

OPENBOOK

Finance

Responsable éditoriale : Marie-Cécile de Vienne
Fabrication : Damien Naranin
Couverture : Studio Dunod
Mise en pages : Nord Compo

Création graphique de la couverture : Valérie Goussot et Delphine d'Inguibert
Création graphique de la maquette intérieure : SG Création
Crédits photographiques :
p. X : Honeybe ; p. 24 : Topvector ; p. 92 : Net Vector ; p. 120 : Topvector ; p. 158 : PandYBoy ;
p. 184 : Irina Strelnikova ; p. 212 : Topvector. © Shutterstock.

NOUS NOUS ENGAGEONS EN FAVEUR DE L'ENVIRONNEMENT :



Nos livres sont imprimés sur des papiers certifiés pour réduire notre impact sur l'environnement.



Le format de nos ouvrages est pensé afin d'optimiser l'utilisation du papier.



Depuis plus de 30 ans, nous imprimons 70 % de nos livres en France et 25 % en Europe et nous mettons tout en œuvre pour augmenter cet engagement auprès des imprimeurs français.



Nous limitons l'utilisation du plastique sur nos ouvrages (film sur les couvertures et les livres).

© Dunod, 2024 ; 2017 pour la précédente édition.

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN 978-2-10-085208-6

OPENBOOK

Licence

Finance

Étienne G. Harb, Iryna Veryzhenko
Xavier Durand, Philippe Murat

2^e édition

DUNOD

Sommaire

Avant-propos	VII
Chapitre 1 L'environnement financier	1
Partie 1 Finance d'entreprise	22
Chapitre 2 L'analyse du compte de résultat	25
Chapitre 3 Le bilan fonctionnel et le tableau de financement	55
Chapitre 4 L'analyse des flux	93
Chapitre 5 Mathématiques financières	121
Chapitre 6 Les choix d'investissement	137
Chapitre 7 Les choix de financement	159

Partie 2 Finance de marché	182
Chapitre 8 Les obligations	185
Chapitre 9 Les actions	213
Chapitre 10 Les produits dérivés	235
Chapitre 11 La gestion de portefeuille	257
Corrigés des exercices	280
Bibliographie	299
Principaux ratios et formules de finance	301
Lexique français-anglais	303
Lexique anglais-français	306
Index	309

Avant-propos

La finance constitue sans aucun doute l'une des fonctions incontournables de l'entreprise. Certes, la pérennité d'une organisation repose d'abord sur sa capacité à vendre, mais elle ne peut réaliser de chiffre d'affaires sans investir dans des actifs qu'il faut financer. Or, un tel financement n'est possible que si l'entreprise est en bonne santé.

De la santé financière de l'entreprise dépend la satisfaction des intérêts de l'ensemble des parties prenantes : les actionnaires, qui souhaitent obtenir un retour sur investissement à la hauteur du risque qu'ils supportent ; les dirigeants, qui sollicitent des ressources pour permettre à la société de réaliser ses investissements ; les prêteurs qui veulent récupérer les fonds (avec intérêts) qu'ils ont octroyés à l'entreprise ; les salariés qui sont payés en contrepartie de leur travail ; les fournisseurs qui attendent d'être réglés de leurs prestations ; les clients qui veulent être assurés de la pérennité de leurs approvisionnements ; l'État ou les collectivités locales qui perçoivent les impôts et qui doivent rendre des comptes sur la situation économique et sociale du pays ; et, de plus en plus, le grand public en général (par exemple les consommateurs potentiels) qui exige de l'entreprise qu'elle inscrive sa démarche de manière durable et dans le respect de l'environnement.

C'est à partir de données comptables et extra-comptables que ces différents partenaires établissent leur diagnostic et que les dirigeants prennent leurs décisions d'investissement et de financement. Ces trois actes de gestion (analyse financière, choix d'investissement et choix de financement) relèvent de la finance d'entreprise, qui fait l'objet de la première partie de ce manuel.

L'entreprise interagit dans un environnement financier complexe, appelé « système financier ». Pour réaliser ses projets d'investissement ou ses placements, elle fait appel aux acteurs des marchés financiers tels que les établissements de crédit, les institutions financières, les fonds d'investissement, les investisseurs particuliers ou encore les ménages. Les instruments financiers qu'elle émet deviennent alors, pour ceux qui les acquièrent, des outils de placement ou d'investissement négociables. Leur évaluation est une préoccupation majeure de l'entreprise et de leurs détenteurs qui cherchent à en optimiser la rentabilité.

L'entreprise doit également se prémunir contre les risques auxquels elle est exposée : elle prend des positions dans des produits de couverture, dits « produits dérivés ». Ces produits constituent un autre type d'actifs financiers négociables ou échangeables sur le marché. Tout acteur sur le marché peut investir dans un

ou plusieurs des actifs financiers en constituant un portefeuille. La gestion de ce portefeuille doit assurer la réduction, voire l'élimination, du risque, tout en garantissant la rentabilité la plus élevée. Tous ces thèmes relèvent de la finance de marché qui fait l'objet de la seconde partie de ce manuel.

Structure de l'ouvrage

Après une présentation générale de l'environnement financier de l'entreprise (chapitre 1), sont présentés dans la première partie les méthodes et les outils de l'analyse financière du compte de résultat (chapitre 2) et du bilan (chapitre 3). L'étudiant doit ainsi être capable d'interpréter correctement les états de synthèse d'une société et d'en identifier les forces et les faiblesses. La partie consacrée à l'analyse financière se clôt par une présentation du tableau des flux de trésorerie (chapitre 4), la trésorerie étant déterminante pour la pérennité de l'entreprise. Enfin, le chapitre 5 est dédié aux principaux outils de mathématiques financières qu'il convient de maîtriser pour appréhender correctement la problématique des dirigeants en matière de choix d'investissement (chapitre 6) et de financement (chapitre 7).

Dans la seconde partie, le lecteur découvrira les principaux instruments financiers disponibles sur les marchés financiers : les obligations (chapitre 8), les actions (chapitre 9) et les produits de couverture mobilisés pour faire face aux risques financiers : les produits dérivés (chapitre 10). Ces chapitres s'intéressent à l'évaluation de ces produits et à leur utilité en matière de financement et de couverture pour l'entreprise, mais aussi d'investissement pour les acquéreurs. Le chapitre 11 présente la possibilité d'investir dans ces différents instruments en composant un portefeuille d'actifs dont on cherche à optimiser la rentabilité tout en réduisant le risque.

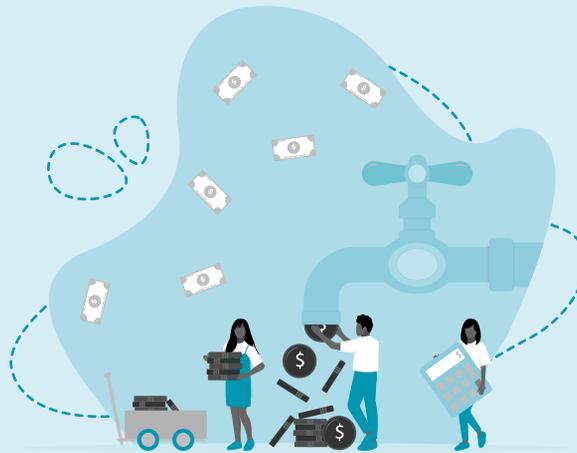
À l'issue de cette seconde partie, le lecteur comprendra que la finance de marché doit être au service du financement de l'économie réelle, qui est sa finalité première, sous peine d'induire des dysfonctionnements.

Pédagogie

Ce manuel introduit de façon claire, simple et structurée les fondamentaux de la finance sous ses deux composantes : la finance d'entreprise et la finance de marché. Tout au long des chapitres, la présentation du cadre théorique se veut didactique et accessible en fournissant les concepts à utiliser, des illustrations pratiques, des exemples chiffrés et des cas réels. Chaque chapitre commence par une situation introduisant concrètement les problèmes de gestion à résoudre. Au fil du texte, l'étudiant bénéficie de conseils pour appliquer la méthodologie exigée aux examens, notamment dans « Point méthode ». Les rubriques « Focus » et « En pratique » doivent l'aider à maîtriser les concepts théoriques principaux et à connaître leur application sur le terrain. La rubrique « Controverse » permet de nourrir le sens critique du lecteur en abordant les questions qui font débat.

À la fin de chaque chapitre, des QCM sont proposés pour tester rapidement ses connaissances ; des exercices corrigés et des mises en situation permettent d'acquérir la pratique des sujets abordés et d'analyser des situations réelles. Pour se familiariser avec le vocabulaire anglo-saxon utilisé dans le monde des affaires et exigé en licence et en master, les termes techniques sont traduits tout au long des chapitres et rassemblés dans un lexique en fin d'ouvrage. Des exercices d'application en anglais sont proposées pour s'exercer à utiliser ce vocabulaire. Cet ouvrage s'adresse à tous les étudiants d'école de commerce et d'université en sciences de gestion en cursus Licence ou Bachelor, qu'ils se destinent à des fonctions financières ou non. Les seuls pré-requis sont des bases en comptabilité générale ainsi qu'en mathématiques (niveau de la spécialité sciences économiques et sociales du bac). Ce manuel guide l'étudiant pas à pas dans l'apprentissage et le mène de manière souple et agréable aux compétences attendues par tous les référentiels académiques.

Chapitre 1



Selon la Fédération bancaire française (FBF), les entreprises françaises ont plutôt bien résisté aux effets de la crise sanitaire, en maîtrisant notamment leur endettement bancaire net¹. Entre fin 2019 et fin 2021, leur encours de dette nette n'aurait que peu progressé, ce que confirme la Banque de France : parmi les PME et les TPE, la part des sociétés marquées par une situation financière évoluant favorablement (dépôts supérieurs aux crédits) reste majoritaire ; et au sein des structures dont l'endettement net croît, la proportion de celles qui ont des dépôts en baisse et des crédits en hausse tend à se réduire depuis 2022. La crise liée au Covid n'aurait donc pas bouleversé fondamentalement la capacité de remboursement des entreprises de l'Hexagone.

¹ Consultez le site de la Fédération bancaire française, www.fbf.fr.

Dans le même temps, « le prêt garanti par l'État (PGE) a servi de bouée de sauvetage² ».

Pour autant, la remontée des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) au printemps 2023 – même s'ils sont demeurés inférieurs à la moyenne de la zone euro – sont susceptibles de peser sur l'accès au financement des entreprises intermédiaires, moyennes ou petites. Or, pour rester compétitives et poursuivre leurs efforts en matière de recherche et développement, les entreprises ont besoin de financements. Où et comment obtenir ces sources de financement ? Quels sont les acteurs de l'environnement financier et comment l'entreprise interagit-elle avec eux ? Quelles solutions les marchés financiers offrent-ils ?

² Geoffroy Roux de Bézieux, alors président du Medef, interview à *Var-Matin* par Ambre Mingaz, 19 septembre 2020.

L'environnement financier

Plan

1 L'entreprise et son environnement financier	2
2 Le système financier	6

Pré-requis

- **Avoir des connaissances** fondamentales en économie internationale.
- **Appréhender** la structure des états comptables de l'entreprise (bilan et compte de résultat).

Compétences attendues

- **Connaître** les principales composantes du système financier et son fonctionnement.
- **Comprendre** les interactions entre l'entreprise et ses partenaires financiers.
- **Appréhender** le vocabulaire technique financier fondamental.

1 L'entreprise et son environnement financier

Les relations qu'une organisation (entreprise, collectivité, association...) entretient avec les agents qui lui apportent les moyens de se financer (investisseurs et prêteurs) dépendent en partie de la nature même de cette organisation et de la forme qu'elle revêt.

1.1 Les conditions du financement de l'entreprise

Dans un système capitaliste, une entreprise investit dans des actifs (une machine, un brevet, un stock de marchandises...) pour créer de la richesse, laquelle doit permettre ensuite de rémunérer ceux qui l'ont aidée à financer ces actifs, à savoir les actionnaires et les banquiers. Or, pour attirer les financeurs, elle doit respecter trois conditions :

- **être profitable**, c'est-à-dire vendre des biens et/ou des services à une valeur supérieure aux coûts supportés pour les produire et les distribuer ; c'est à partir du compte de résultat (► chapitre 2) que la profitabilité est mesurée ;
- **être solvable**, c'est-à-dire détenir des actifs (immobilisations, actif circulant...) dont la valeur totale permet de couvrir les dettes contractées pour les acquérir ; c'est à partir du bilan (► chapitre 3) que la solvabilité est appréciée ;
- **être liquide**, c'est-à-dire disposer en permanence d'une trésorerie suffisante pour pouvoir payer ses dettes à leur échéance ; c'est à partir du tableau des flux de trésorerie (► chapitre 4) qu'est évaluée la capacité de l'entreprise à bien gérer sa trésorerie.

Si le niveau de financement de l'entreprise est conditionné par des critères de profitabilité, de solvabilité et de liquidité, le mode de financement est lié à sa forme juridique. Plus exactement, les formes de sociétés diffèrent selon un critère essentiel : le degré de responsabilité des propriétaires vis-à-vis des dettes de l'entreprise. Deux cas se présentent : dans le premier, les propriétaires sont responsables des dettes de l'entreprise sur leurs biens propres ; dans le second, la responsabilité des dirigeants est limitée à la part qu'ils détiennent dans le capital social de l'entreprise. On retrouve, dans le premier cas, l'entreprise individuelle (EI) et la société en nom collectif (SNC) et, dans le second, la société à responsabilité limitée (SARL) et la société anonyme (SA).

Dans l'**entreprise individuelle**, l'entrepreneur est seul détenteur du capital et il ne fait qu'un avec son entreprise. Si celle-ci fait faillite, les créanciers sont en droit de réclamer non seulement les biens utilisés pour l'exploitation de l'entreprise,

mais également certains biens personnels appartenant à l'entrepreneur lui-même. Ce statut confère une totale indépendance au chef d'entreprise, mais empêche le recours à des associés pour accompagner financièrement la croissance.

La **société en nom collectif**, elle, est un regroupement de personnes (appelées « associés ») exerçant une activité commune ; chaque associé est responsable de ses actes et de ceux de ses associés. En d'autres termes, chacun est solidaire des dettes de la SNC, même s'il n'en est pas personnellement responsable.

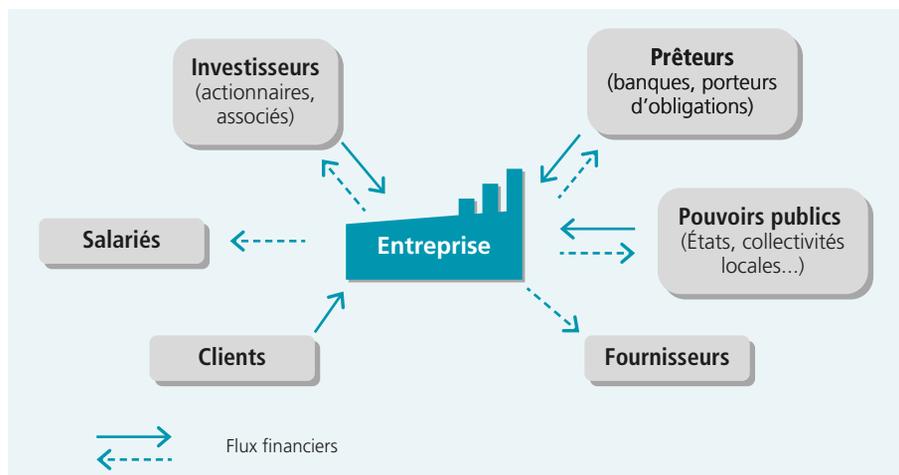
La **société à responsabilité limitée** renvoie plutôt à des sociétés de taille modeste et dont les associés, peu nombreux, s'impliquent généralement dans la gestion de l'entreprise, mais ne sont responsables qu'à concurrence de leur apport.

Enfin, la **société anonyme**, dans laquelle les actionnaires (*shareholders*) peuvent être très nombreux, permet de mobiliser des capitaux pour des montants illimités et convient notamment à des entreprises qui peuvent avoir des ambitions de développement à l'international. Une grande partie de leurs actionnaires (dits « petits porteurs ») ne souhaite et n'a pas la possibilité de véritablement participer aux décisions de l'entreprise.

Les sociétés (SA, SARL) sont plus adaptées que l'entreprise individuelle à des activités de croissance rapide : leur capital est ouvert à de nouveaux partenaires financiers.

1.2 Les partenaires de l'entreprise

L'entreprise évolue dans un environnement constitué d'agents ou d'institutions avec lesquels elle réalise des échanges financiers (► figure 1.1).



▲ Figure 1.1 Les échanges financiers de l'entreprise

- Les **investisseurs** ou apporteurs de fonds propres³ (associés, actionnaires...) fournissent à l'entreprise les capitaux nécessaires à la réalisation de son activité ; en contrepartie du risque supporté, elle leur garantit une rémunération (augmentation de la valeur des capitaux propres et versement de dividendes).
- Les **prêteurs** (établissements de crédit, porteurs d'obligations...) mettent à la disposition de l'entreprise les liquidités dont elle a besoin ; en contrepartie, elle leur verse des intérêts en *sus* du capital qu'elle doit rembourser.
- Les **clients** versent à l'entreprise la contrepartie monétaire des biens et/ou des services qu'elle leur vend.
- L'entreprise verse à ses **fournisseurs** et à ses **salariés** la rémunération de leurs prestations.
- L'entreprise peut solliciter et obtenir des subventions publiques. De plus, en contrepartie des infrastructures dont elle profite, l'entreprise verse aux **pouvoirs publics** des impôts et des taxes.

1.3 La communication financière, un enjeu stratégique

Compte tenu des échanges monétaires qu'elle effectue avec ses partenaires, l'entreprise doit produire et mettre à leur disposition une information financière les renseignant sur son niveau de profitabilité et sa situation financière. De sa capacité à être transparente dépend en effet la relation de confiance qu'elle instaure avec eux. C'est pourquoi il lui faut notamment rendre des comptes en publiant tous les ans ses états financiers (bilan, compte de résultat et annexes). Notons que, si l'information financière d'une entreprise est en principe la même pour tous les agents susceptibles de s'y intéresser, l'exploitation qui en est faite est spécifique à chacun, en fonction de ses propres attentes.

Les **clients**, les **fournisseurs** et les **salariés** s'intéressent à la solvabilité et à la liquidité de l'entreprise. Les fournisseurs et les salariés parce qu'ils souhaitent être payés dans les temps, les clients parce qu'ils veulent s'assurer de la pérennité de leurs approvisionnements (exemple : les constructeurs automobiles sont très soucieux de la santé financière de leurs sous-traitants).

Les **pouvoirs publics** sont également attentifs à la santé financière des entreprises qui sont implantées sur leur territoire, car une entreprise en difficulté induit un risque de licenciements – et donc une contribution à la montée du chômage – et une diminution des recettes fiscales.

Les établissements de crédit et les **porteurs d'obligation** (► chapitre 8) jugent de la capacité de l'entreprise à assurer le paiement de leur rémunération (intérêts)

³ On entend par « fonds propres » les apports en capital des actionnaires et les bénéfices non distribués. Ils constituent les capitaux propres figurant au passif du bilan.

et du remboursement aux échéances convenues des sommes prêtées (remboursement du « principal »). Ils se concentrent donc sur l'évaluation du risque financier pouvant conduire au défaut de paiement. Ils privilégieront certains indicateurs comme les ratios de solvabilité et/ou les ratios de liquidité (► chapitre 3).

Enfin, les attentes financières des **investisseurs** divergent en fonction de la catégorie de laquelle ils relèvent : celle des actionnaires-entrepreneurs, celle des apporteurs de fonds providentiels (*business angels*), celle des fonds d'investissement (*investment funds*) ou celle des intermédiaires qui interviennent directement sur les marchés.

1.4 Les attentes des investisseurs en matière d'information financière

Les actionnaires/entrepreneurs. Sont concernés l'entrepreneur individuel, les associés (SARL) et les actionnaires (SA) de très petites entreprises (TPE) et d'entreprises de taille intermédiaire (ETI), les entreprises familiales détentrices de la majorité du capital qui participent directement à la gestion et au développement. Ils privilégient la croissance et la pérennité de l'entreprise en réinvestissant l'essentiel des bénéfices réalisés et s'endettent peu. Ils veillent à conserver le contrôle de l'entreprise en maîtrisant son développement. Ils exploitent principalement des indicateurs tirés du compte de résultat (par exemple, le poids des charges de personnel ou des charges financières ► chapitre 2) et la mesure de la rentabilité des capitaux investis dans l'entreprise (en d'autres termes, la « richesse » que permettent de créer les actifs dans lesquels la société a investi ► chapitre 3).

Les investisseurs providentiels ou *business angels*. Il s'agit le plus souvent d'entrepreneurs aguerris et qui choisissent d'investir de l'argent et du temps dans des entreprises en création (*start-up*), lesquelles ne peuvent pas toujours compter sur les banques traditionnelles, le risque étant trop important (l'entreprise dispose en effet de peu d'actifs sur lesquels la banque peut se garantir). Dans cette catégorie, les investisseurs providentiels ne recherchent pas le versement de dividendes : ils ont comme objectif principal de revendre leurs titres dans les cinq à sept ans qui suivent pour réaliser une plus-value. Ce qu'ils cherchent à estimer est donc la capacité de la jeune entreprise à s'imposer sur un marché en devenir et à dégager une profitabilité dans un futur plus ou moins proche. Ils s'assurent que l'entreprise dispose de la trésorerie dont elle a besoin pour y parvenir et qu'elle l'utilise à bon escient. Ces financeurs, auxquels est fait un état régulier des résultats, n'exercent pas une pression démesurée sur l'entreprise ; ils privilégient plutôt la mise en place d'un dispositif d'accompagnement des créateurs (conseils, etc.). Dans ce contexte, l'aspect humain est considéré comme

essentiel. S'inscrivent dans cette logique des financeurs privés, mais aussi publics comme Bpifrance (Banque publique d'investissement).

Il arrive que de grands groupes, comme Apple, annoncent subitement des versements de dividendes afin d'attirer des fonds d'investissement dans leur capital.

Les fonds d'investissement (*investment funds*). La plupart de ces fonds cherchent à percevoir des dividendes. Mais, parmi eux, certains visent aussi le dégagement de plus-values *via* la cession des titres dans lesquels ils avaient investi : ils s'intéressent alors de près à la valorisation des capitaux propres.

Ces fonds interviennent généralement assez peu dans la gestion de l'entreprise au quotidien, mais ils exigent un *reporting* (par exemple sur l'état de la trésorerie) à une fréquence régulière (mensuelle ou trimestrielle).

Les investisseurs sur les marchés financiers (*investors in financial markets*). Les investisseurs sur les marchés financiers (entreprises, banques, sociétés financières...) cherchent essentiellement à rentabiliser leurs placements. L'entreprise constitue principalement un objet spéculatif dont l'utilité pour eux cesse dès lors que celle-ci n'offre plus vraiment de perspectives de revenus. Dans ce contexte, le métier et le fonctionnement de l'entreprise – perçue comme une boîte noire – importent assez peu. Il ne s'agit pas tant d'accompagner un projet industriel et de miser sur une personne clé ou sur la croissance que de « faire des coups » pour obtenir du cash. Pour évaluer les perspectives de rentabilité, les intervenants directs utilisent des modèles mathématiques. Les particuliers, eux, qui ne peuvent intervenir directement, peuvent néanmoins investir sur les marchés en passant par des intermédiaires financiers (*financial intermediaries*), comme leur banque. La finalité poursuivie est la même : il s'agit de faire fructifier ses placements et de spéculer en profitant des opportunités des marchés.

2 Le système financier

2.1 Les composantes et les fonctions du système financier

Pour comprendre l'organisation des échanges entre les agents économiques qui éprouvent un besoin global de financement (les entreprises ou les administrations publiques, par exemple) et les agents qui dégagent une capacité globale de financement (les ménages, par exemple), il convient de comprendre ce qu'est le **système financier** qui régit et régleme ces interactions. Que regroupe donc ce système et à quoi sert-il ?

Définition

Le **système financier** englobe les intermédiaires financiers, les marchés et l'ensemble des institutions et des mécanismes institutionnels (réglementations, systèmes de compensation, régime de change, etc.) qui rendent possibles l'existence et le bon déroulement des échanges financiers à travers le monde.

On attribue généralement au système financier une finalité première – celle de l'allocation efficace des ressources – finalité assurée par six grandes fonctions jugées stables dans le temps et dans l'espace (Bodie et Merton, 2011) :

1. **Fournir et gérer un système de paiement et de compensation** : le système financier fournit un dispositif de paiement efficace pour faciliter l'échange des biens, des services et des actifs *via* la mise en circulation d'instruments de paiement, la convertibilité des monnaies, la gestion des moyens de paiements (c'est le rôle clé des banques) et les systèmes de compensation interbancaires.
2. **Collecter de l'épargne pour financer des investissements de grande taille** : le système financier offre des mécanismes permettant de collecter l'épargne des ménages pour en faire des ressources en capital utilisables par les entreprises pour se développer. Ce sont les banques, les intermédiaires financiers et les marchés qui remplissent cette fonction de mise en commun des fonds des investisseurs.
3. **Transférer les ressources économiques à travers l'espace et le temps** : le système financier permet le transfert des ressources économiques à travers le monde (mobilité internationale des capitaux), entre les agents économiques et dans le temps.
4. **Offrir des instruments de gestion des risques financiers** : outre des fonds, le système financier transfère aussi des risques (exemples : un contrat d'assurance transfère le risque sur la compagnie d'assurance ; les actionnaires et les créanciers supportent le risque de faillite de l'entreprise dans laquelle ils ont investi ; tous les produits dérivés sont des instruments de transfert des risques d'un agent à un autre).
5. **Produire des informations qui facilitent la prise de décision économique et financière** : le système financier produit de l'information dont les agents ont besoin pour prendre leurs décisions : prix des actifs financiers, taux d'intérêt, taux de change, informations livrées par les banques et les agences de notation, etc.
6. **Proposer des solutions pour réduire l'asymétrie d'information et les conflits d'agence** : le système financier donne les moyens de réduire l'**asymétrie d'information** relative, par exemple, à la solvabilité de l'emprunteur et à l'usage qu'il fait des fonds prêtés *via* différents outils tels que les prises de participation, les contrats de prêt incitatifs, le cautionnement, etc. ; il cherche

aussi à limiter les **conflits d'agence**⁴ entre les actionnaires et les dirigeants au travers de dispositifs comme les rémunérations indexées sur la performance de l'entreprise (*stock-options*).

FOCUS

L'asymétrie d'information

On parle d'**asymétrie de l'information** lorsqu'au cours d'un échange ou d'un contrat, l'une des parties prenantes dispose d'informations pertinentes que l'autre n'a pas. Elle renvoie à l'idée selon laquelle une même information ne peut être accessible à tous les acteurs et, de surcroît, perçue de la même manière par tous les agents. Par exemple, et selon la **théorie du signal**, du fait de leur position privilégiée dans l'entreprise, les dirigeants d'une société ont accès à des informations que n'ont pas les propriétaires, ce qui conduit les dirigeants à envoyer des signaux à ces mêmes actionnaires et au marché.

Aujourd'hui, le système financier dans son ensemble est éminemment complexe : en effet, la mondialisation des échanges économiques nécessite en continu la création de structures, d'outils et de règles adaptés à la gestion de flux de capitaux toujours plus importants. Pour pouvoir l'appréhender correctement, il convient par conséquent d'en étudier les trois principales composantes : les **marchés financiers** (lieux d'échanges), ses **acteurs** (intermédiaires et différentes institutions) et ses **mécanismes de régulation**.

2.2 Les marchés financiers

Mais qu'entend-on exactement par marché financier ? À quoi sert un marché financier ? Quelles en sont les principales caractéristiques ?

Définition

Le **marché financier** (*financial market*) est un lieu virtuel (la Bourse) sur lequel sont émis et échangés des titres ou des produits financiers (actions, obligations ou encore produits dérivés). C'est sur le marché financier que sont déterminés les cours, (autrement dit les prix) des produits financiers. On retrouve ici le fonctionnement « normal » de tout marché, lieu d'échange où sont confrontées une offre et une demande en fonction d'un prix : si la demande du produit financier augmente, son prix augmente ; si la demande du produit financier baisse, son prix baisse.

⁴ Mis en évidence par la théorie de l'agence, les conflits d'agence correspondent à des divergences potentielles d'intérêts entre le principal représenté par le propriétaire de l'entreprise (l'actionnaire) et l'agent mandaté par le principal pour agir au sein d'une unité économique (le dirigeant). Voir Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976 (bibliographie en fin d'ouvrage).

2.2.1 Le rôle du marché financier

Le marché financier est géographiquement localisé sur des places financières (Bourses de Paris, de New York, de Tokyo, etc.). Dans le langage courant, le marché financier est utilisé pour désigner l'ensemble des marchés de capitaux, c'est-à-dire le marché financier au sens strict, ainsi que le marché monétaire⁵ et le marché des changes⁶.

Par principe, le marché financier est ouvert à tous les acteurs économiques. Les agents qui ont une **capacité de financement** – les ménages, par exemple – cherchent à acheter des titres afin de faire fructifier leur épargne. À l'inverse, les agents qui ont un **besoin de financement** – les entreprises ou l'État, par exemple – cherchent à vendre des titres pour obtenir des financements.

La « rencontre » entre les apporteurs de fonds et les emprunteurs de fonds peut se faire de **gré à gré** (entre deux agents), de manière **intermédiée** (financement indirect par le système bancaire) ou directement **sur les marchés** (émission de titres dits primaires, c'est-à-dire offerts et souscrits directement sur des marchés primaires par les agents à capacité de financement, en contrepartie d'apports de monnaie).

Les principaux intervenants sur les marchés financiers sont les **investisseurs institutionnels**, c'est-à-dire les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension (qui gèrent les retraites des particuliers) ou encore les fonds d'investissement (*hedge funds*), sans oublier les entreprises de marché, sociétés qui organisent le fonctionnement des marchés financiers (système de cotation, sécurité, gestion et paiements).

L'entreprise qui gère le marché financier français est Euronext Paris SA qui fait partie du groupe NYSE-Euronext.

Le rôle principal des marchés financiers consiste donc à :

- faire coïncider l'offre et la demande de capitaux ;
- promouvoir la liquidité (capacité et rapidité avec lesquelles il est possible d'acheter ou de vendre un actif sur un marché) ;
- augmenter la transparence de l'information (► Focus : L'efficacité des marchés financiers) ;
- réduire les coûts de transaction⁷ tout en permettant une négociation des titres au plus près de leur « juste valeur ».

⁵ Marché sur lequel s'échangent des titres à court ou à très court terme contre des liquidités. Il s'oppose au marché financier qui concerne les titres à moyen ou à long terme comme les actions et les obligations.

⁶ Marché sur lequel s'échangent des devises.

⁷ Un coût de transaction est un coût occasionné par un échange économique, une transaction sur le marché (en théorie, ce coût n'existe pas selon le modèle de la concurrence pure et parfaite). Il peut être direct (commission de Bourse) ou indirect (coût de prospection, temps et effort passés à la négociation et à la vérification de la transaction, etc.).

FOCUS

L'efficiency des marchés financiers (*market efficiency*)

Selon Fama (1970)⁸, le marché financier est efficient si les prix des instruments intègrent très vite toute information parvenant au marché. Les acteurs qui achètent et vendent les titres assimilent tout de suite les informations susceptibles d'affecter la détermination des prix. Il n'y a donc pas d'opportunité de réaliser un rendement supplémentaire sur un actif pour la simple raison qu'il est plus risqué parce que l'information a déjà été intégrée. Les évolutions ultérieures des prix ne seront liées qu'aux arrivées d'informations radicalement nouvelles et inattendues.

Il existe plusieurs degrés d'efficiency :

- l'efficiency est faible si seule l'information contenue dans les prix historiques est complètement reflétée par les prix des actifs ;
- l'efficiency est semi-forte si toutes les informations publiques sont complètement reflétées par les prix des actifs sur le marché ;
- l'efficiency est forte si toutes les informations disponibles, publiques mais aussi privées (donc confidentielles) sont prises en compte par les prix des instruments financiers sur le marché.

EN PRATIQUE

La transformation du marché financier

En 1986, le marché financier se modernise considérablement. Les transformations opérées sont marquées par :

- la **déréglementation** (les barrières qui entravent la liberté des opérations financières internationales sont supprimées) ;
- la **dématérialisation** (les titres abandonnent leur forme papier et la cotation informatique est mise en place) ;
- le **décloisonnement** (est créé un seul marché unique des capitaux qui regroupe le marché financier, le marché des changes et le marché monétaire).

Une telle modernisation s'est traduite par un fort développement des marchés : les entreprises ont recours de manière plus systématique aux marchés financiers pour obtenir des capitaux ; les ménages sont incités par les banquiers à placer leur épargne sur les marchés financiers ; les banques elles-mêmes se restructurent et développent leurs activités de marché en qualité d'investisseurs et non plus seulement en qualité de simples intermédiaires ; d'où l'émergence de nouveaux produits financiers toujours plus complexes.

⁸ Fama E. F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, 1970.

2.2.2 Les instruments financiers

Si les principes de base de fonctionnement des marchés financiers sont relativement simples, l'ingéniosité des experts financiers a donc permis au fil des années de créer toute une panoplie d'instruments financiers de plus en plus variés et parfois extrêmement complexes.

Concrètement, sont négociés sur les marchés, au côté des actifs financiers « classiques » – actions (*shares or stocks*), obligations (*bonds*) –, des produits dérivés (*derivatives*), des matières premières, agricoles, minérales ou commodités (*commodities*), des devises (*currencies*) ou encore des marchés de contrats d'échanges ou *swaps* (considérés comme des instruments financiers même si leur nature n'en fait pas des instruments en soi)⁹.

Définition

Un **actif financier**, que l'on peut aussi appeler instrument, titre ou produit financier (*financial instrument*), est un contrat généralement négociable sur les marchés financiers et doté d'une valeur économique puisqu'il est supposé générer de futurs flux de trésorerie à son porteur ou détenteur (la valeur d'un bien correspond en effet à la somme des revenus futurs actualisés que ce bien est censé produire ► chapitre 5).

Assimilés à des actifs incorporels (*intangible assets*), les instruments financiers sont de plusieurs types : titres de créance ou titres de dettes (*debt instrument*), titres de propriété (*equity instrument*) et titres hybrides (*hybrid instruments*).

Les **titres de créance** tels que les obligations (► chapitre 8) donnent à leur porteur le droit à des versements d'intérêts et au remboursement du montant principal investi (ou prêté). Les **titres de propriété** tels que les actions (► chapitre 9) confèrent à leur détenteur un droit de participation dans la vie de la société émettrice du titre à travers le droit de vote (proportionnel à la part détenue en capital) et le droit financier (sous la forme de dividendes représentant une participation aux bénéfices de l'entreprise, si cette dernière décide d'en distribuer une partie). Enfin, les **titres hybrides** sont des titres qui empruntent à la fois des caractéristiques appartenant aux deux premiers types de titres (plus particulièrement, les actions et les obligations) tels que les obligations convertibles, les obligations remboursables, etc.

Enfin, notons qu'il existe autant de marchés que d'instruments financiers. Dans un souci de clarification, il est néanmoins possible de les catégoriser en opérant

⁹ Les chapitres 8, 9, 10 et 11 sont respectivement consacrés aux obligations, aux actions, aux produits dérivés et à la gestion de portefeuille.

trois grandes distinctions : une distinction marchés sous-jacents/marchés dérivés ; une distinction marchés de gré à gré/marchés organisés ; une distinction marchés primaires/marchés secondaires.

2.2.3 Une typologie des marchés financiers

Marchés sous-jacents versus marchés dérivés. Les actifs peuvent être classés en **actifs sous-jacents** (*underlying*) d'une part (qui sont négociés comme tels sur le marché ou servent de sous-jacents à des produits plus complexes appelés produits dérivés) et les **produits dérivés** (dont la valeur dérive d'actifs sous-jacents). Les dérivés peuvent également être les sous-jacents d'autres produits dérivés plus complexes comme les produits structurés, d'où la possibilité de créer une multitude de produits financiers. Les marchés financiers eux-mêmes répondent à cette même distinction. Nous repérons donc :

- les **marchés sous-jacents** ; il s'agit de marchés de matières premières et autres commodités, marchés d'actions (la Bourse), marchés obligataires, monétaires et enfin marchés des changes ;
- les **marchés dérivés** qui comportent deux catégories principales : les marchés à terme (*forward*) et les marchés d'options (*options markets*).

Marchés organisés versus marchés de gré à gré. Les marchés financiers, outre leur distinction par types de produits, peuvent être classés en fonction de leur mode d'organisation :

- un marché est dit **organisé, standardisé ou réglementé** lorsqu'il est régi par des règles et encadré par une autorité organisatrice. En général, on retrouve les chambres de compensation (*clearing houses*) comme principales autorités organisatrices, comme le New York Stock Exchange ou Wall Street, Eurolist (marché organisé européen), etc. ;
- un marché est dit **marché de gré à gré** (*over the counter, OTC*) en l'absence d'autorité organisatrice. Toutefois, bien que ces marchés soient considérés comme le lieu d'échanges non réglementés, ils sont cependant fortement encadrés d'un point de vue juridique.

Marchés primaires versus marchés secondaires. Les **marchés primaires** (*primary markets*) sont appelés également les **marchés du neuf** où a lieu l'émission de nouveaux titres comme les actions ou les obligations. Le premier échange de titre a lieu sur ce marché entre l'émetteur et l'investisseur, premier détenteur du titre émis.

Par opposition aux marchés primaires, les **marchés secondaires** (*secondary markets*) sont appelés **marchés d'occasion** en ce qu'ils constituent le lieu de négociation et d'échange de titres déjà créés sur les marchés primaires. En effet,

ils permettent aux acteurs n'ayant pas pris part aux marchés primaires d'acheter des titres dont les détenteurs veulent se désengager ou céder.

D'autres distinctions importantes sont à opérer entre les marchés de capitaux et les marchés monétaires, et entre les marchés externes et les marchés internes, etc.

FOCUS

Les comportements sur les marchés financiers

On observe sur les marchés financiers quatre grands types de comportement : l'investissement, l'arbitrage, la couverture et la spéculation.

L'**investissement** consiste à placer des fonds sur le long terme. C'est le cas, par exemple, d'un particulier qui achète les actions d'une entreprise pour percevoir des dividendes tous les ans et faire fructifier un portefeuille.

L'**arbitrage** consiste, lui, à profiter d'un décalage de prix entre deux marchés financiers. Par exemple, si le prix de l'or est moins élevé à Paris qu'à Tokyo, un investisseur est tenté d'acheter une quantité d'or à Paris et de la revendre à Tokyo pour réaliser un gain. L'arbitrage permet ainsi de corriger les anomalies du marché : si le volume des achats à Paris est important, le prix de l'or va augmenter et s'aligner sur le prix de Tokyo.

La **couverture** consiste à se protéger contre un risque. Elle est assurée par différents produits complexes. Les *credit default swaps* (CDS) sur obligation sont des produits dérivés permettant de se couvrir contre le risque de non-remboursement d'une obligation de la part de l'émetteur.

La **spéculation** consiste à prendre un risque délibéré pour obtenir un gain important dans le cadre d'une stratégie de court terme. Par exemple, un agent achète une action pour la revendre immédiatement afin de réaliser une plus-value. La spéculation est utile, car elle permet de rendre les marchés financiers plus liquides puisque les échanges ne sont pas bloqués par un manque d'acheteurs ou de vendeurs.

2.3 Les intermédiaires financiers

Pour rappel, les acteurs du marché financier sont les particuliers (les ménages), les investisseurs institutionnels, les entreprises, les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, etc. Les **intermédiaires financiers** sont les banques de dépôt, les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement réglementés et les banques d'investissement.

Leur rôle consiste à créer des conditions d'échanges plus favorables que celles des échanges directs entre les prêteurs et les emprunteurs de fonds. En effet, les intermédiaires empruntent des fonds d'investisseurs dotés de surplus de fonds afin de les prêter à ceux qui en ont besoin tout en permettant des économies de coûts de transactions.

De surcroît, les épargnants n'ont pas toujours les moyens d'obtenir directement des informations suffisantes sur les emprunteurs et sur leurs projets.

Les intermédiaires leur assurent donc l'accès à ces informations. Ils transforment également des actifs non désirables par les investisseurs en actifs plus attractifs (Fabozzi et Peterson, 2011).

De plus, les intermédiaires ont l'avantage majeur de mener une activité garante de plus de sécurité, de liquidité et de crédibilité. En effet, être prêteur d'un intermédiaire financier ayant plusieurs débiteurs est plus sûr que d'être directement créancier d'un nombre important de débiteurs. Ainsi, ils contribuent à accroître le volume d'épargne dans l'économie.

Enfin, ils rapprochent et rendent cohérents les risques individuels des emprunteurs acceptables par les prêteurs. Toutefois, ils prennent à leur charge les autres risques financiers issus de la transformation qu'ils assurent, tels que :

- le **risque de défaut** se produit lorsque bon nombre de créanciers ne parviennent pas à honorer leurs obligations et lorsque les garanties éventuelles, contre lesquelles ces crédits ont été accordés, ont perdu de leur valeur à la suite d'événements imprévus comme, par exemple, l'effondrement de leur marché ;
- le **risque d'illiquidité** correspond au risque que les épargnants qui ont procédé à des placements à court terme souhaitent récupérer leurs fonds plus tôt que prévu alors que ceux-ci sont immobilisés pour une longue période, destinés à financer des crédits à long terme. Normalement, les intermédiaires financiers initient leurs transactions en anticipant que tous les épargnants ne souhaiteront pas retirer leurs fonds au même moment. Toutefois, c'est exactement ce qui se passe en période de crise et d'incertitude, ce qui provoque l'insolvabilité de l'intermédiaire financier ;
- le **risque de gestion** : le rendement des investissements (des prêts) est aléatoire comme il dépend des résultats effectifs des emprunteurs. En revanche, la rémunération de l'épargne est certaine comme elle est fixée par l'intermédiaire financier ;
- le **risque de taux d'intérêt** : les crédits sont le plus souvent octroyés à taux fixe, alors que l'épargne collectée a une rémunération qui varie plus ou moins souvent. Logiquement, les placements courts rapportent moins que les placements longs et les emprunts courts sont moins coûteux que les emprunts longs. Par conséquent, les intermédiaires financiers peuvent gagner la différence entre les intérêts perçus sur les emprunts longs et les intérêts versés sur les placements courts. Cependant, il peut arriver que les taux courts dépassent les taux longs comme ce fut le cas en France en 1987-1988 et en 1992-1993. Dans de tels cas, les intermédiaires financiers se trouvent en situation délicate en termes de marges.

Ainsi, dans la mesure où les intermédiaires financiers s'interposent entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement, ils créent ce que l'on appelle la **finance indirecte** ou **finance intermédiée**. À l'opposé, la **finance directe** représente la situation dans laquelle les marchés financiers relient directement entre eux les prêteurs et emprunteurs.

FOCUS

Un exemple d'intermédiaires financiers : la chambre de compensation (*clearing house*)

La chambre de compensation est une institution indispensable au fonctionnement des marchés standardisés. Sa mission principale est d'éviter le **risque de contrepartie**, en d'autres termes le risque de ne pas être payé pour le vendeur et celui de ne pas être livré pour l'acheteur.

En pratique, la chambre de compensation intervient entre l'acheteur et le vendeur. Formellement, en cas de livraison physique ou cession de titres, elle achète les titres au vendeur et les revend à l'acheteur. En cas de défaillance du vendeur, elle se chargera de se procurer les titres et de les livrer à l'acheteur, au prix convenu à l'initiation de la transaction. En cas de non-paiement de l'acheteur, la chambre de compensation se chargera de régler le prix des titres au vendeur. Pour prévenir ces risques, la chambre de compensation exige de fortes garanties de la part des prestataires de services d'investissement, membres du marché.

Il faut noter qu'une chambre de compensation est avant tout une société privée qui doit répondre à des exigences de rentabilité et faire face à une concurrence assez vive. Par exemple, la chambre de compensation associée à Euronext s'appelle LCH, née de la fusion en 2003 de London Clearing House et de Clearnet SA. Clearstream est une autre chambre de compensation internationale, située au Luxembourg.

CONTROVERSE

Les marchés financiers sont-ils assez solides pour jouer leur rôle ?

Les marchés financiers et les spéculateurs sont souvent désignés comme étant à l'origine de la crise économique. La crise désigne le retournement brutal à la baisse de la conjoncture économique. Les crises financières peuvent prendre différentes formes : crise de change, crise de la dette souveraine, crise boursière, crise bancaire. Les **innovations financières** visaient à réduire la fréquence et la puissance des crises, mais depuis les années 1990,

le système financier international n'a pas échappé à l'apparition de bulles spéculatives (évolution des prix sans rapport avec la valeur réelle intrinsèque des entreprises) et à l'excès de titrisation. Ce mécanisme consiste à transformer un actif non négociable sur un marché en un titre financier ; il contribue à opacifier les instruments et, par conséquent, les marchés financiers. L'année 2007 avec la crise des

*subprimes*¹ aux États-Unis et l'année 2008 marquée par la faillite de la banque Lehman Brothers ont démontré la fragilité du système financier. Deux phénomènes ont contribué à la propagation de cette crise à l'économie réelle et à l'échelle mondiale :
– systémique, la crise s'est diffusée à l'ensemble du système financier international. Ce **risque systémique** s'est traduit par une dégradation brutale de la stabilité

