risque de taux** : « risque de variation des prix d'un titre de dette (obligations, titres de créance négociables) ou d'un titre composé ou d'un produit dérivé, résultant d'une variation des taux d'intérêt ».
- **risque de liquidité** : « risque lié à la difficulté de trouver une contrepartie susceptible de vendre ou d'acheter la quantité souhaitée ».
- **risque de volatilité** : « risque de fluctuation des prix dans le temps »
- **risque de marché** : « risque de fluctuation des prix à la hausse ou à la baisse »
- **risque de contrepartie** : « risque pour l'acheteur (vendeur) que le vendeur (acheteur) soit défaillant entre la date de négociation et le versement des flux financiers et qu'il n'honore pas ses engagements »
- **risque opérationnel** : « risque de pertes directes ou indirectes liées à une inadéquation ou une défaillance des procédures, du personnel ou des systèmes internes »
- **risque de change** : « risque que le cours de change de la devise dans laquelle est libellé un instrument financier varie par rapport à la devise nationale »

1.4- Moyens de paiement et liquidité des investissements

- fournir un système de paiements pour l'échange de biens et services
- liquidité : possibilité de vendre rapidement un actif sans provoquer de décalage de prix, et à coût de transaction aussi faible que possible (rôle du marché secondaire)

1.5- Transfert d'informations par les prix

Le prix est un signal permettant de coordonner les décisions individuelles dans des secteurs économiques variés : dans quel secteur investir, dans quels actifs épargner

- efficacité informationnelle = aptitude des prix à refléter l'information (anticipations, risque perçu... rôle des produits dérivés...)
- production d'information par les intermédiaires financiers

1.6- Contrôle et discipline des dirigeants

Moyens de régler les problèmes d'asymétrie d'informations et d'incitations

Grandes entreprises → **séparation de la propriété et de la gestion**

- mentionnée par Schumpeter (1927),
- analysée par Berle et Means (1932, 1968)
- formalisée par Jensen et Meckling (1976)

Problème d'agence : délégation de la gestion par les propriétaires à des dirigeants

- divergences d'objectifs (avantages en nature \neq création de valeur pour les actionnaires), d'aversion au risque (conserver le poste \neq prise de risque), d'horizon temporel (investissements rentables à court terme \neq long terme)
- asymétrie d'information : dirigeants mieux informés sur les perspectives, la nature des projets
- impossibilité de spécifier des contrats contingents complets

Le marché financier facilite le contrôle externe des dirigeants :

- l'incitation : politiques de rémunération indexées sur la progression des cours (ex : stock-options)
- le contrôle : exigences de communication strictes pour les entreprises cotées, suivi par des analystes financiers
- la discipline et la sanction : via mécanismes d'offres publiques d'achat (OPA) ou d'échange (OPE)
 - *Wall Street Walk* : mauvaise gestion → vente actions → baisse des cours → OPA → remplacement des équipes dirigeantes
 - baisse des cours → signal de mauvaise gestion → sanction/éviction des équipes dirigeantes

MAIS :

- possibilité de racheter des actions → brouille le signal du marché
- dispositifs « anti-acquisition » (*poison pills, shareholder rights plan, dragées toxiques*) <http://lecercle.lesechos.fr/abecedaire/p/221133279/pilule-empoisonnee-poison-pill>

Alternative au marché : contrôle interne par les actionnaires et le CA

Problèmes :

- actionnariat diffus → pas d'incitation individuelle à la surveillance des dirigeants (« passager clandestin ») → contrôle mieux assuré par actionnariat concentré et stable (donc acceptant moindre liquidité des titres)
- mandats d'administrateurs multiples et croisés → manque d'indépendance, conflits d'intérêt

NB : importance grandissante des fonds de pension

→ nouvelles règles de gestion imposées aux entreprises cotées :

- gouvernement d'entreprise (« *corporate governance* ») actif (Président du CA ≠ directeur général, recours à des administrateurs indépendants, recul du cumul des mandats, présence de comités d'audit dans les CA)
- communication financière plus active et plus transparente
- priorité à la création de valeur pour les actionnaires

2- CATÉGORIES DE TITRES FINANCIERS

Typologie « juridique »

cf. Code Monétaire et Financier sur <http://www.legifrance.gouv.fr/>

Titres financiers :

- titres de capital émis par les sociétés par action
- titres de créance (sauf effets de commerce = lettre de change et billet à ordre, et bons de caisse)
- parts ou actions d'Organismes de Placement Collectif

→ caractéristiques identiques (dématérialisation, inscription en compte)

→ règles communes (tenue de compte, droits du titulaire du compte, négociabilité)

Contrats financiers :

- options, contrats à terme, contrats d'échange (swaps)...

2.1- Actions

Titre de participation : équivalent en titre des fonds apportés à la constitution du capital d'une société → droit de propriété, responsabilité limitée au montant de l'apport.

Action ordinaire :

Droit sur :

- gestion (vote en AG)
- information
- bénéfice (dividende) → « valeur à revenu variable »
- actif net
- en cas d'augmentation de capital : droit préférentiel de souscription (si émission d'actions en numéraire) ou d'attribution (si attribution d'actions gratuites)

Action de préférence :

Action comportant des droits spécifiques

- droits financiers spécifiques : dividende prioritaire, priorité sur boni de liquidation, sur rachat d'action
- droits politiques spécifiques : suppression du droit de vote, droit de vote double, droit de veto, possibilité de demander un audit, droit d'informations spécifiques, attribution de sièges au CA...

ex : action à dividende prioritaire sans droit de vote

2.2- Obligations

Titre de créance (ou de dette) : matérialise l'engagement d'un emprunteur auprès d'un prêteur qui met des fonds à sa disposition.

Caractéristiques :

- émetteur (État, collectivités locales, entreprises privées...)
- prix d'émission
- intérêt ou coupon annuel → « valeur à revenu fixe »
- périodicité de versement
- prix et modalités de remboursement (amortissement, durée de vie)

Typologie :

- **obligations à taux fixe** : coupon fixé à l'avance dans le contrat d'émission
- **obligations à taux flottant** : coupon indexé sur un taux de référence monétaire (EONIA *Euro Overnight Index Average*, EURIBOR *European Interbank Offered Rate*) ou obligataire (TEC *Taux à Échéance Constante*)

- **Obligation Assimilables du Trésor (OAT)** : emprunts du gouvernement français (cf. Agence France Trésor : <http://www.aft.gouv.fr/>)
- *assimilables* : une nouvelle ligne obligataire est créée à intervalles réguliers, des titres sont émis par adjudication mensuelle, sur la même ligne → renforce la *liquidité* du titre.
 - OAT « classiques » à taux fixe et à taux variable
 - OAT indexées sur l'inflation (OATi, indexées sur IPC français hors tabac, OATei, indexées sur Indice Harmonisé des Prix de la zone euro hors tabac)
 - OAT démembrées : créées à partir des OAT à taux fixe en séparant le coupon (certificat de coupon) et le principal (certificat de principal), qui sont négociés séparément → un seul versement à échéance.

Les obligations sont cotées « en pourcentage, au pied du coupon »

2.3- Titres composés et hybrides

Titres composés : actions et obligations à bons de souscription d'actions

Bons de souscription d'action (BSA) : titre permettant de souscrire dans le futur à de nouvelles actions

- à un prix donné (prix d'exercice du bon)
- pour une période définie (période d'exercice ou de souscription du bon)

ABSA : actions à bons de souscription d'actions

- chaque action émise lors d'une augmentation de capital est assortie d'un BSA
- augmentation de capital en 2 temps : émission ABSA + exercice du BSA

OBSA : obligations à bons de souscription d'actions

- chaque obligation est assortie d'un BSA
- apport immédiat de fonds (émission OBSA) + augmentation de capital si exercice du BSA

Titres hybrides : obligations convertibles ou échangeables, titres subordonnés

Obligations convertibles en actions

- obligation assortie d'un droit à convertir cette obligation en actions de la société émettrice (à l'initiative du porteur, mais indissociable de l'obligation)
- modalités de conversion fixées à l'émission (parité de conversion, souvent mais pas exclusivement, 1 action pour 1 obligation ; durée de convertibilité)

→ permet à l'investisseur de profiter de la hausse du cours de l'action, tout en étant protégé contre une baisse

→ conversion = augmentation de capital → pas de remboursement en cash (mais dilution)

Obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANES)

double option :

- option pour le détenteur de demander à l'émetteur la conversion en actions
- option pour l'émetteur de choisir de remettre, en contrepartie de l'obligation, soit de nouvelles actions (OCEANE \approx obligation convertible), soit des actions existantes rachetées sur le marché (OCEANE = obligation « échangeable » \rightarrow pas d'augmentation de capital, pas de dilution)

Titres subordonnés : émis par les banques et établissements financiers

- à durée indéterminée (TSDI) ou remboursables (TSR)
- rang de créance moins bon que des obligations classiques (donc mieux rémunérés)

2.4- Paniers cotés

2.4.1- Portefeuilles d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) :

- des portefeuilles de valeurs mobilières
- gérés par des professionnels (sociétés de gestion de portefeuille)
- détenus collectivement (parts ou d'actions) par des investisseurs particuliers ou institutionnels
- agréés par l'Autorité des marchés financiers
- investis dans divers instruments financiers (actions, obligations, titres de créance, etc.) selon des règles d'investissement définies dans la loi.
- SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) = société constituée pour détenir un portefeuille de valeurs mobilières, émet des actions selon les demandes de souscription. Le détenteur d'actions de SICAV est actionnaire.
- FCP (fonds communs de placement) = une copropriété de valeurs mobilières, qui émet des parts. Le porteur de parts n'est pas un actionnaire.

AMF (2009), *L'investissement en SICAV et FCP (OPCVM)*, coll. *Les clés pour comprendre*, octobre

2.4.2- Indices et fonds indiciels

Indice d'actions :

- valeur d'un groupe de titres
- n'est pas un titre, n'est pas coté

Calcul d'un indice boursier

- pondération par les capitalisations flottantes
- ajustement de la capitalisation flottante de base pour faire abstraction des effets volume (en cas d'entrée/sortie de l'indice)
- éventuel plafonnement du poids d'un titre dans l'indice

- valeur de l'indice = $\frac{\text{somme des capitalisations flottantes}}{\text{capitalisation flottante de base ajustée}} \times \text{base}$

- CAC40 base 1000 au 31/12/1987

Composition d'un indice boursier

- nombre de valeurs fixe pour la plupart des indices → entrée ⇒ sortie
- indices généralistes → refléter les évolutions boursières d'ensemble
 - nationaux, régionaux, mondiaux
 - critères d'inclusion : capitalisation boursière flottante, liquidité, accessoirement représentativité sectorielle
 - très forte corrélation des indices pondérés par la capitalisation comprenant les 40 ou 120 valeurs les plus importantes
- indices spécialisés (selon les attributs des entreprises)
 - selon la taille des entreprises (midcap, smallcap, microcap...)
 - selon le ratio cours boursier/valeur comptable :
 - « valeurs de croissance » (*growth stocks* → *market to book ratio* élevé car perspectives de croissance fortes, PER + élevé)
 - « valeurs de rendement » (*value stocks* → *market to book ratio* proche de 1 car perspectives de croissance modérées, PER + bas)
 - selon le secteur d'activité

Utilisation d'un indice boursier

- permet de mesurer l'évolution de la valeur du groupe de titres
- sert de *benchmark* (référence) pour évaluer la performance d'un placement
- sert de support à des titres (dont les promoteurs touchent des redevances)
 - contrats de futures sur indices
 - options sur sur indices
 - Fonds Indiciels Cotés (FIC) = *trackers* sur Euronext) = *Exchange Traded Funds* (ETF)

Indices produits par :

- les entreprises de marché (Euronext,...) : CAC40, SBF120...
- des groupes d'information économique et de presse
 - Dow Jones, Standard & Poor's (US)
 - Pearson avec les indices FTSE (UK)
 - Morgan Stanley Capital International avec les indices MCSI

2.5- Produits dérivés

Contrats à termes de type forward et futures

- engagements d'acheter ou vendre une certaine quantité de « supports » ou « actifs sous-jacents » à une date d'échéance future et à un prix spécifié au moment où le contrat est conclu.
- Supports possibles : devises, actions, indices (actions, obligations), matières premières (métaux, énergies, produits agricoles...)
- forward : marché de gré à gré → + souple mais risque de contrepartie
- future : marché organisé → standardisé (– souple) et sans risque de contrepartie (mécanismes de dépôt de garantie et d'appels de marges, chambre de compensation)

Swaps : contrats d'échange

- portefeuille de forwards : échange de cash flow
- swaps de devises, swaps de taux (taux fixe contre taux variable)

Contrats d'options

Option = droit de réaliser une transaction future à des conditions fixées à l'avance.

→ **Options « vanilles » : call : option d'achat – put : option de vente**
droit d'acheter/de vendre un actif (sous-jacent) à ou jusqu'à une date fixée (échéance) à un prix fixé (prix d'exercice)

- Option *européenne* : peut être exercée uniquement à l'échéance
- Option *américaine* : peut être exercée à tout moment jusqu'à l'échéance

→ **Options « exotiques »** (Poncet et Portrait (2008), *Finance de Marché*, Dalloz, ch. 14)

- « *path independent* » : le gain ne dépend que la valeur finale du sous-jacent
 - option à départ différé ; digitale ; multi-sous-jacent ; composée (sur option) ; quanto ...
- « *path dependent* » : le gain dépend de la trajectoire du sous-jacent
 - option barrière ; digitale à barrière ; look-back (prix d'exercice = minimum des cours du sous-jacent sur une période donnée) ; asiatique (sur moyenne)..

Warrants :

Même famille / mécanique financière / fiscalité que les options. Mais...

Call warrant (put warrant) sur actions :

- Donne à son acquéreur le droit et non l'obligation d'acheter (de vendre) lesdites actions à un prix d'exercice convenu à l'avance, à tout moment d'ici l'échéance prévue au contrat (→ type américain exclusivement)
- Valeur mobilière, créée par un émetteur (établissement financier) pour être proposée à la vente aux investisseurs (options = contrats, créés par une entreprise de marché, s'agissant des options échangées sur un marché organisé ou par des établissements financiers s'agissant des options de gré à gré).
- Liquidité généralement assurée par le seul émetteur
- Pas de vente à découvert possible, taille minimale de transaction
- Nombre limité de warrants émis sur une maturité et un prix d'exercice donnés (illimité pour les options)
- En cas d'exercice : le plus souvent, règlement en espèces plutôt que livraison

3- PANORAMA DES PRINCIPALES BOURSES MONDIALES

Marchés d'actions

- capitalisation boursière des actions
- capitaux échangés
- taux de rotation = capitaux échangés / capitalisation boursière
- capitalisation / PIB

Marchés de produits dérivés

- nombre de contrats échangés / période, ex. année

cf. WFE

Développement des marchés financiers expliqué par :

- niveau de protection des droits des actionnaires
- importance du secteur public

4- RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Objectifs de la réglementation :

- nature et qualité des informations fournies au marché
- respect des règles de concurrence entre intermédiaires
- promotion d'une saine *corporate governance* et protection des actionnaires minoritaires (éviter une « capture de bénéfice » par un groupe d'actionnaires (*insiders*) au détriment d'autres)

Modalités :

- États : promulguer et faire appliquer des lois
- Profession financière : promulguer et faire appliquer des codes de conduites
- Autorités de contrôle (AMF) : réglementer, contrôler, sanctionner (en particulier la manipulation des cours, les « délits d'initié »),
- Coopération internationale (CESR)

En Europe : rôle du CESR (*Committee of European Securities Regulators*)

- Directive sur les services d'investissement (DSI, 1997) : fin du monopole des transactions, passeport européen (levée des barrières nationales dans le secteur financier), définition des « marchés réglementés » (+ transparents, + contrôlés)
- Directive sur les abus de marché (DAM, 2004) : réglementation des analystes financiers, définition des délits d'initiés, limites aux rachats d'action, obligation de déclaration de toute transaction par les dirigeants (et relations) sur les actions des entreprise qui les emploient
- Directive sur les marchés d'instruments financiers (DIMF, 2007) : fin de l'obligation de concentration des ordres, mise en concurrence des opérateurs historiques comme Euronext.

Aux États-Unis : Congrès et SEC (*Securities and Exchange Commission*)

- Interconnexion des différentes plateformes de cotation
- Concurrence entre teneurs de marchés (NASDAQ) depuis 1997
- Réduction de l'échelon de cotation (*tick*) à 1 cent depuis 2000

6- PERFORMANCE À LONG TERME DES CLASSES D'ACTIFS

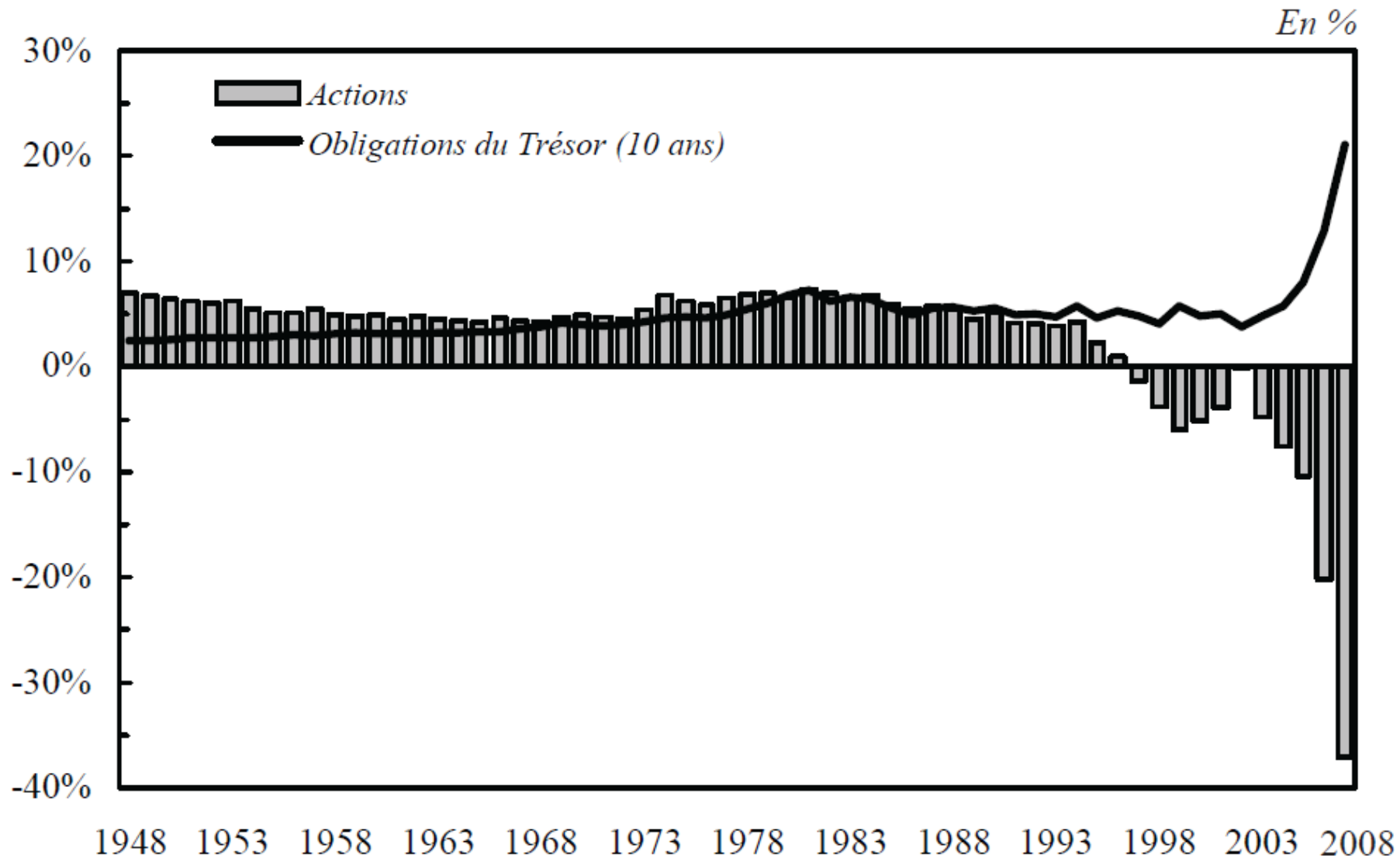
voir Olivier Garnier et David Thesmar, *Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers*, Rapport au Conseil d'Analyse Économique n° 86, 28 juillet 2009 (<http://www.cae.gouv.fr/>)

États-Unis : rentabilités réelles annuelles moyennes

Moyennes géométriques, en %

	Bons du Trésor (3 mois)	Emprunts d'État (10 ans)	Actions
1872-1945	2,6	2,8	5,9
1872-1910	4,5	3,7	6,2
1911-1945	0,5	1,8	5,4
1946-2008	0,7	2,0	6,2
1946-1979	-0,5	-1,4	5,5
1980-2008	2,2	6,1	7,0
1872-2008	1,7	2,4	6,0

Rentabilités réelles annuelles moyennes fin 2008 aux États-Unis selon l'année de départ du placement (« *buy and hold* »)



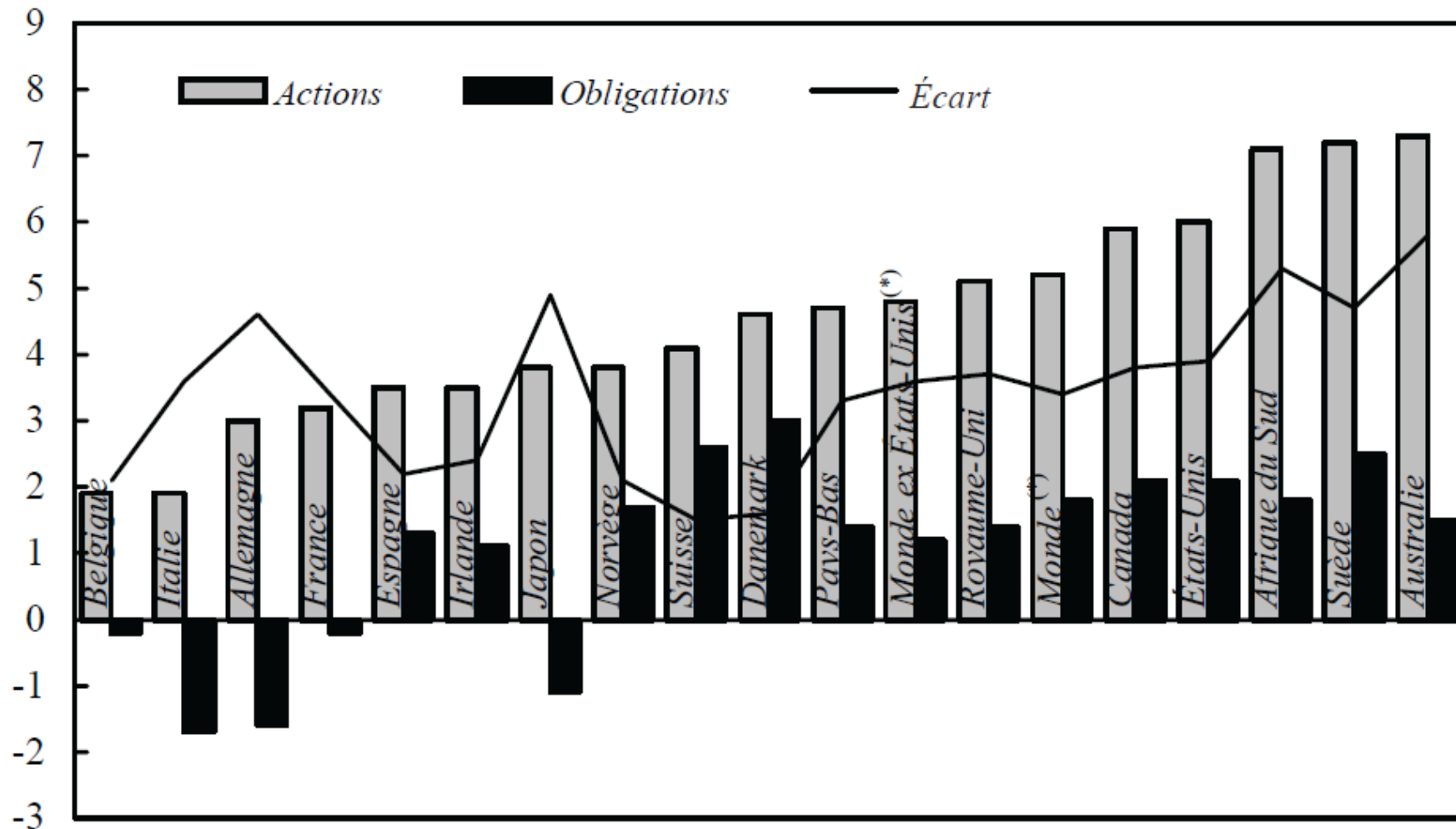
**Volatilités ajustées des rentabilités réelles
selon la durée d'investissement (États-Unis : 1872-2008)**

En %

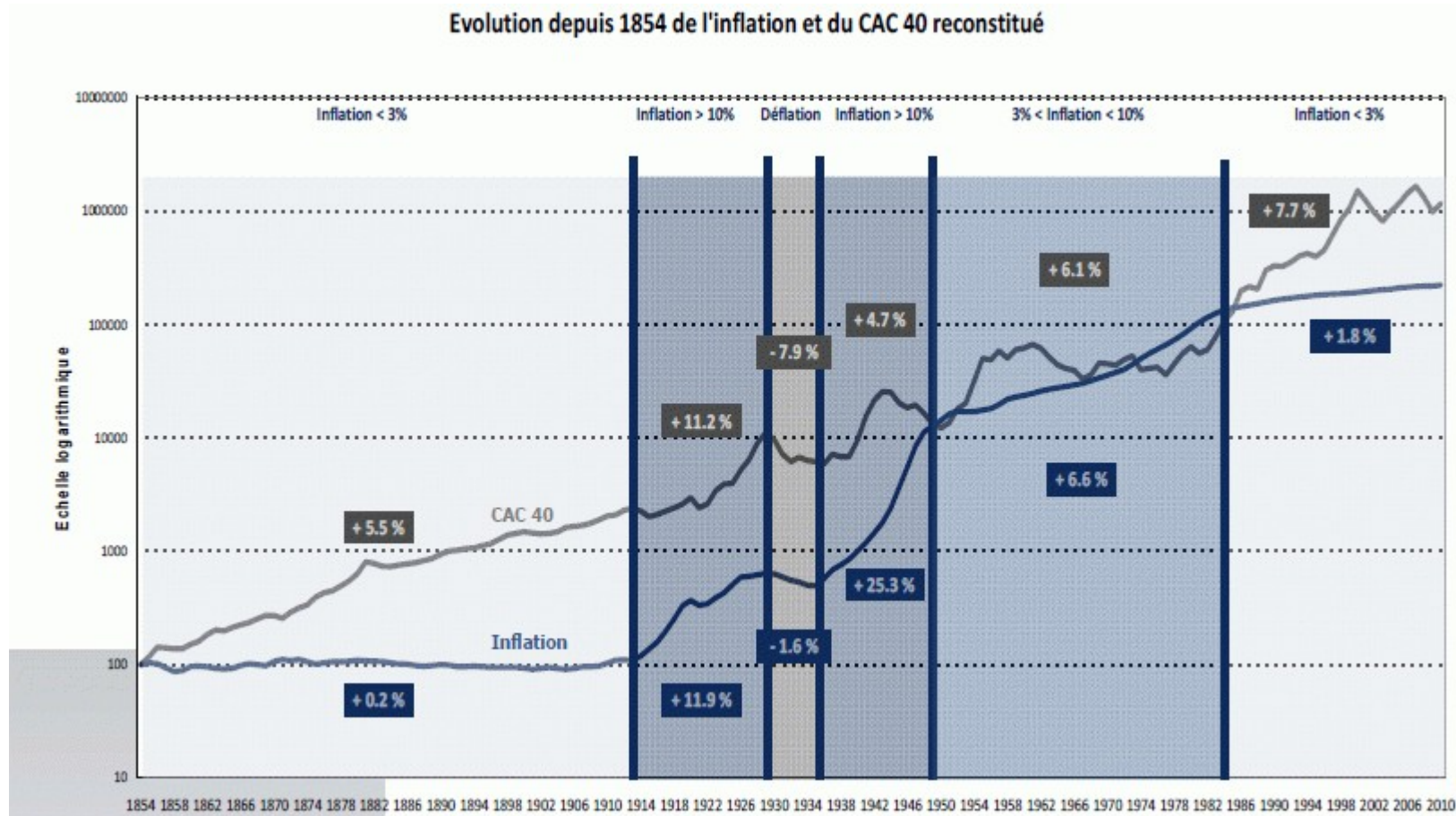
	1 an	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans	25 ans	30 ans
Actions	19	17	15	15	13	11	9
Obligations	8	10	11	12	11	10	9
Monétaire	5	7	9	9	9	9	8

L'ajustement est obtenu en multipliant la volatilité annualisée par la racine carrée du nombre d'années

Rentabilités réelles annuelle moyennes de long terme des actions et des obligations 1900-2008



Le pouvoir d'achat de l'actionnaire n'a été préservé que lorsque l'inflation était en moyenne en dessous de 3 % : de 1854 à 1914, et depuis 1986



La Lettre Vernimmen.net n°95, février 2011, d'après David Le Bris et Pierre-Cyrille Hautcoeur, "A Challenge to the Triumphant Optimists, A Blue Chips Index for the Paris Stock Exchange (1854-2007)", *Financial History Review*, 27.2, 2010