

DSCG 2

3^e édition

Pascal Barneto • Georges Gregorio

Finance

40 FICHES
de révision

pour réussir

l'épreuve

Les mots-clés

L'essentiel
du cours

Des exemples
variés



en partenariat avec

DUNOD
leader de l'expertise comptable


EDITIONS
FRANCIS LEFEBVRE

DSCG 2

Finance

FICHES DE RÉVISION

3^e édition

Pascal Barneto

Agrégé en sciences de gestion

Docteur en sciences de gestion

Professeur des universités à l'IAE de Bordeaux

Georges Gregorio

Agrégé d'économie et gestion

Docteur en sciences de gestion

Maître de conférences à l'IAE de Pau-Bayonne

DUNOD

leader de l'expertise comptable 

Crédits iconographiques

Les crédits sont indiqués de gauche à droite et de haut en bas : p. 29 : © VIP by Gregor Cresnar from the Noun Project ; © Lawyer by Rflor from the Noun Project ; © risk by popcornarts from the Noun Project ; © investment by Susannanova from the Noun Project ; p. 48 : © Influencer by Adam Beasley from the Noun Project ; © voting by zidney from the Noun Project ; © percentage pie chart by kurakuricon from the Noun Project ; © regulations by Marie Van den Broeck from the Noun Project ; p. 81 : © sampling by Nithinan Tatah from the Noun Project ; © Indicator by Nithinan Tatah from the Noun Project ; © multiply by Mark Claus from the Noun Project ; p. 106 : © sender by Gregor Cresnar from the Noun Project ; © receiver by Gregor Cresnar from the Noun Project ; p. 111 : © features by Adrien Coquet from the Noun Project ; © features by popcornarts from the Noun Project ; p. 185 : © complex by Fuse Studio from the Noun Project ; © forward by cathy moser from the Noun Project ; p. 189 : © Laptop by Danil Polshin from the Noun Project ; © Blockchain by James Fok from the Noun Project ; © Bitcoin wallet by Martin Lebreton from the Noun Project ; © Blockchain by Javad from the Noun Project.

Maquette de couverture
et maquette intérieure : Yves Tremblay
Composition : Nord Compo

Sommaire

FICHE ❶	L'efficience des marchés financiers	5
FICHE ❷	La finance comportementale et les autres théories des marchés	9
FICHE ❸	L'évaluation du risque d'un portefeuille : principes	13
FICHE ❹	L'évaluation du risque d'un portefeuille : le MEDAF	17
FICHE ❺	Les modèles d'évaluation alternatifs au MEDAF	21
FICHE ❻	Les placements financiers et la gestion immobilière	25
FICHE ❼	Le diagnostic financier : démarche générale et ratios	31
FICHE ❽	Le diagnostic financier : analyse de la structure financière et de la rentabilité	35
FICHE ❾	Les indicateurs de flux financiers	41
FICHE ❿	Le <i>reporting</i> financier en normes IFRS	45
FICHE ⓫	La gouvernance d'entreprise : notions et bases théoriques	49
FICHE ⓬	La gouvernance d'entreprise : cadre réglementaire et normatif	53
FICHE ⓭	La RSE et les critères extra-financiers d'évaluation	59
FICHE ⓮	La mesure financière de la création de valeur	65
FICHE ⓯	Les notations financière et extra-financière	69
FICHE ⓰	L'évaluation par les flux	75
FICHE ⓱	L'évaluation par les multiples	81
FICHE ⓲	L'évaluation par les méthodes mixtes	85
FICHE ⓳	Les évaluations spécifiques	91
FICHE ⓴	Les difficultés de la politique d'investissement	95
FICHE ⓵	Le désinvestissement, la défaillance et la liquidation	99
FICHE ⓶	Les fonds propres et quasi-fonds propres	103
FICHE ⓷	Les financements bancaires et obligataires	109
FICHE ⓸	Le financement public	113
FICHE ⓹	Le capital-investissement (<i>private equity</i>)	117
FICHE ⓺	Le choix d'une structure de financement	121
FICHE ⓻	Les intérêts, les enjeux et l'organisation de la trésorerie de groupe	127
FICHE ⓼	Les marchés des produits dérivés	133
FICHE ⓽	Le marché des options négociables	139
FICHE ⓾	La fraude et le blanchiment	143

FICHE 31	Le contrôle interne et le management des risques	147
FICHE 32	La politique de dividende	151
FICHE 33	La politique de rachat d'actions	155
FICHE 34	Les opérations de restructuration.....	159
FICHE 35	Les introductions en Bourse (<i>Initial Public Offering</i> – IPO)	163
FICHE 36	Les opérations de fusion-acquisition	167
FICHE 37	Le recours aux holdings et aux opérations à effet de levier	173
FICHE 38	Les opérations publiques	177
FICHE 39	Les opérations de titrisation et de défaisance	181
FICHE 40	Les innovations financières	187

1

L'efficacité des marchés financiers

Mots-clés

Anomalie • Efficacité • MEDAF

Définition

L'**efficacité** signifie que l'information disponible est répercutée dans le prix actuel des actions. Ainsi, si l'information pertinente relative aux perspectives de résultats d'une firme (s'appuyant également sur l'information passée) est totalement disponible et peu coûteuse, elle est reprise dans le prix de marché des titres.

1 Les fondements du paradigme de l'efficacité des marchés financiers

Rationalité des agents économiques	Les investisseurs cherchent à maximiser leur espérance de rentabilité pour un niveau de risque donné.
Fluidité et accessibilité de l'information	- Le fonctionnement des marchés financiers assure la fixation de prix et fournit des signaux fiables. - L'information est reportée immédiatement dans les cours. - Seules les informations actuelles et passées ont des effets certains sur le prix des actions. - Les agents à l'intérieur des firmes ont plus d'informations que ceux à l'extérieur de l'organisation. - Les investisseurs institutionnels sont mieux informés que les investisseurs individuels
Mécanismes d'arbitrage	Les agents exploitent immédiatement tout déséquilibre momentané de marché qui coterait deux actifs semblables à des prix différents et ramènent ainsi les prix à leur équilibre.
Marche au hasard (<i>random walk</i>)	L'évolution du cours des titres est totalement aléatoire : – les évolutions futures sont impossibles à prévoir ; – il n'y a aucun lien temporel entre deux prix d'un titre.

2 Détermination du niveau d'efficacité des marchés financiers

A. Les trois niveaux d'efficacité des marchés

Fort	Le prix des actions reflète toute l'information pertinente, même confidentielle. Le prix de marché est la « vraie » valeur, fondée sur les flux attendus de revenus : personne ne peut battre durablement le marché.
------	--

Semi-fort	Outre l'information contenue dans les prix de marché passés, le prix des actions reprend toute l'information publique disponible. Il n'y a pas de bénéfices à analyser les comptes publiés, l'annonce des profits, etc. (analyses fondamentales).
Faible	Le prix des actions reflète l'information contenue dans les prix de marché passés. Il n'y a pas d'intérêt à prédire les prix futurs sur la base des prix passés (analyses chartistes).

B. Le niveau d'efficience selon les résultats des tests empiriques

Les études montrent que :

- la plupart des informations contenues dans les rapports annuels et dans l'annonce des bénéfices est répercutée dans le prix des actions ;
- le prix des actions délaisse les éléments antérieurs à un an mais tient compte des jugements des investisseurs établis à partir des éléments contenus dans la presse et autres informations de l'année.

La forme semi-forte d'efficience semble pertinente pour la plupart des actions cotées.

3 L'importance de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers

A. La construction des modèles théoriques dominants en finance de marché

L'hypothèse des agents rationnels maximisant leur fonction d'utilité a formé de solides fondations à de nombreux modèles utilisés en gestion :

- théorie de gestion du portefeuille ;
- le modèle d'évaluation des actifs financiers (**MEDAF** → **fiche 4**) et, plus tard, le modèle APT ;
- les modèles d'évaluation d'options et d'autres actifs, etc.

B. L'impact de l'hypothèse d'efficience sur les acteurs

Sur les investisseurs

Si le marché est efficient, les qualités individuelles de l'investisseur ne peuvent lui permettre d'obtenir et de traiter l'information avant que celle-ci ne soit intégrée dans les cours.

Il est impossible de « battre le marché » : l'investissement dans un fonds indiciel ou un benchmark (gestion passive) est la seule stratégie raisonnable.

Sur les analystes financiers

On distingue généralement l'analyse fondamentale de l'analyse technique. Mais l'efficience implique que :

- L'analyse fondamentale ne puisse pas déterminer d'actions sous-cotées tant que les analystes ne peuvent réagir plus rapidement aux nouvelles informations que les autres investisseurs ou ceux qui ont des informations provenant de l'intérieur de l'organisation.
- Même en considérant sa forme faible, l'analyse technique ne puisse prédire les changements futurs à partir des évolutions de prix passés.

Sur l'action des dirigeants financiers

Si le marché des titres est efficient, les actions menées par l'entreprise sont rapidement intégrées dans le prix des titres. Dans ce cas :

- Les investisseurs ne sont pas trompés par des rapports financiers « trop élogieux » ou par des techniques de comptabilité créative sans effets sur les flux de trésorerie.
- Le moment choisi pour publier des informations n'a pas d'incidence.

Les dirigeants de l'entreprise n'ont effectivement une opportunité d'influencer les prix que lorsqu'ils possèdent de l'information non encore reprise par le marché (mais possibilité de délit d'initié).

4 Les critiques adressées à l'hypothèse des marchés financiers efficients

A. Les anomalies des marchés financiers

Il semblerait que trois **anomalies** majeures puissent apparaître sur les marchés dits efficients :

Effets de taille	• À risque comparable, les actions des sociétés de petite taille semblent atteindre des taux de rentabilité plus élevés que ceux des plus grandes firmes. • Justification : – les risques (ainsi que les coûts de négociation) des petites firmes sont plus importants ; – les principales institutions négligent ces risques (coût de suivi important au regard du montant des investissements).
Effets de date	On observe que les performances des titres sont sensibles aux effets saisonniers. Elles varient aussi selon le jour de la semaine, l'heure de la journée, etc.
Vagues et bulles financières	La croissance du capital d'un investisseur sur le long terme ne s'effectue pas de façon constante : elle varie mensuellement selon les périodes, avec des vagues et des bulles non prévisibles.

B. Les justifications formulées

L'efficience ne discrédite pas l'analyse et l'expertise financières

Elle ne sous-entend pas que l'approche fondamentale n'a pas d'intérêt et que les portefeuilles d'actions peuvent très bien être choisis au hasard dans les pages financières.

Elle suggère seulement que les gestionnaires de fonds ne pourront pas, en moyenne, obtenir des revenus supérieurs à un portefeuille choisi au hasard : l'écart entre l'information non encore reprise dans les prix et les prix eux-mêmes est tellement subtil et ténu qu'il est difficile et coûteux à détecter.

L'efficience suggère que le prix des actions est « juste »

Le prix reflète la valeur de chaque action compte tenu de l'information disponible.

L'efficience n'exclut pas les gains réalisés sur les marchés financiers

Sur le long terme, les marchés ont généré des revenus positifs. Les conseils donnés aux investisseurs ont donc été globalement pertinents. En revanche, l'efficience sous-entend que les investisseurs ne pourront pas obtenir durablement des taux de rémunération supérieurs à la moyenne.

► Exemple

La presse économique informe que l'unité de production d'un grand groupe européen, installé dans un État politiquement instable, a été nationalisée par son gouvernement. Les flux annuels de revenus procurés par cette unité s'élevaient à 15 millions d'euros annuels en moyenne et les accords prévoyaient une exploitation sur encore 20 ans.

Ce groupe, dont 30 millions d'actions sont en circulation, possède un coût du capital de 8 %. Son endettement est stable.

1. Quelle est la nature de cette information ? Si les marchés sont efficients, quel sera l'impact de cette information sur le prix des actions ?

Ce type d'information est caractéristique de l'information publique qui peut être contenue dans les états financiers, les médias, etc. Elle est accessible à tous les acteurs.

Sur un marché efficient, dans sa forme demi-efficiente au moins, le prix des actions reflète les flux attendus des revenus d'une firme. Cette information sera donc répercutée et se traduira par une diminution du prix de l'action puisque la valeur économique de la firme sera pénalisée. L'évaluation de la valeur économique perdue est égale à la somme des flux actualisés au coût du capital :

$$15 \times \frac{1 - 1,08^{-20}}{0,08} = 147,27 \text{ millions d'euros.}$$

Son endettement étant stable, cette diminution aura une répercussion sur le prix de l'action qui sera donc une diminution de :

$$\frac{147,27}{30} = 4,91 \text{ euros.}$$

Ce calcul de diminution est celui qui paraît le plus rationnel. D'autres réactions peuvent avoir lieu, sachant que l'analyse des réactions est complexe.

2. On suppose maintenant que, une semaine avant la parution de cette information par voie de presse, des menaces de nationalisation avaient été proférées par l'État en question. Quelle aurait été la nature de cette information ? Comment aurait réagi un marché efficient ?

Ce serait une information de type privée. Il se peut que certains investisseurs puissent profiter de ce type d'information pour réaliser des gains car le cours de Bourse s'ajustera au fur et à mesure des opérations réalisées et des informations supplémentaires.

Dans le cas de marchés efficients, les gains (ils sont ici issus de la vente à découvert), s'ils sont possibles, ne peuvent perdurer : les mécanismes d'arbitrage les annuleront et le prix sera alors à l'équilibre. ◀

LE + DE L'EXPERT

Les principaux facteurs influant sur l'efficience des marchés sont l'environnement économique, notamment l'action des autorités publiques, et l'accessibilité des informations pour les agents.