

Université d'Auvergne, Clermont I
Faculté de Sciences économiques et de gestion

2^{ème} année de DEUG

Cours de Mr Diemer Arnaud

SYSTEMES FINANCIERS ET MONETAIRES

CHAPITRE III : LE MARCHE FINANCIER

PLAN

I) L'organisation du marché financier français

A) Les intervenants sur le marché financier

B) Les caractéristiques du marché financier

- 1) Le marché primaire
- 2) Le marché secondaire
- 3) Le Nouveau Marché
- 4) Le marché libre
- 5) Les marchés à terme

C) Le marché boursier français

- 1) La capitalisation boursière
- 2) Les indices boursiers

II) Analyse de l'offre de produits financiers

A) Les obligations

B) Les actions

C) Les titres mixtes

III) Les fonctions du marché financier

A) Financement de l'économie et allocation des ressources

B) Gestion de l'information

C) Les dysfonctionnements du marché

IV) Le marché financier européen

A) L'Euro NM

B) Le Nadasq européen

C) L'alliance boursière européenne

- 1) La création d'Euronext
- 2) L'échec du projet IX (Londres-Francfort)

Il s'agit d'une dénomination générale pour désigner le marché des capitaux à long terme. Le marché financier apparaît à travers les différents intervenants : autour des est placé sous la tutelle d'un organisme chargé d'en assurer le contrôle et la surveillance (la COB). Le marché financier sur lequel sont émis et négociés des titres (actions, obligations) dont l'échéance est généralement supérieure à 7 ans, s'articule autour de deux compartiments : le marché primaire et le marché secondaire. Sur les différents compartiments de ce marché, la demande de titres peut émaner soit des entreprises, soit des ménages, soit de l'Etat ou des collectivités publiques.

I) L'ORGANISATION DU MARCHE FINANCIER FRANCAIS

A) Les intervenants sur le marché financier

Nous pouvons distinguer successivement l'autorité professionnelle (Conseil des Marchés Financiers), celle de surveillance (Commission des Opérations Bourse), l'entreprise de marché (SBF – Bourse de Paris), et les intermédiaires financiers.

1) Le Conseil des Marchés Financiers (CMF)

Le CMF a été créé par une loi de 1996 portant sur la modernisation des activités financières. Le CMF fixe notamment les principes généraux d'organisation et les règles de fonctionnement des marchés ; les règles de bonne conduite des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ; les règles relatives aux offres publiques (la gestion des OPA, OPE, les titres à prix déterminé...). Le CMF dispose également d'un pouvoir de sanction disciplinaire à l'égard des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

2) La Commission des Opérations de Bourse (COB)

Créée en 1967, la COB est un établissement public à caractère spécialisé. La COB est chargée de veiller au bon fonctionnement du marché financier. Depuis la loi du 2 août 1989, son indépendance a été renforcée, la COB intervient dans différents domaines :

- Elle reçoit les plaintes du public et surveille le bon fonctionnement des marchés (mouvements anormaux des cours dus à des manipulations, délits d'initiés, ...).
- Elle contrôle l'information diffusée par les sociétés cotées et les sociétés faisant appel à l'épargne public.
- Elle exerce un pouvoir de tutelle sur les sociétés de gestion de portefeuille et d'OPCVM qui ne peuvent exercer leur activité sans l'agrément de la COB.

3) L'entreprise de marché, la Société des bourses françaises (SBF)

La *SBF – Bourse de Paris* est une institution financière, plus précisément une société anonyme dont le capital est détenu par les membres du marché.

Sous le contrôle du CMF, elle fixe les règles *d'adhésion* de ses membres ; *d'admission* des sociétés à la cote ; *de fonctionnement* des marchés boursiers. En outre, elle assure la surveillance des systèmes informatiques de cotation, la diffusion des cours en temps réel auprès de tous les opérateurs.

Pour assurer ses nombreuses missions, la SBF-Bourse de Paris est devenue une société mère dirigeant un ensemble de filiales spécialisées dans les différents métiers boursiers (MONEP SA et SNM, Société du Nouveau Marché, MATIF SA...).

4) Les intermédiaires négociateurs

En raison de la technicité des marchés de valeurs mobilières, des intermédiaires spécialisés sont chargés du bon déroulement des transactions. Depuis 1996, les métiers de la bourse sont ouverts à l'ensemble des prestataires de services d'investissement français et étrangers, soit les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, sous réserve d'avoir été agréé par la COB, le CMF et le CECEI.

B) Les caractéristiques du marché financier

Le marché financier est composé de 4 compartiments ; *le Premier Marché*, *le Second Marché*, *le Nouveau Marché*, *le Marché Libre* ; auxquels il nous faut ajouter les *marchés non réglementés* et les *marchés de produits dérivés* (ceux portant sur la couverture des risques, soit le MONEP et le MATIF).

1) Le marché primaire

Le marché primaire (Premier Marché) est le marché des émissions de titres financiers (c'est la mise en circulation initiale). Il regroupe toutes les valeurs inscrites à la cote officielle, avec pour principales conditions d'admission :

- mettre au moins 25% de son capital à la disposition du marché
- avoir un capital devant être réparti en 320 000 titres au minimum
- pouvoir diffuser une opération complète et régulière
- avoir dégagé des bénéfices et distribué des dividendes au cours des 3 dernières années

De telles conditions limitent les demandes d'admission et expliquent que seulement 5% des sociétés privées soient cotées au Premier Marché. Les opérations peuvent être réalisées *au comptant* (cotation des actions des sociétés françaises et étrangères les moins actives et la quasi-totalité des obligations, règlement des opérations à la clôture de la Bourse) *ou à terme* (le marché à terme, encore appelé *Règlement Mensuel [RM]* concerne les principales valeurs françaises et étrangères, règlement des opérations à terme, c'est à dire au jour de liquidation du mois boursier). En septembre 2000, le marché à règlement mensuel (RM) a été remplacé par le SRD.

Le marché à terme génère régulièrement des comportements spéculatifs permettant d'acheter ou de vendre « à découvert ». Ainsi « l'acheteur à découvert » est celui qui achète une action (100 €), sans posséder une telle somme. S'attendant à une hausse des cours (120 € dans le courant du mois), il peut alors décider de vendre. Au terme du mois boursier, son compte sera ainsi débité de son achat initial (100€) et crédité de sa vente (120€). L'agent réalise ainsi une plus-value de 20 €

La cotation du marché est depuis 1986 informatisée en temps continu. Les transactions ne se déroulent plus dans le Palais Brongniard mais au travers du système SuperFac (terminaux informatiques installés chez les négociateurs et reliés aux ordinateurs centraux de la SBF – Bourse de Paris).

2) Le marché secondaire

Créé en 1983 dans le but d'attirer un plus grand nombre d'entreprises (notamment les PME), le marché secondaire est le marché où s'échangent les titres déjà émis (c'est en quelque sorte *le marché de l'occasion*). Il assure la liquidité et la mobilité de l'épargne investie en valeurs mobilières. Son rôle est de fournir une évaluation permanente des titres cotés et d'effectuer des transactions.

Le marché secondaire exige des conditions d'admission moins sévères que le Premier Marché :

- assurer la diffusion de seulement 10% du capital
- atteindre une capitalisation boursière de 1 524 450 €
- coût d'accès et de publication des comptes réduits.

L'existence des marchés secondaires répond à la nécessité de créer un marché officiel et organisé pour les détenteurs de titres qui souhaitent récupérer leurs fonds sans devoir attendre l'échéance. Un besoin de liquidité de la part d'un actionnaire se conçoit aisément puisque la durée de vie d'une action correspond à celle de la société (or les statuts prévoient généralement une durée de vie sociale de 99ans tacitement reconductible...).

3) Le Nouveau Marché

La société du Nouveau Marché (SNM), filiale à 100% de la SBF, a mis en place une structure autonome destinée à aider les entreprises jeunes et innovantes (notamment spécialisées dans les nouvelles technologies) à accélérer leur croissance en trouvant des investisseurs en Bourse. La SNM fixe les règles de fonctionnement de ce marché Elle est assistée d'un **comité consultatif** (10 membres choisis en fonction de leur compétence) chargé de favoriser les candidatures et d'analyser les projets présentés, et d'un **comité d'admission**, chargé des admissions et des radiations d'entreprises. Les conditions minimales à remplir sont : total de bilan de 3 000 000€, fonds propres de 1 200 000€, 100 000 titres à diffuser pour un montant de 1 524 450 €

4) Le marché libre

Depuis la disparition du marché « *Hors cote* » en 1998, il existe un autre marché qui n'est pas réglementé comme les précédents, mais qui est organisé par la SBF – Bourse de Paris, appelé Marché Libre. En règle général, peu de titres sont à la disposition du public, la COB n'y exerce un contrôle que s'il y a appel public à l'épargne.

5) Les marchés réglementés

Ce sont des *marchés organisés* ou des *marchés de gré à gré*.

- Les premiers font l'objet d'une réglementation publique ou privée, mais ne disposent pas d'une autorité de tutelle. Le marché des contrats d'échanges à terme de devises (ou marché des Swaps) est ainsi régi par une organisation professionnelle, l'ISDA (International Swaps Dealers Association), chargée de définir les règles engageant bilatéralement les contractants.

Un Swap (en anglais, échanger) représente un échange de dettes entre deux parties souhaitant modifier leur exposition aux risques. Ainsi deux agents A et B, endettés pour un montant équivalent, le premier en \$, le second en €, peuvent engager un swap de devises. Pensant que le \$ va s'apprécier contre le €, A souhaiterait pouvoir rembourser en € dans le futur. Si B a une opinion strictement inverse, par un swap, A pourra s'endetter en € et B en \$.

- Les seconds sont des marchés libres se caractérisant à la fois par l'absence de réglementation des opérations et l'absence d'autorité de tutelle et de surveillance. Il n'existe pas de contrats standardisés, ni de chambres de compensation assurant la bonne fin des opérations, le règlement et la livraison des produits échangés.

6) Les marchés des produits dérivés (ou de gestion des risques)

Le développement des produits dérivés correspond essentiellement à un désir de disposer d'instruments de couverture contre plusieurs risques liés à l'évolution défavorable des taux d'intérêt, des cours boursiers de certaines valeurs mobilières ou des matières premières. Il s'agit du marché à terme des instruments financiers (*MATIF*) et du marché des options négociables à Paris (*MONEP*) créés respectivement en 1986 et 1987. Ces marchés sont dits dérivés de ceux des obligations et actions en ce sens qu'ils commercialisent des titres définis par rapport au risque.

- Le MATIF a comme objectif principal d'assurer la couverture contre le risque de taux subi à la fois par l'émetteur et le souscripteur d'un titre d'emprunt (obligation, bon du trésor) en cas de variation des taux d'intérêt. En rappelant la relation qui existe entre le prix d'un titre et son taux de rendement, on voit que le souscripteur redoute une hausse des taux d'intérêt qui entraînerait une perte en capital.

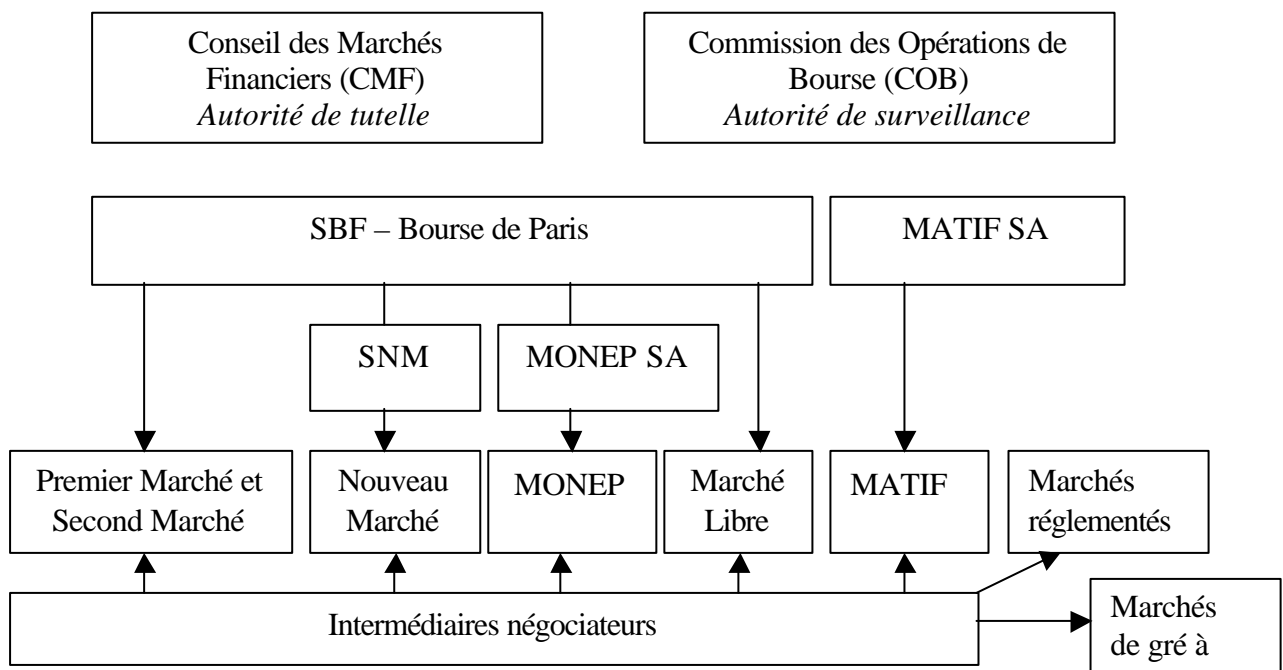
De son côté, l'émetteur de l'obligation craint une baisse des taux d'intérêt, car il aurait mieux valu qu'il attende un peu afin d'émettre des titres à des conditions plus avantageuses.

Une solution consiste à émettre des obligations à taux variables. Cependant, chaque agent peut également se couvrir contre son risque sur le MATIF à l'aide de contrats à terme. Ces contrats permettent de figer les positions de l'émetteur et du souscripteur au plus tard jusqu'à son échéance. Le premier se prémunit contre une évolution à la baisse et le second contre une évolution à la hausse. La transaction prendra la forme d'un contrat négociable standardisé qui a un cours coté.

- Le MONEP a pour objectif principal d'assurer la couverture contre le risque de variation défavorable du cours d'une valeur mobilière. Ainsi un agent qui s'engage à vendre une certaine quantité de titres dans un mois redoute une chute du cours entre-temps. Inversement, un agent qui s'engage à acheter une certaine quantité d'un titre dans un mois redoute une hausse du cours.

La protection contre ce risque passe par l'achat d'une « option ». Il s'agit d'un contrat qui donne à son détenteur le droit et non l'obligation d'acheter ou de vendre une certaine quantité de titres (*le sous-jacent*) à un cours fixé à l'avance (*le prix d'exercice*) et à une date ou jusqu'à une échéance choisie à l'avance. Pour bénéficier de ce droit, l'acheteur paie à l'émetteur de l'option une somme appelée premium ou prime, que l'option soit exercée ou non. Les options d'achat sont appelées « *des calls* » et les options de vente « *des put* ».

Fig 1 : Les différents compartiments du marché financier



C) Le marché boursier français

Le marché boursier français est composé de 4 segments sur lesquels sont cotées les entreprises : *Premier Marché*, *Second Marché*, *Nouveau Marché*, *Marché Libre*. Le choix du marché dépend de la dimension des entreprises et de leur profil. Les plus grandes accèdent au Premier Marché tandis que les PME sont introduites sur le Second Marché. Le Nouveau Marché concerne les sociétés entrepreneuriales à fort potentiel de croissance et le Marché Libre (ouvert en 1996) est un marché non réglementé au sens de la directive européenne sur les services d'investissement mais organisé.

1) La capitalisation boursière

Un moyen de cerner l'activité de la bourse repose sur le calcul de la *capitalisation boursière*. Elle est égale au produit du cours d'un titre par le nombre de titres émis. *La capitalisation totale* est la valeur boursière de tous les titres inscrits à la cote d'une place financière. Il existe également une capitalisation boursière des actions, des obligations, des titres participatifs... La capitalisation varie en fonction des fluctuations des cours boursiers et des opérations en capital. Les introductions en bourse, les privatisations, les augmentations de capital, l'inscription à la cote de nouveaux emprunts obligataires renforcent la capitalisation boursière. La *capitalisation flottante* permet de caractériser la liquidité du marché d'une action. La totalité du capital de la société cotée est inscrite à la cote, mais une partie seulement de celui-ci est mise sur le marché boursier (elle circule réellement et constitue le flottant). La capitalisation flottante correspond donc à la proportion de titres détenus par les actionnaires dont l'objectif n'est pas de contrôler l'entreprise mais de gérer un portefeuille d'actions de façon à obtenir la meilleure rentabilité. **Un flottant élevé garantit une bonne liquidité sur le marché secondaire.**

D'après le critère de la capitalisation boursière, il est possible de hiérarchiser les différentes places internationales et d'effectuer des comparaisons. New York et Tokyo sont généralement les deux principales places financières. La Bourse de Paris occupe le 5^{ème} rang. Ajoutons que depuis le 1^{er} janvier 2001, les statistiques font désormais apparaître *Euronext*, qui regroupe les Bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles.

2) Les indices boursiers

Les indices boursiers permettent de mesurer l'évolution des marchés boursiers, de comparer les résultats des différentes places financières. Ils servent de référence pour mesurer les performances boursières des investisseurs et des gestionnaires de portefeuilles. Un indice boursier représente par un nombre unique la variation relative d'un ensemble de cours boursiers. Il se définit par l'échantillon des valeurs retenues, la pondération des valeurs le composant, la date de référence (ou période de base).

La gestion des indices de la place de Paris, a été confiée à *un Conseil indépendant* composé de personnalités reconnues pour leur expertise dans les domaines financiers et statistiques et de représentants des organes de tutelle des marchés financiers. Le Conseil scientifique de la place de Paris a pour mission de gérer les échantillons et d'en contrôler la fiabilité et la représentativité.

Pour chaque indice, la Bourse de Paris calcule plusieurs mesures ; *l'indice des prix* ou *indice nu* qui ne tient pas compte des dividendes versés, et deux indices de rentabilité. La valeur de l'indice nu se calcule de la manière suivante :

$$I = 1\ 000 \times \frac{\text{Somme des capitalisations quotidiennes des valeurs}}{K \times CB}$$

K est le coefficient de la base dû aux admissions, radiations, et opérations modifiant le capital, et CB représente la capitalisation de base au 31 décembre de l'année de référence. Afin de répondre aux besoins de la gestion de portefeuille, et mesurer la performance d'un placement, l'indice des prix est complété par deux indices de rentabilité :

Un indice de rentabilité nette calculée en réinvestissant le montant des dividendes nets versés dans les portefeuilles que constituent les échantillons.

Un indice de rentabilité globale calculée en réinvestissant le montant global des dividendes (net + avoir fiscal) versés dans les portefeuilles que constituent les différents échantillons.

La Bourse de Paris dispose d'un gamme complète d'indices boursiers qui sont adaptés à chaque segment de la bourse. Les indices CAC 40, SBF 120 et SBF 250 ont été conçus selon une logique d'emboîtements (SBF 250 > SBF 120 > CAC 40). Les trois indices CAC 40, SBF 80 et SBF 120 ; ainsi que les deux nouveaux indices technologiques (IT CAC et IT CAC 50) sont calculés en continu : chaque nouveau cours coté de l'une des valeurs de l'échantillon est diffusé toutes les 30 secondes. Quatre autres indices (SBF 250, MIDCAC, indices du second marché et du nouveau marché) sont calculés sur la base des cours d'ouverture et de clôture.

a) Le CAC 40

Le CAC 40 - environ 70% de la capitalisation boursière des actions cotées sur la place de Paris – est calculé à partir d'un échantillon de 40 valeurs cotées sur le premier marché. Les valeurs du CAC 40 doivent figurer parmi les 100 premières capitalisations boursières et avoir un flottant de l'ordre de 65%. Une valeur qui ne remplit plus les critères définis ci-dessus , se trouve aussitôt remplacée par une autre.

L'indice CAC 40 est calculé en permanence et à chaque nouveau cours coté de l'une des valeurs de l'échantillon. Il est diffusé toutes les 30 secondes, en temps réel, sur les vecteurs d'information boursière.

La structure de l'actionnariat des sociétés cotées françaises se caractérise par l'importance prise par les investisseurs étrangers qui possèdent actuellement plus du tiers des actions des sociétés composant le CAC 40.

ALCATEL : 40%	BNP : 35%	ELF : 47%	MICHELIN : 40%
PEUGEOT : 40%	SOCIETE GENERALE : 45%	TOTAL : 50%	

b) Les indices SBF 120 et SBF 80

L'indice SBF 120 comprend les 120 premières valeurs de la cote en termes de liquidité et de capitalisation. Il comprend les valeurs du CAC 40 auxquelles s'ajoutent 80 valeurs du premier et du second marché cotées en continu (ainsi le SBF 80 regroupe les 80 valeurs du SBF qui n'appartiennent pas au CAC 40).

c) L'indice général SBF 250

Il est composé d'un échantillon des 250 valeurs françaises des Premier, Second et Nouveau marchés représentatives des secteurs économiques de la cote. Cet indice se compose de 12 secteurs regroupés en trois grands secteurs : les valeurs industrielles qui comprennent 7 secteurs (101 à 107) ; les services qui comprennent deux secteurs (208 et 209) ; les sociétés financières qui comprennent 3 secteurs (310-312).

d) L'indice second marché

C'est un *indice ouvert*, c'est à dire que le nombre de valeurs le composant n'est pas fixe. Les valeurs sélectionnées parmi les actions cotées au second marché doivent répondre à deux critères : la représentativité et l'animation. Les valeurs ayant une capitalisation trop forte ($>$ à 3% de la capitalisation du marché) ou trop faible ($<$ 0,07%) sont exclues de l'échantillon. Il en est de même pour tous les valeurs ne présentant pas d'animation boursière suffisante : celles dont la fréquence moyenne de cotation est inférieure à 7 séances sur 10 et celles dont le taux de rotation (rapport du volume des échanges à la capitalisation) est inférieur au minimum fixé chaque année par le conseil scientifique.

e) L'indice SBF-FCI

Cet indice est calculé sur un échantillon d'obligations convertibles dont le nombre n'est pas fixe pour mieux s'adapter à l'évolution de la structure du marché. L'échantillon doit représenter au moins 70% de la capitalisation boursière des obligations convertibles et 80% des capitaux échangés.

f) Les indices technologiques IT CAC et IT CAC 50

Les deux indices IT CAC et IT CaC 50 (IT pour Information Technology) ont été lancés en mars 2000 pour représenter l'évolution des valeurs technologiques liées à la Nouvelle Economie. Toutes les valeurs du secteur Informatique ainsi que les valeurs des sociétés de télécommunications (secteur : Electricité, Electronique, Télécommunications) entrent dans ces indices.

Les indices IT sont pondérés par les capitalisations boursières. Cependant, pour éviter les effets pervers liés à la taille de valeurs composant l'échantillon (France Télécom, la plus forte capitalisation et Tonna Electronique, la plus faible), le poids dans les deux indices des plus fortes capitalisations est limité à 8%. L'indice IT CAC intègre l'ensemble des sociétés cotées constituant la population des valeurs technologiques alors que l'IT CAC 50 est composé des 50 valeurs ayant le degré de liquidité le plus élevé (hors CAC 40).

II) ANALYSE DES PRODUITS FINANCIERS

Il existe trois types de produits circulant sur le marché financier : les obligations, les actions, et depuis 1983 (loi Delors), les titres mixtes

A) Les obligations

Ce sont des titres émis par les entreprises publiques ou privées , l'Etat ou les établissements de crédits. Pour les souscripteurs, il s'agit de créances sur les émetteurs, donnant droit à une rémunération en principe fixe, déterminée par le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'emprunt. Sur le marché obligataire de la place de Paris, l'Etat est généralement le principal émetteur d'obligations. Comme le souligne le tableau ci-après, les émissions brutes des résidents se sont établies à 87,2 milliards d'€(dont 95,5% à taux fixe), en nette diminution par rapport à 2000 (- 23%). Ce recul est essentiellement dû à celui de l'activité des sociétés non financières (- 58%).

Fig 2 : Emissions d'obligations et de titres participatifs par les résidents sur la place de Paris

Agents	Emissions brutes	
	2000	2001
Administrations publiques	48.68	53.74
- dont Etat	47.46	50.01
Etablissements de crédit	29.46	17.22
- Banques	12.99	8.39
- Sociétés financières	15.37	8.53
- Sociétés financières spécialisées	1.10	0.30
Assurances	2.16	2.87
Sociétés non financières	0.45	0.12
TOTAL	112.55	87.16

Le marché des obligations n'est pas tout à fait homogène (c'est à dire caractérisé par une durée fixe, une rémunération fixe et des remboursements constants). Depuis quelques années, de nombreuses innovations sont apparues pour couvrir deux risques encourus par les émetteurs et les souscripteurs : *le risque de variation des prix* (tout souscripteur court un risque de hausse des prix, c'est à dire de baisse de son pouvoir d'achat) et le risque de variation des taux d'intérêt (étant donné la relation inverse entre taux d'intérêt et cours de l'obligation).

1) Les obligations à taux variable

Le taux et le coupon annuel de ces obligations varient en fonction du taux pris comme référence. L'émetteur garantit généralement un taux d'intérêt minimum et limite son risque en fixant un taux maximum. Les obligations à taux variable apportent une sécurité à l'épargnant puisque les variations de taux se répercutent sur les coupons qui sont variables mais non sur les prix (les risques de pertes en capital sont donc théoriquement nuls).

2) Les obligations indexées

En période d'inflation, les obligations classiques perdent de leur pouvoir d'achat, une clause d'indexation peut venir couvrir ce risque. Depuis une ordonnance de 1958, toute forme d'indexation sur le coût de la vie est interdite, elle est cependant admise si elle a un rapport direct avec l'activité de la société émettrice. Aujourd'hui, les obligations indexées le sont sur les indices boursiers (CAC 40).

3) Les obligations convertibles en actions

Ces produits procurent des avantages à la fois aux émetteurs et aux souscripteurs. Pour les souscripteurs, elles leur permet d'obtenir un revenu fixe, de conserver leur pouvoir d'achat et de se protéger en cas de baisse de l'action. Ainsi, lorsque que le cours de l'action est supérieur au remboursement de l'obligation, les souscripteurs peuvent exercer un droit d'option et devenir actionnaire. Si le cours de l'action est inférieur au remboursement de l'obligation, il récupère le montant investi. Pour les émetteurs, l'obligation convertible est un produit de substitution intéressant par rapport aux actions et aux obligations.

4) Les obligations à bons de souscription

On distingue les *obligations à bons de souscription d'obligations* (OSBO) donnant droit à souscrire de nouvelles obligations à un prix fixe préalablement déterminé ; *les obligations spéciales à coupon à réinvestir* (OSCAR) dont le coupon peut être réinvesti (sans frais) dans l'achat d'une obligation de même type ; *les obligations à bons de souscription d'actions* (OSBA) permettant aux détenteurs de ces titres d'acheter des actions de la société émettrice à un prix préalablement déterminé.

B) Les actions

Une action est un titre de propriété qui correspond à une part du capital social d'une société. Les actions sont émises lors de la constitution des sociétés ou de l'augmentation de capital. Elles sont la contrepartie d'un apport de fonds propres, et donnent droit aux actionnaires :

- de participer à la gestion de la société (présence au conseil d'administration où ils ont droit de vote au prorata de leur apport).
- de percevoir des dividendes lors de la réalisation de bénéfices par la société

On distingue *les actions à bons de souscription d'actions* (ASBA) émises à un prix supérieur à leur cote (permettant d'acheter ultérieurement d'autres titres de la même société) ; *les actions à dividende prioritaire sans droit de vote* (ADPSDV) ; *les dividendes titres ou actions accumulantes* dont les dividendes sont payés en actions et non en monnaie (cette procédure permet aux sociétés d'augmenter leurs capitaux propres sans puiser dans leur capacité d'autofinancement).

Fig 3 : Emissions d'actions et de certificats d'investissement (milliards d'€)

Agents	2000	2001
Sociétés non financières	65.58	79.74
Etablissements de crédit	1.18	0.89
Compagnies d'assurances	0.75	0.82
Administrations publiques	0.02	0.03
TOTAL EMIS	67.53	81.48
- dont titres cotés	15.21	7.54

Source : Banque de France – Rapport 2001

Dans son rapport 2001, la Banque de France avait noté que les émissions d'actions et de certificats d'investissement réalisés pour l'essentiel par les sociétés non financières, avaient progressé de 20,6% par rapport à l'année 2000. Toutefois, le montant des émissions d'actions cotées avait diminué de moitié par rapport à l'année précédente. Ce diminution serait lié au ralentissement des opérations de fusions et acquisitions réalisés par des entreprises françaises cotées.

C) Les titres mixtes

Les certificats d'investissement et les titres participatifs empruntent des caractéristiques propres aux actions et obligations. Toutes les sociétés par actions, publiques ou privées peuvent émettre **des certificats d'investissement**. Ils sont divisés en un certificat de droit de vote et un certificat d'investissement négociable (droit aux bénéfices et aux réserves, droit à l'information). Lorsque les deux certificats sont entre les mains du même titulaire, l'action est reconstituée de plein droit.

Les titres participatifs - réservés aux sociétés anonymes du secteur public, aux établissements publics à caractère industriel et commercial, et les coopératives - sont considérés comme des fonds propres. Ils ne confèrent ni droit de vote, ni droit de regard dans la gestion de l'entreprise. Ils assurent cependant une rémunération comportant une partie fixe et une partie variable (fonction des bénéfices de la société).

Les OPCVM viennent compléter cette panoplie de produits offerts aux épargnants. Déjà souligné dans le cadre du marché monétaire, les OPCVM permettent aux épargnants de bénéficier des avantages de la gestion collective des valeurs (économies d'échelle, meilleure appréciation et gestion du risque).

Les OPCVM sont généralement classés en trois catégories :

- les OPCVM « actions » internationales et pays zone euro (marché financier)
- les OPCVM « obligations » internationales et pays zone euro (marché financier)
- les OPCVM « monétaires » internationales et européennes (marché monétaire)

Ajoutons que depuis 1989, **des Fonds Commun de Créances** (FCC) peuvent également être créés. Sans personnalité morale et en copropriété, ces fonds ont pour objet d'acquérir des créances (crédits immobiliers, crédits consommation...) et d'émettre simultanément des parts représentatives de celles-ci (ce sont des valeurs mobilières cotées ou non). Grâce à ces opérations, les établissements de crédit peuvent convertir une partie de leurs créances (crédits bancaires) en titres. On parle alors de titrisation.

III) LES FONCTIONS DU MARCHE FINANCIER

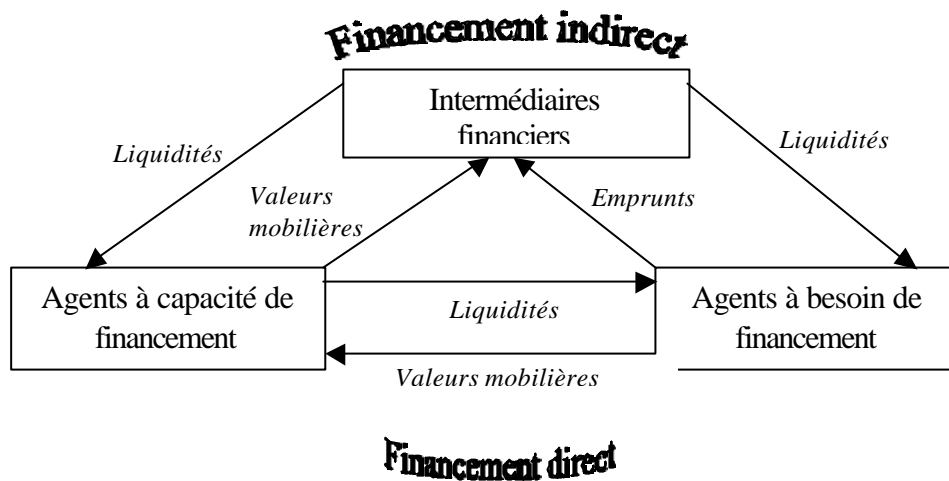
Le marché financier a généralement deux fonctions : une fonction de financement de l'économie et d'allocation des ressources ; une fonction d'information des agents économiques. Cependant certains dysfonctionnements peuvent venir compromettre le bon déroulement des opérations

A) Financement de l'économie et allocation des ressources

Le financement de l'économie et l'allocation optimale des ressources reposent sur des relations étroites entre les différents marchés (notamment les marchés primaire et secondaire). **Le marché financier** met en relation les agents à déficit de financement (les entreprises, les collectivités locales, l'Etat) et les agents à capacité de financement (principalement les ménages). Le financement par le marché primaire devient direct lorsque les émissions de titres sont réalisés par les agents économiques à déficit de financement (investisseur) et souscrites par les agents qui épargnent (épargnant). Grâce au marché financier, l'investisseur n'a pas à rechercher l'épargnant (et inversement), il existe bien une dissociation des décisions d'investissement et d'épargne.

Le marché financier permet également aux intermédiaires financiers de lever des capitaux, de se procurer des ressources, principalement sous forme d'émissions d'obligations qu'elles prêtent aux entreprises. Rappelons qu'il y a **intermédiation** (*c'est à dire financement indirect*) lorsque la créance détenue par les agents à excédent de financement est différente de la dette des agents à déficit.

Fig 4 : Le financement direct (et indirect)



La fonction de financement du marché financier sera généralement appréciée par la comparaison entre les ressources collectées sur ce marché (émissions d'actions d'obligations et autres valeurs mobilières) et un indicateur économique (généralement le PIB¹ ou la FBCF²). Le ratio émissions de valeurs mobilières sur le PIB permet de comparer les ressources collectées sur le marché financier et la production. Ce ratio a qui a régulièrement progressé, a été multiplié par trois par rapport aux années 70 (actuellement proche de 10%%). L'augmentation de ce ratio signifie que pour un montant donné de production, l'émission correspondante de titres s'accroît. Ce ratio est un indicateur du degré de *financiarisation de l'économie*. L'évolution de ce ratio traduit également un changement structurel dans le comportement financier des agents économiques : **le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché.**

Ajoutons qu'en permettant la constitution d'entreprises - entités juridiques distinctes des individus – le marché financier élargit les possibilités de démultiplication du système productif. Les nombreuses procédures de prise de contrôle (OPA, OPE...) soulignent que le marché financier constitue le lieu privilégié pour mener une politique d'acquisition, de restructuration, de recentrage ou de diversification des activités. Il est donc l'une des clés de la dynamique du système productif (industriel, commercial et financier)

¹ Produit Intérieur Brut

² Formation Brute de Capital Fixe

B) Gestion de l'information

Les différentes économies étant caractérisées par un certain degré d'incertitude (et en l'absence de marchés à terme complets, c'est à dire de marchés sur lesquels les agents pourraient s'engager ferme sur des opérations d'achats ou de ventes), le marché financier constitue le lieu privilégié où les agents viennent estimer « *l'état de confiance* » et la rentabilité estimée des capitaux. En d'autres termes, les agents estiment la rentabilité de projets futurs en tenant compte de la *psychologie du marché*. Cet état de confiance est évalué en Bourse. Le prix d'un titre évolue en fonction des offres et des demandes, c'est à dire des positions que prennent les agents en termes d'estimation des revenus futurs et de leur préférence pour la liquidité. Si le prix d'un titre augmente, c'est parce qu'une majorité d'agents se portent acheteurs, pensant que la situation de l'entreprise ou la conjoncture économique vont s'améliorer dans l'avenir.

Le prix d'un titre en Bourse mesure l'évaluation, par le marché, du capital d'une entreprise cotée. *Dans un monde incertain, le marché financier permet donc de déterminer le prix du capital d'une entreprise, ce dernier conditionnant largement le volume d'investissements et donc le niveau d'activité dans l'économie.*

De manière concrète, *le marché secondaire* remplit la fonction fondamentale d'évaluer quotidiennement les titres, compte tenu de toute l'information disponible. On dit que le marché ***assure la découverte du prix***. La valeur du marché, c'est à dire le prix des titres sur le marché secondaire est une valeur de référence qui indique les conditions auxquelles peuvent émis les nouveaux titres sur *le marché primaire*.

Le cours boursier des actions sert aux sociétés cotées de valeur de référence pour fixer le prix d'émission d'actions nouvellement créées lors des augmentations de capital. Les opérations sur capital comme les introductions en Bourse sont fortement liés au comportement du titre sur le marché secondaire et à la conjoncture économique.

Dans le cas du marché des obligations, le marché financier joue un rôle essentiel en fournissant quotidiennement (par le système des cotations) une information sur le prix des obligations (marché secondaire). Ceci permet de calculer les taux de rendement et de disposer d'une référence pour les nouvelles émissions. En effet, les taux à l'émission sont fixés par référence aux taux de rendement constatés sur le marché secondaire.

C) Les dysfonctionnements des marchés financiers

Si les marchés fonctionnaient de manière convenable, le prix d'un actif devrait toujours refléter son niveau normal (la finance parle de prix fondamental), c'est à dire la somme actualisée des revenus futurs qu'il procure.

Dans la réalité, des anomalies apparaissent suite à des problèmes d'information ou d'irrationalité des agents. **Les problèmes d'information** interviennent lorsque les acteurs présents sur le marché ne disposent pas de la même information (l'asymétrie d'information est étudiée par la théorie de l'agence) ou d'une mauvaise information. Ceux qui bénéficient d'un avantage en la détention d'informations que d'autres n'ont pas (les spéculateurs, les initiés connaissant à l'avance les entreprises et leurs stratégies, les dirigeants d'entreprises) peuvent manipuler les marchés à leur profit (exemple des affaires Enron, MobilCom, Vivendi...). **Les problèmes d'irrationalité** d'agents surgissent lorsque les agents économiques se trompent sur les évolutions futures ou sur les mécanismes économiques les expliquant (exemple des erreurs d'anticipations liées à une sur-évaluation ou une sous-évaluation des résultats d'une entreprise). Dans tous les cas de figure, les prix des actifs vont diverger par rapport à leurs prix fondamentaux. De tels mouvements conduisent à des corrections brutales de cours. Ainsi paradoxal que cela soit, plus les marchés financiers auront une bonne connaissance du monde économique (c'est à dire des informations fiables et pertinentes sur la situation économique et financière des agents qui interviennent sur les marchés), plus les corrections risquent d'être brutales (exemple de France Telecom).

Malgré ces dysfonctionnements, le marché financier est indispensable au bon fonctionnement du système économique dès lors que sans lui, très peu d'agents accepteraient de s'engager sur le long terme. En l'absence du marché boursier (et principalement du marché secondaire, dit marché de l'occasion), l'investissement serait des plus réduits, les possibilités de financement de l'économie s'en trouveraient diminuées et avec elles la croissance économique.

IV) LE MARCHE FINANCIER EUROPEEN

L'Europe boursière s'est manifestée dès 1996, par la création de deux marchés concurrents réservés aux valeurs de croissance : l'Easdaq et l'Euro NM. La construction européenne est venue parachever le marché financier européen avec la création de l'Union Monétaire le 1^{er} janvier 1999 et le basculement en euros dès le 4 janvier 1999.

A) L'Euro NM

L'Euro NM, créé en 1996 sous la forme d'un GIEE (Groupement d'Intérêt Economique Européen) à l'initiative de la société du Nouveau Marché de la Bourse de Paris, était un réseau européen de marchés destinés aux entreprises de croissance. Il était constitué de plusieurs marchés nationaux distincts menant une politique de promotion et de marketing communes : il s'agissait d'harmoniser les principes de fonctionnement des marchés (règles, normes...) et d'interconnecter les différents marchés afin de mettre en place une plate-forme boursière commune de cotation.

Les membres d'Euro NM étaient les nouveaux marchés des bourses de Paris (Nouveau Marché), Bruxelles (Euro NM Belgium), Milan (Nuovo Mercato), Francfort (Neuer Markt), d'Amsterdam (NMAX), de Londres (AIM) et d'Helsinki (NM list). L'indice Euro NM All share Index, lancé en janvier 1998, fût établi à partir des cours des sociétés cotées sur les bourses ayant adhéré au groupement. Cet indice, pondéré par les capitalisations boursières, était calculé sous deux versions : l'indice brut (*Price index*) et l'indice réintégrant les dividendes (*Performance Index*).

La fermeture d'Euro NM fût la conséquence de la création d'Euronext en septembre 2000. Le segment *Next Economy* accueille désormais les valeurs de croissance.

B) L'Eadasq ou Nadasq européen

L'Eadasq³, dont le siège social est à Bruxelles, a été conçu sur le modèle du Nadasq qui possède une partie de son capital. C'est un marché de valeurs de croissance. Sa capitalisation boursière totale est de 4,3 milliards d'€ et rassemble 83 sociétés cotées sur des marchés réglementés (la plupart de ces sociétés sont cotées au Nadasq).

C) L'alliance boursière européenne

1) La création d'Euronext

Le 20 mars 2000 ; a été annoncée la première fusion de bourses nationales indépendantes entre les bourses de Paris (ParisBourse SA), Bruxelles (BXS) et Amsterdam (AEX) en vue de créer Euronext (automne 2000). La première bourse Paneuropéenne a ainsi vu le jour le 22 septembre 2000. La société Euronext NV, holding du groupe, est une société anonyme de droit néerlandais enregistrée le 20 juillet 2000 et dirigée par un Conseil de Surveillance (exerce un contrôle de la gestion de la société et déterminer les grandes orientations) et un directoire (dirige la société de façon collégiale). Son siège social est à Amsterdam.

Les actionnaires des trois entreprises de marché ont apporté leurs actions à Euronext NV (en fait, ces derniers ont échangé leurs actions contre des actions d'Euronext). La Bourse de Paris représente 60% du nouvel ensemble, celle d'Amsterdam (32%) et celle de Bruxelles (8%).

De part sa capitalisation, Euronext est la seconde place européenne, juste derrière Londres (2 380 contre 2 947 millions d'€). Cependant, du point de vue du volume des négociations de valeurs domestiques, Euronext occupe le premier rang européen. Afin de faciliter son fonctionnement et augmenter la lisibilité des actions cotées, Euronext a défini trois segments de marché :

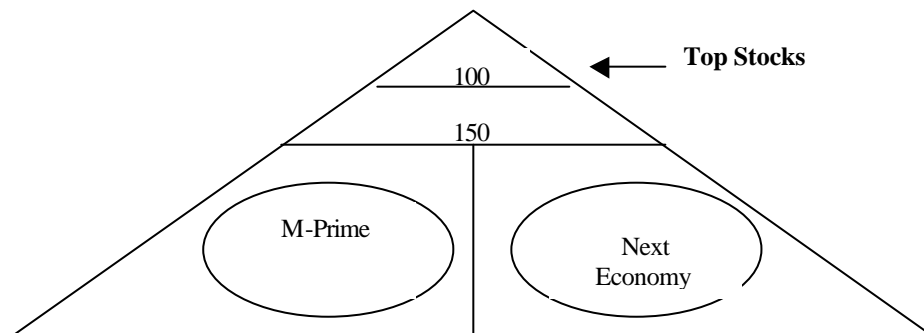
³ L'Eadasq a ouvert en octobre 2000 un site d'informations boursières en ligne (easdaqlive.com) qui fournit des informations qui se trouvaient auparavant sur différents sites dédiés.

- *Le segment des Blue Chips* qui regroupe les 250 plus fortes capitalisations. Il est reflété au travers de deux indices : Euronext 100 et Euronext 150. *Euronext 100* se compose d'un échantillon comprenant les actions des 100 plus grandes sociétés cotées sur Euronext et sélectionnées selon des critères de capitalisation boursière et de liquidité. Les valeurs françaises représentent 65% de l'indice. *Euronext 150* se compose quant à lui des actions des 150 plus grandes sociétés.

- *Le segment des valeurs « Next Economy »* recense les valeurs technologiques (indice Next Economy). On y retrouve les entreprises exerçant des activités liées à l'informatique, les semi-conducteurs, l'internet, les logiciels, les télécommunications, le commerce électronique... Ces sociétés doivent remplir des conditions d'admission standardisées et harmonisées : publication de rapports trimestriels, de rapports en anglais, d'un calendrier de communication financière, mis en place de normes internationales de comptabilité (IAS)...

- *Le segment « Prime Market » ou « P Prime »* conçu pour mettre en valeur les sociétés appartenant aux secteurs d'activité traditionnels et dont la capitalisation est faible ou moyenne.

Fig 5 : segmentation des actions d'Euronext



2) L'échec du projet IX (Londres-Francfort)

Le 3 mai 2000, soit près de 1 mois après l'annonce du projet Euronext, les membres du LES (London Exchange Standard) et la Bourse de Francfort annonçaient leur projet de fusion, et la création d'une société commune de droit britannique, dénommée iX. Avec une capitalisation de 4500 milliards d'€, iX se plaçait au deuxième rang mondial juste après le NYSE (New York Exchange Standard). Le partenariat était ouvert à d'autres places financières, celles de Milan et Madrid avaient envisagé de rejoindre iX. Cependant, le projet fût arrêté suite au lancement de l'OPA inamicale du groupe suédois OM sur la bourse de Londres le 28 août 2000.