

## Chapitre 5

### Le marché financier

Le marché financier est le marché sur lequel sont émis et échangés les titres à long terme d'une durée supérieure à sept ans : les actions et les obligations.

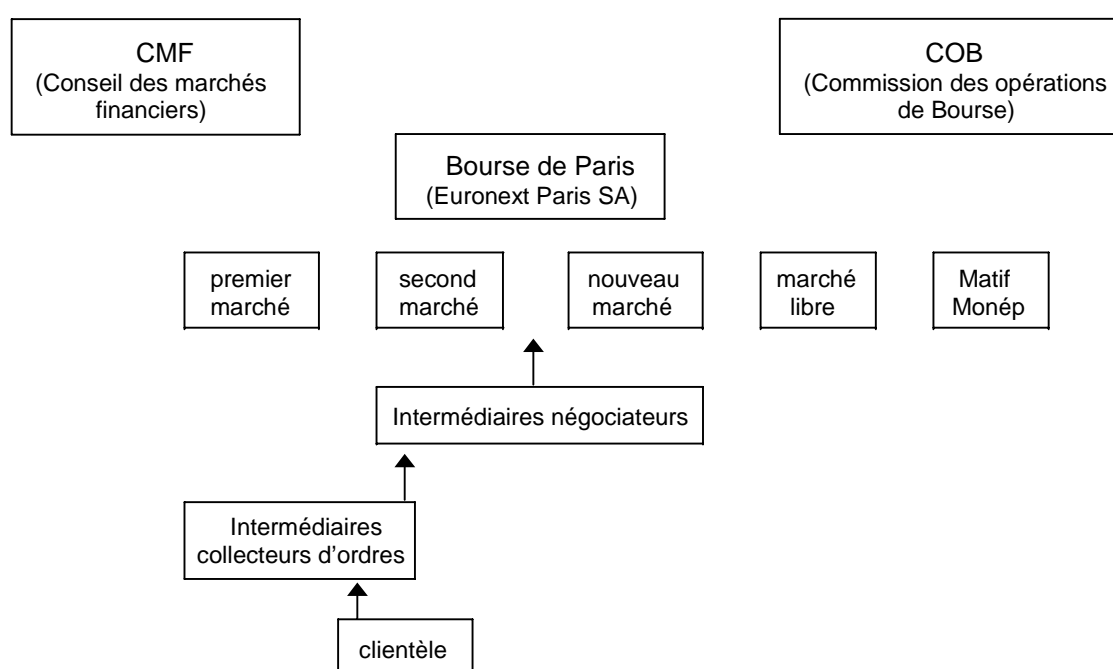
Ces titres sont par nature, intrinsèquement, peu ou pas du tout liquides. L'émetteur d'une action ne s'engage pas à racheter à terme l'action qu'il émet, à la retransformer en argent. L'émetteur d'une obligation s'engage seulement à racheter l'obligation qu'il émet à son échéance, qui peut être lointaine. Ainsi, dans la transaction entre l'émetteur et le souscripteur d'un titre financier, le souscripteur n'a aucun droit à demander à l'émetteur du titre, avant l'échéance, la conversion en monnaie de sa créance. De ce point de vue, les titres financiers sont complètement différents des titres monétaires, puisque les dépôts à vue et les dépôts à terme peuvent être à tout moment transformés en monnaie, sans coût ou à coût faible (le coût comprenant l'éventuelle perte en capital ou l'abattement prévu à l'avance de l'intérêt contractuel).

C'est pour restaurer la liquidité des titres financiers qu'existe un marché secondaire (la Bourse) de ces titres où ils peuvent être échangés, entre souscripteurs, à côté du marché primaire où ils sont émis par les émetteurs pour être souscrits par les souscripteurs. Le marché primaire est le marché du « neuf », le marché secondaire, le marché de « l'occasion ».

Ces deux marchés sont évidemment complémentaires : les titres financiers trouveraient peu de souscripteurs, si ceux-ci n'avaient pas la possibilité de les convertir en monnaie avant leur échéance.

#### 1. Le marché financier français

L'organisation de la place financière de Paris fait intervenir, outre les agents prêteurs et emprunteurs, des intermédiaires, des contrôleurs et des organisateurs, professionnels, qui exécutent leurs fonctions sur différents marchés.



Avant 1986, les transactions étaient localisées au Palais Brongniart, la Bourse de Paris, autour de la « corbeille ». Depuis cette date, les transactions se font informatiquement par le système CAC (cotation assistée en continu).

## 1.1 Les intervenants

### 1.1.1 La clientèle : les offreurs et les demandeurs de titres

#### 1.1.1.1 Les offreurs de titres (les emprunteurs)

Ils sont composés des personnes morales, privées ou publiques, résidentes ou non résidentes, qui souhaitent emprunter des capitaux sous la forme d'actions ou d'obligations : les entreprises privées ou publiques, nationales ou étrangères ; le Trésor ; les collectivités publiques locales et les établissements de crédit.

Ils ont naturellement accès au marché primaire.

Pour la période 1992-1996, le montant des émissions brutes d'actions et d'obligations a représenté 50 % des investissements réalisés en France (en 1996 : 761 Milliards de F pour les premières, 1367,5 Milliards de F pour les secondes).

Les actions ne concourent que pour environ 20 % au financement des investissements, les administrations couvrent plus des trois-quarts de leurs besoins de financement par l'émission d'emprunts obligataires.

En 1996, les émissions totales de valeurs mobilières (761,0 Milliards) étaient composées de 301 Milliards d'emprunts d'État, 173,7 Milliards d'autres obligations et de 286 Milliards d'actions.

#### 1.1.1.2 Les demandeurs de titres (les prêteurs)

Les demandeurs de titres peuvent souscrire des titres sur le marché primaire ou sur le marché secondaire. Ce sont des épargnants individuels, des entreprises ou des investisseurs institutionnels.

##### ▪ Les épargnants individuels

Le nombre de ménages détenant des valeurs a fortement crû au cours des deux dernières décennies, grâce notamment aux mesures d'incitation créées par les pouvoirs publics. Aujourd'hui, 6 millions de Français détiennent directement un portefeuille individuel de titres et 9,6 millions de Français détiennent des valeurs mobilières sous la forme de parts de formules spécialisées d'investissement collectif (club d'investissement<sup>1</sup>, SICAV, fonds commun de placement).

Au 31 décembre 1996, la valeur moyenne du portefeuille des ménages s'élevait à 153.000 F.

##### ▪ Les entreprises

Les entreprises interviennent aussi activement sur les marchés financiers en tant que demandeurs de titres, d'offreurs de capitaux, soit dans un but de placement sur le marché obligataire ou sur le marché des actions lorsque leurs disponibilités sont importantes, soit dans une perspective stratégique lorsqu'elles achètent ou vendent des participations pour opérer des restructurations.

Les entreprises détiennent une part relativement faible du capital des sociétés françaises (environ 13 %), et lorsqu'elles en détiennent, c'est en général pour s'en assurer le contrôle.

##### ▪ Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont des organismes qui détiennent du fait de leur activité une épargne abondante :

- les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et autres organismes de prévoyance qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières, afin de faire face aux engagements qu'ils ont pris vis-à-vis de leur clientèle, en toutes circonstances ;
- la Caisse des dépôts et consignations (cf. supra) ;
- les OPCVM (SICAV et FCP).

Ils sont soumis à des contraintes réglementaires et de gestion qui leur sont propres.

---

<sup>1</sup> Groupement de plus de 20 personnes au plus qui gèrent ensemble un portefeuille indivis alimenté par des cotisations, limitées à 3.000 francs par mois et par membre.

À la fin de 1996, l'ensemble des investisseurs institutionnels détenait 24,4 % des actions et 67,3 % des obligations.

▪ Les non-résidents

Les non-résidents occupent une place importante sur le marché financier français et elle s'est considérablement accrue au cours de la période récente. Ainsi, les actions françaises sont-elles détenues pour plus du tiers par des non-résidents (16 % en 1986).

### 1.1.2 Les intermédiaires

L'accès au marché financier n'est pas direct et ne l'a jamais été, pour des raisons de contrôle, de technicité et d'intérêts corporatistes.

Jusqu'en 1988, les échanges sur le marché financier français étaient le monopole des agents de change, un corps d'officiers ministériels créé en 1807, regroupés au sein d'une chambre syndicale, la Compagnie des agents de change (CAC).

La loi de 1988 a distingué trois familles d'intermédiaires financiers :

- les établissements de crédit, qui étaient les seuls à pouvoir intervenir sur le marché primaire et qui pouvaient négocier des TCN et des contrats à terme et optionnels, mais non les valeurs mobilières ;
- les sociétés de bourse, qui en succédant aux agents de change avaient le monopole de la négociation des valeurs mobilières et étaient donc les seules à pouvoir intervenir en bourse, mais ne pouvaient pas intervenir sur le marché financier ;
- les sociétés de gestion de portefeuilles qui ne pouvaient exercer la fonction d'intermédiaire.

Elles étaient chacune soumises à des règles propres.

La Directive européenne sur les services financiers (DSI) entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1996 a obligé les États membres à harmoniser leurs réglementations nationales. En France, cette directive a été transcrite dans la loi de « modernisation des activités financières » du 2 juillet 1996.

Désormais, la loi ne distingue plus que deux types d'intermédiaires qualifiés de prestataires de services d'investissement (PSI) : les établissements de crédit (banques, caisses d'épargne, etc.) d'une part, et les entreprises d'investissement d'autre part qui regroupent les ex-sociétés de bourse et les ex-sociétés de gestion dont les statuts spécifiques disparaissent.

Les intermédiaires sont libres d'exercer sur tous les marchés les activités de leur choix :

- collecte et transmission d'ordres de clients (collecteurs et transmetteurs d'ordres) ;
- exécution des ordres (négociateurs) ;
- gestion de portefeuilles ;
- prise ferme et placement,

sous réserve d'avoir obtenu l'agrément de la Commission des opérations de Bourse (COB) pour la gestion de portefeuilles, du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) pour les autres activités. Les négociateurs exercent une fonction essentielle.

La loi distingue par ailleurs les marchés dits « réglementés » qui sont soumis à des réglementations spécifiques, et les marchés dits « de gré à gré » qui ne sont pas tenus de satisfaire ces réglementations. Les intermédiaires qui sont agréés comme négociateurs doivent, pour intervenir sur un marché réglementé, y avoir été admis.

### 1.1.3 L'autorité professionnelle : le Conseil des marchés financiers (CMF)

Le CMF a été créé par la loi de 1996 et résulte de la fusion du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil des marchés à terme. C'est une organisation professionnelle dirigée par un collège de 16 membres désignés pour 4 ans par le ministre de l'Économie et des Finances, qui exerce son autorité sur les marchés français. Hormis la gestion de portefeuilles, ses compétences s'étendent à toutes les opérations réalisées par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement sur les marchés réglementés et sur les marchés de gré à gré :

- fixation des principes généraux d'organisation et des règles de fonctionnement des marchés réglementés, et des règles de bonne conduite des prestataires de services (avec pouvoir de sanction en cas de manquement à ces règles) ;
- agrément des intermédiaires pour la prestation de services d'investissement (hors gestion) ;
- recevabilité et gestion des offres publiques.

### 1.1.4 L'entreprise de marché : Euronext Paris SA

Euronext Paris SA a succédé à « ParisBourse SBF SA » après la fusion de la Bourse de Paris et des Bourses d'Amsterdam et de Bruxelles. C'est une filiale d'Euronext (cf. infra), chargée d'organiser et d'assurer le fonctionnement du marché boursier français. À ce titre, elle définit les règles du marché soumises à l'approbation du CMF<sup>1</sup>, prononce l'admission des valeurs à la cote, accepte la demande d'adhésion des membres, gère les systèmes informatiques de cotation et assure la publicité des négociations et des cours. Par ailleurs, elle enregistre les négociations entre les membres du marché, dans le cadre de la chambre de compensation Clearnet SBF SA, sa filiale à 100 %, et garantit ainsi le paiement des titres vendus et la livraison des titres achetés.

### 1.1.5 La Commission des opérations de Bourse (COB)

La Commission des opérations de Bourse (COB) a été créée en 1967, sous la forme juridique d'établissement public spécialisé. Elle est composée d'un Président et de neuf membres. C'est une « autorité administrative indépendante » (aux États-Unis, où ce type d'institution a été inventé, et au Royaume-Uni on les appelle des « agences de régulation », ce qui est plus cohérent, une autorité administrative ne pouvant être par définition indépendante), c'est-à-dire une autorité publique appartenant à l'État, chargée de la régulation d'une activité, et à laquelle est accordée une indépendance organisée par la loi (autonomie financière, protection statutaire des dirigeants contre les ordres, directives et pressions du pouvoir politique et des intérêts concernés). Il lui appartient de veiller au bon fonctionnement du marché, notamment à la régularité des transactions et au respect de l'égalité des intervenants devant l'information disponible.

- La COB mène des enquêtes et peut, depuis la loi de 1989, sanctionner pécuniairement les personnes qui enfreignent les règles protégeant le marché contre la fausse information, la manipulation de cours, l'abus de mandat et les privilèges d'information (délit d'initié).
- Elle veille sur l'information en délivrant un visa aux documents d'information qui doivent être publiés lors de l'appel public à l'épargne ou à l'occasion d'offres publiques et d'opérations de fusion et d'apport. Elle contrôle l'information diffusée par les sociétés faisant appel public à l'épargne.
- Elle agréé les sociétés de gestion de portefeuilles et les produits d'épargne collective (SICAV et FCP). Elle assure le contrôle déontologique et prudentiel des OPCVM et des sociétés de gestion de portefeuilles.

## 1.2 Les produits financiers

Il faut distinguer les produits au comptant et les produits à terme qui ont connu un essor considérable au cours de la période récente.

### 1.2.1 Les produits au comptant : les actions et les obligations

Les valeurs mobilières se scindent en deux grandes familles : les actions (ou « titres de capital ») qui confèrent à ceux qui les détiennent la qualité d'associés dans une société de capitaux ; les obligations (« titres de créances ») qui représentent un emprunt, un crédit que le souscripteur peut céder sur un marché.

Cependant de nombreuses formules mixtes combinant les caractéristiques des actions et des obligations ont été créées en sorte que ces deux formes polaires de valeurs mobilières se sont beaucoup rapprochées.

#### 1.2.1.1 Les actions

##### ▪ Définition et propriétés

Les actions sont émises par les sociétés de capitaux dont la forme la plus courante est la société anonyme. Une action représente une part du capital social, c'est-à-dire du total des capitaux ou des biens (terrains, brevets, machines) qui ont été nécessaires à la constitution de la société ou à son développement. Elle n'est pas remboursable par la société, c'est-à-dire que celle-ci en dispose de

---

<sup>1</sup> Ces règles établies par les trois Euronext (Amsterdam, Bruxelles, Paris) seront communes et soumises à l'approbation des régulateurs de chacun des pays (STE, CBF, CMF).

façon permanente. Elle est cependant cessible et librement négociable. Elle donne deux droits principaux :

- droit aux bénéfices. Le bénéfice ainsi réalisé par une société à capitaux appartient aux actionnaires dans sa totalité. Mais les actionnaires réunis en assemblée générale, sur proposition des organes dirigeants (Conseil d'administration ou Directoire), votent la répartition de ce bénéfice entre ce qui est conservé par la société et qui accroît ses « réserves », et ce qui est versé aux actionnaires sous forme de « dividende », égal pour chaque action ;
- droit à la gestion. Les actionnaires contrôlent collectivement la gestion de la société par les décisions qu'ils prennent en assemblée générale, chaque action représentant une voix, et par les organes dirigeants qu'ils nomment, aussi en assemblée générale (Conseil d'administration, Conseil de surveillance élitant lui-même un Directoire). Ils fixent les statuts de la société, décident des augmentations de capital et des émissions d'emprunts et, chaque année, approuvent les comptes sociaux qui leur sont présentés.

Tout actionnaire prend un risque en participant à une société, celui d'encourir des pertes. Mais ce risque est limité au montant de son apport (le montant total de ses actions) lorsque la gestion a été régulière.

- Évolution du marché

Le marché des actions s'est considérablement développé depuis le début des années quatre-vingt.

- Les émissions brutes d'actions sont passées de 77 Milliards de F en 1985 à 313 Milliards en 1998.
- La capitalisation boursière...
- L'indice CAC 40, sur une base 1000 au ...

- La diversification des actions

À côté de la forme traditionnelle et standard d'action ci-dessus décrite, il existe des formes plus complexes auxquelles sont attachés des droits et des risques particuliers :

- les actions à bons de souscription d'action (ABSA) permettent d'acheter ultérieurement d'autres actions de la même société au même prix ou à un prix légèrement supérieur. Elles sont émises à un prix supérieur au prix courant (cote) ;
- les actions à dividendes prioritaires (ADP) privent leur détenteur du droit de vote, mais en contrepartie lui assurent un dividende prioritaire prélevé sur les bénéfices annuels avant distribution des dividendes aux actionnaires ordinaires ;
- les dividendes-titres (ou actions accumulantes) sont rémunérées en nouvelles actions.

### 1.2.1.2 Les obligations

- Définition et propriétés

Si les actions ne sont émises que par les sociétés, les obligations peuvent l'être par l'État, les collectivités locales, les établissements publics, les intermédiaires financiers et les sociétés. Une obligation est un titre de créance sur l'émetteur, qui s'engage à la rembourser à une échéance déterminée contre un intérêt annuel. Le total des obligations émises à la même date par un emprunteur et simultanément souscrites par les prêteurs constitue l'emprunt obligataire.

Les obligations sont cessibles et librement négociables sur le marché boursier et elles sont au porteur. Les caractéristiques d'une obligation sont :

- le prix d'émission. C'est le montant que doit verser tout souscripteur au moment de l'émission de l'emprunt obligataire. Le prix d'émission est en général égal à la « valeur nominale » de l'obligation, appelée encore « le pair », qui sert de base au calcul de l'intérêt annuel ;
- l'intérêt est le revenu de l'obligation. Il est payé chaque année à une date déterminée par détachement du « coupon », et est égal au produit du taux d'intérêt de l'emprunt par la valeur nominale de l'obligation ;
- le prix de remboursement. Il est en général égal à la valeur nominale de l'obligation. Lorsqu'il lui est supérieur, la différence est la « prime de remboursement » ;
- les modalités d'amortissement. Elles fixent les conditions dans lesquelles les souscripteurs sont remboursés. En général, il est procédé au remboursement en une seule fois à la date de l'échéance de l'emprunt ;

- le taux actuariel est le taux de rentabilité d'une obligation sur la totalité de sa durée, de son émission à son remboursement.

Le souscripteur d'une obligation s'expose à deux risques :

- le risque de taux lié à la variation des cours des obligations en Bourse en fonction des variations du taux d'intérêt exigé par les investisseurs ;
- le risque financier, ou « risque de défaut », induit par la possibilité que l'émetteur ne puisse faire face à l'échéancier des versements d'intérêt et des remboursements (la prime de risque destinée à couvrir ce risque varie entre 0,1 % et 0,2 %).

- Évolution du marché

Au cours des deux dernières décennies, le marché des obligations, comme le marché des actions, s'est fortement développé en France sous la pression :

- des besoins de financement importants de l'État et de la nouvelle gestion de la dette publique ;
- des besoins de capitaux des entreprises publiques ;
- de l'appel croissant des établissements de crédit aux ressources longues, encouragé d'ailleurs par les pouvoirs publics.

Les émissions brutes sont passées de 100 Milliards de F en 1980 à 340 Milliards en 1986 et 490 Milliards à la fin des années quatre-vingt-dix.

- La diversification des obligations

Pour diversifier les deux risques inhérents aux obligations, les émetteurs ont multiplié les innovations afin d'adapter les produits qu'ils offraient à la demande des souscripteurs.

Comme pour les actions, à la forme traditionnelle et standard décrite ci-dessus (taux fixe, coupon annuel, remboursement en fin de période) se sont ajoutés des types d'obligations aux caractéristiques variées :

- les obligations à taux variable. Le taux d'intérêt varie en fonction d'un taux courant pris comme référence (taux du marché obligataire ou taux du marché monétaire). Les risques de perte en capital sont donc réduits voire annulés. La couverture dépend du taux pris comme référence et des modalités de l'indexation (seuil de déclenchement, plafond d'indexation, réversibilité de la hausse ou de la baisse) ;
- les obligations indexées. L'indexation du principal permet de limiter ou d'annuler l'érosion du pouvoir d'achat du capital prêté par le souscripteur. Depuis 1958, l'indexation sur le coût de la vie est en général interdite. L'indexation sur l'or a été souvent utilisée (Giscard, 7 %, 1973). Avec l'effondrement du cours de l'or, les index les plus utilisés désormais sont les indices boursiers ;
- les obligations convertibles en actions. Elles donnent droit à leurs détenteurs de convertir l'obligation en action pendant une période de temps donnée (entre 2 et 6 ans). C'est un produit très avantageux pour le souscripteur dans le cas où la valeur de l'action devient supérieure au prix de remboursement de l'obligation, il exerce son droit d'option ;
- les obligations à bons de souscription. Elles donnent droit à souscrire à un prix fixé à l'avance de nouvelles obligations (OBSO) ou des actions (OBSA) ;
- les obligations à options de remboursement anticipé, au gré du porteur ou au gré de l'émetteur, à un coût (pénalité) fixé à l'avance.

## 1.2.2 Les produits intermédiaires entre les actions et les obligations

Il s'agit principalement des certificats d'investissement et des titres participatifs qui ont été créés en 1983 pour permettre le renforcement des fonds propres des entreprises nationales.

- Les certificats d'investissement résultent du démembrement des actions en deux parties :
  - les certificats d'investissement auxquels sont attachés les droits à dividendes des actions ;
  - les certificats de droit de vote qui sont négociables (depuis 1988) et ne peuvent être acquis que par les détenteurs du certificat d'investissement à raison d'un certificat de droit de vote par certificat d'investissement.

Toutes les sociétés publiques et privées peuvent émettre des certificats d'investissement.

- Les titres participatifs ne confèrent aucun droit de vote ni aucun droit de regard dans la gestion de la société mais ils assurent une rémunération comportant une partie fixe et une partie variable avec

les bénéfiques de la société. Ils ne peuvent être émis que par les sociétés anonymes du secteur public, les établissements publics à caractère industriel (EPIC) et les coopératives. Ils sont considérés comme des fonds propres

### 1.2.3 Les produits à terme

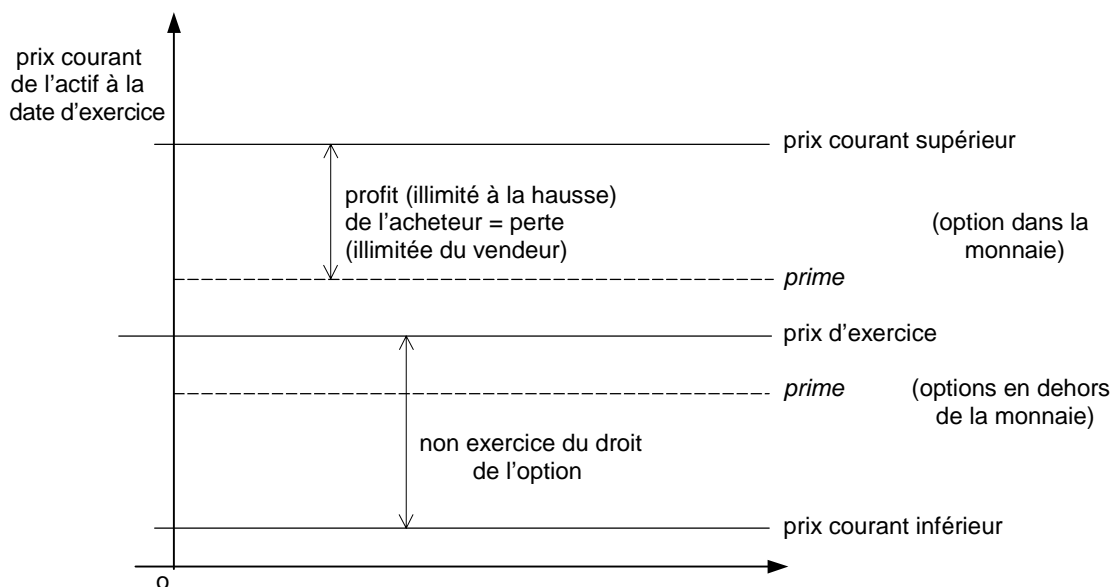
Un contrat à terme ferme sur un actif est un engagement d'achat ou de vente d'une quantité déterminée de cet actif à un prix fixé au moment de la conclusion du contrat à une date, elle aussi fixée, qui est la date de fin de contrat et la date de livraison de l'actif.

À la date du terme, deux hypothèses sont possibles selon que le contrat prévoit soit que le vendeur livre effectivement l'actif, soit qu'il règle la différence entre le prix fixé au moment de la conclusion du contrat et le prix courant à la date fixée comme terme du contrat.

Un contrat d'option est un droit – mais non une obligation, contrairement donc au contrat à terme – d'achat (option d'achat ou « *call* ») ou de vente (option de vente ou « *put* ») d'une quantité déterminée d'un actif à un prix fixé (« prix d'exercice »), au cours d'une période de temps (option américaine) ou à une date préétablie (option européenne). Le prix appelé « prime » d'un contrat d'option est versé au moment de la transaction par celui qui achète un tel droit à celui qui le vend.

Le profit de l'acheteur d'une option d'achat (la perte du vendeur) est illimité à la hausse.

#### ▪ Option d'achat



Le profit de l'acheteur d'une option de vente (la perte du vendeur) ne peut bien entendu dépasser le prix d'exercice, le prix courant ne pouvant être négatif.

Il existe deux types de marché : les marchés de gré à gré, et les marchés réglementés sur lesquels les contrats sont standardisés et sur lesquels fonctionne une chambre de compensation, et qui font l'objet de contrôles publics (cf. infra).

En France, il existe deux marchés organisés :

- le MATIF (Marché à terme international de France) sur lequel sont échangés des contrats à terme fermes et d'options sur titres à revenus fixes (obligations publiques) et taux d'intérêt à court terme et sur marchandises et denrées ; les dérivés de taux sont : pour le long terme, le contrat à terme sur Euro Notionnel et son option ; pour le long terme, le contrat à terme Euribor et son option ;
- le MONEP (Marché des options négociables de Paris) sur lequel sont échangés des contrats à terme fermes et des contrats d'options sur valeurs mobilières ou sur paniers et indices de valeurs mobilières.

Les options sur actions françaises et étrangères peuvent être à court terme (9 mois maximum) exerçables à tout moment (à l'américaine) et à long terme (2 ans maximum) exerçables seulement à

l'échéance (à l'européenne). Les options et contrats à terme sur indice portent sur l'indice CAC 40 et Dow Jones.

Sur les marchés organisés, afin de rendre plus faciles les négociations, les contrats sont standardisés. Cette standardisation suppose la définition d'un actif de référence théorique appelé « actif sous-jacent ».

Par exemple, sur le MATIF les contrats Euro Notionnel ont les caractéristiques suivantes :

- l'émetteur est l'État français ;
- le nominal est de 100.000 € ;
- le taux nominal est de 5,5 % ;
- la durée est de 8 ½ à 10 ½ ans ;
- le remboursement du principal a lieu *in fine* ;
- le premier coupon est versé un an après l'échéance du contrat ;
- le prix du point est de 10 €

Cet emprunt est dit « notionnel » du fait qu'il n'existe pas. En conséquence, comme les titres sont livrables, est défini par les autorités de marché un « gisement » de titres livrables (appelés synonymes), qui sont en général des OAT, ou d'autres titres émis par d'autres pays de l'Union européenne de durée et de prix équivalents à l'actif notionnel.

La standardisation porte sur les éléments suivants :

- pour les contrats à terme fermes : la quantité de l'actif sous-jacent ; la date d'échéance du contrat ; les conditions de livraison ; l'unité de l'échelon de cotation ;
- pour les contrats d'options : la quantité de l'actif sous-jacent ; la série de l'option (son type : achat/vente) ; son prix d'exercice ; la date d'échéance ou période d'exercice du contrat ; l'unité et l'échelon de cotation.

Les opérations sur les marchés à terme peuvent avoir trois mobiles : la couverture, la spéculation, l'arbitrage :

- la couverture consiste, pour un opérateur, à prendre sur le contrat à terme ferme une position opposée à celle qu'il détient sur un actif, en sorte que toute perte sur cet actif par suite de la variation de son prix sur la période de sa détention est compensée par un gain sur l'actif sous-jacent du contrat à terme.
- la spéculation vise à tirer profit de l'évolution future des cours. Par rapport à la spéculation sur les marchés au comptant, la spéculation sur les marchés à terme a l'avantage d'exiger une mise de fonds réduite à cause de l'effet levier.
- l'arbitrage consiste à exploiter les déséquilibres temporaires des marchés, en investissant simultanément sur plusieurs marchés. Il est réservé aux opérateurs ayant une parfaite connaissance de l'ensemble des marchés.

## **2. Les marchés**

### **2.1 Les différents compartiments du marché financier français**

La Bourse française est constituée de trois marchés réglementés :

- le premier marché ;
- le second marché ;
- le nouveau marché.

À côté de ces trois marchés fonctionne un marché dit libre qui n'est pas soumis au même niveau de réglementation.

#### **2.1.1 Le premier marché**

C'est sur le premier marché (anciennement « marché officiel ») que se négocient les titres des entreprises françaises et étrangères les plus importantes par la taille :

- au minimum 25 % de leur capital doit être placé dans le public lors de l'introduction, pour assurer la liquidité du marché ;
- la capitalisation boursière doit être supérieure à 750 / 800 millions d'€ ;
- elles doivent présenter un historique de leur compte sur 3 ans.



En juin 2000, 472 sociétés y étaient cotées.

C'est aussi sur le premier marché qu'est négociée la quasi totalité des emprunts obligataires publics et privés.

Pendant longtemps, le premier marché (le marché officiel) était scindé en deux marchés : le marché au comptant où le règlement intervenait à la clôture de la Bourse et qui était d'activité faible ; le marché dit « règlement mensuel » (RM) où le règlement se faisait tous les mois seulement, le « jour de liquidation » du mois boursier (la septième bourse, précédent la fin du mois), et qui était le plus actif car il permettait d'acheter ou de vendre « à découvert ». En 2000, le RM a été supprimé et le règlement par l'acheteur est devenu immédiat. Néanmoins un système permettant d'acheter ou de vendre des actions à crédit, comme sur le RM, a été institué sous le nom de Service de Règlement Différé (SRD). Mais il est coûteux, celui qui y a recours encourt des frais supplémentaires, et il est réservé à certains titres seulement des premier, second et nouveau marchés. Ne sont en effet éligibles au SRD, outre les valeurs de l'indice SBF 120, que les valeurs dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 Milliard d'€, et sur lesquels le nombre d'affaires quotidien est supérieur à 1 Million d'€. Les titres sont livrés ou réglés en fin de mois, le dernier jour de bourse du mois.

### **2.1.2 Le second marché**

Il a été créé en 1993 pour accueillir des entreprises moyennes selon des normes plus souples :

- minimum de capital diffusé dans le public de 10 %, au lieu de 25 %, d'une valeur supérieure à 4,5 Millions d'€ ;
- capitalisation boursière d'au moins 12 / 15 Millions d'€ ;
- présentation de 2 ans de comptes approuvés par l'Assemblée générale.

En juin 2000, 364 sociétés y étaient cotées. Normalement ces entreprises ont vocation à être intégrées sur le premier marché.

### **2.1.3 Le nouveau marché**

Le nouveau marché a été créé en 1996 pour les entreprises ayant un fort potentiel de croissance :

- les fonds propres doivent être supérieurs à 1,5 Million d'€ ;
- les titres offerts au public doivent être supérieurs à 4,5 Millions d'€, dont 50 % par an (mutation de capital) ;
- présentation d'un plan de développement sur 3 ans à la place de l'historique de comptes.

Pour être admise au nouveau marché, l'entreprise doit procéder à une augmentation de capital.

En juin 2000, 140 sociétés étaient cotées au nouveau marché.

### **2.1.4 Le marché libre**

C'est un marché non réglementé. Non soumis aux mêmes contrôles que les trois autres marchés, il n'offre pas le même niveau de sécurité et de liquidité. Les contraintes d'informations sont allégées, et le contrôle des autorités de marché est plus faible, notamment pour ce qui concerne les opérations relatives aux titres des actionnaires minoritaires.

À l'origine, le marché libre (ou « hors cote ») visait à donner une certaine liquidité aux titres émis par les sociétés non admises à la cote officielle, et était regardé comme « l'antichambre » du marché officiel. Ce rôle est joué désormais par le second marché.

## **2.2 Les marchés à terme**

On fait habituellement remonter l'origine des marchés à terme au Chicago Board of Trade (CBOT) en 1842, qui était un marché à terme de grains.

Dans la période récente, la première Bourse qui introduisit des contrats à terme dans le domaine financier fut l'International Monetary Market (IMM), filiale du Chicago Mercantile Exchange (CME), qui créa des contrats à terme sur les devises en 1972. Un an après furent créés, toujours à Chicago, les premiers contrats d'options sur actions dont le succès fut immédiatement très grand. À partir de cette date, les marchés à terme de produits financiers se multiplièrent.

Ces marchés sont en général spécialisés.

En France, le MATIF fut ouvert le 20 février 1986 et le MONEP le 10 septembre 1987.

Ces marchés sont caractérisés par trois traits principaux :

- des modalités de financement des opérations qui exigent des apports de liquidités réduits et permettent donc d'exploiter des effets de levier importants ;
- l'existence d'une chambre de compensation garantissant la sécurité des opérations ;
- un contrôle étroit par des organismes publics et professionnels.

▪ Le financement des opérations, dépôts de garanti, appels de marges et effet de levier

Un investisseur (donneur d'ordre) qui intervient sur le MATIF ou le MONEP en achetant ou en vendant un contrat n'est pas tenu de livrer, soit les liquidités correspondant au montant de son achat, soit les actifs qu'il veut céder. La seule obligation immédiate à laquelle il est tenu est de constituer dans un délai convenu, auprès d'un intermédiaire (le teneur de compte), un dépôt de garantie variable selon les contrats et selon les intermédiaires. Ce dépôt de garantie (et les délais de constitution contractuels) ne peut être inférieur à une limite fixée par la chambre de compensation (Clearnet SBF SA). Il représente toujours une faible proportion de la valeur du contrat (inférieure à 15 %).

Cette technique revient à permettre aux investisseurs de faire des opérations de grands montants à crédit, avec donc un important effet de levier.

Supposons qu'un investisseur achète un contrat de montant  $C$  ( $C = 100.000$  €) dont le dépôt de garantie est  $g.C$  ( $g = 0,10$ ). S'il revend ce contrat à un prix  $(1 + \alpha)C$ , par rapport au montant du contrat, le taux de rentabilité est  $\alpha$ , mais par rapport au capital engagé, à la mise de fonds, ce taux de

rentabilité est  $\alpha C / gC = \frac{\alpha}{g}$ .

Si, par exemple,  $\alpha = 0,10$  (taux de rentabilité de 10 % du contrat), le taux de rentabilité par rapport au capital engagé est de 100 % (si  $\alpha = 0,10$ ).

Avec seulement 10.000 €, il est possible de réaliser les profits que rapportent normalement un investissement de 100.000 €.

Cette technique est évidemment très attractive. Mais elle fait courir un grand risque aux investisseurs en cas de perte, dans la mesure où certains peuvent ne pas disposer des ressources nécessaires au paiement des pertes lorsque celles-ci dépassent le dépôt de garantie. Dans le cas précédent, par exemple, rien n'assure que l'acheteur du contrat  $C$  peut financer une perte supérieure à  $g.C$  (10 %) (si par exemple  $\alpha$  (- 12 %) est inférieur à  $g$  (- 10 %).

L'appel de marges a pour but de limiter ces risques d'insolvabilité des investisseurs. Il consiste à ajuster chaque jour le dépôt de garantie d'un contrat à la dernière valeur de ce contrat, et en cours de journée à procéder à des appels de marges auprès des investisseurs lorsque les variations de cours dépassent certains seuils. C'est la chambre de compensation qui calcule ces appels de marges et les notifie aux « teneurs de comptes » qui les répercutent sur les « donneurs d'ordres » (investisseurs).

L'acheteur d'option n'est évidemment pas tenu d'apporter de telles garanties, puisque le risque qu'il encourt est égal à la prime qu'il verse dès la conclusion du contrat.

Lorsqu'un investisseur se dérobe à ses obligations de dépôts de garantie et d'appel de marges, ses positions sont liquidées d'office par le teneur de compte en tout ou en partie.

▪ La chambre de compensation

Sur les marchés organisés, la chambre de compensation (Clearnet SBF SA) joue un rôle essentiel en assurant la sécurité des opérations. D'abord, comme on l'a vu, en intervenant quotidiennement dans le mécanisme d'appel de marges. Mais aussi en assurant la garantie de bonne fin des transactions. Dans le cas où le contractant est défaillant, en effet la chambre de compensation (ou les intermédiaires compensateurs qui y ont adhéré) se substitue à lui en remplissant à sa place ses obligations financières. Ainsi les investisseurs sont-ils assurés de recevoir :

- en ce qui concerne les contrats d'options : les primes et le règlement en espèces des profits résultant de l'exercice des options ;
- en ce qui concerne les contrats à terme fermes : la livraison des actifs sous-jacents contre règlement dans le cas des contrats livrables.

▪ Les organismes de contrôle

Le MATIF et le MONEP sont soumis aux contrôles d'autorités publiques et d'une autorité professionnelle.

Les autorités publiques qui contrôlent ces marchés sont : le ministère des Finances, la COB, le Comité de réglementation bancaire et financière (CRBF), la Commission bancaire, le Conseil des marchés financiers (CMF) et la Banque de France.

Ces marchés sont gérés par une institution financière spécialisée ayant le statut de société anonyme, Euronext (anciennement ParisBourse SBF SA) qui établit les règles de fonctionnement des marchés et assure leur bon fonctionnement avec l'aide de sa filiale chambre de compensation Clearnet SBF SA.

### **3. Euronext et la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris**

Le 22 septembre 2000, les Bourses d'Amsterdam (Amsterdam Exchange), de Bruxelles (Brussels Exchange) et Paris (Bourse de Paris) ont fusionné dans Euronext. La Bourse de Paris, représentait 60 % du total de la valeur des trois sociétés, la Bourse d'Amsterdam 32 % et la Bourse de Bruxelles 8 % seulement. Plus de 1.800 sociétés seront cotées. Le 22 septembre 2000, la capitalisation était de 2.424 Mds d'€, le volume annuel de transaction s'élevait à 3.500 Mds d'€.

L'objectif stratégique était de créer le premier marché de capitaux totalement intégré et transnational utilisant la monnaie unique, dans la perspective de devenir la première Bourse intégrée d'Europe. Il était aussi de réduire les coûts de transaction et d'accroître la liquidité des titres. La similitude des structures juridiques des sociétés (sociétés et non mutuelles), des marchés (fusion des marchés et existence d'une chambre de compensation) a facilité l'opération.

Mais, si les entreprises de marché ont fusionné, les marchés demeureront distincts et placés sous la responsabilité de trois filiales séparées d'Euronext. Le principe retenu est en effet que les trois places fonctionneront selon les mêmes règles de marché mais seront placées sous trois régimes juridiques différents.

- Les sociétés souhaitant s'introduire sur Euronext choisiront librement leur « point d'entrée » – une des trois places – et, ce faisant, elles choisiront le droit auquel elles seront soumises. Les opérateurs de marché seront soumis à la supervision du régulateur du pays qui leur aura accordé le permis initial, mais un opérateur de marché ayant un permis d'opérer sur un marché particulier recevra automatiquement un permis d'opérer sur les autres places.
- Tous les marchés seront accessibles dans les mêmes conditions techniques depuis chacun des marchés :
  - il n'y aura qu'une seule cote et chaque société cotée sera accessible à tous les membres d'Euronext, sans distinction de nationalité ;
  - les conditions d'admission et les exigences d'information seront harmonisées ;
  - la segmentation des marchés sera identique. Elle distinguera les compartiments suivants :
    - les secteurs traditionnels, avec un secteur M-Prime pour les entreprises satisfaisant à des critères d'information plus stricts (identiques au compartiment Next Economy) ;
    - le secteur de la Next Economy (informatique, Internet, télécommunications, commerce électronique...) soumis à des règles d'informations spécifiques (rapports trimestriels, publications de rapports en anglais, utilisation de normes internationales de comptabilité) ;
    - Top stocks constitués de 250 sociétés les plus importantes du marché et représentés dans deux indices, Euronext 100 (les 100 premières représentant environ 84 % de la capitalisation boursière totale) et Next 150 (les 150 suivantes).
- La technologie de négociation sera unique grâce à l'utilisation d'une plate-forme intégrée et d'un seul et même carnet d'ordres.

En revanche, la fonction de compensation sera entièrement centralisée dans la filiale actuelle de compensation de la Bourse de Paris, Clearnet SBF SA, afin de maximiser les économies apportées par la compensation (*netting*).

Les Bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris continueront à calculer leurs indices, notamment les « *blue chips* » (AEX, Bel 20, CAC 40). Mais Euronext créera ses propres indices : Euronext 100, Euronext 150, indice Next Economy et indice M-Prime, indices sectoriels.