

LEADER DE L'EXPERTISE COMPTABLE

DSCG 2

Finance

MANUEL & CORRIGÉS

P. Barneto
G. Gregorio
J.-J. Benaïem
S. Ouvrard
V. Serret

2024-2025

- Cours, méthodologie et conseils
- 100 exercices et cas pratiques
- Sujet type d'examen
- Corrigés détaillés



DUNOD

En partenariat avec
Lefebvre Dalloz

DSCG 2

Finance

MANUEL & CORRIGÉS

3^e édition

Pascal Barneto

Agrégé en sciences de gestion
Docteur en sciences de gestion HDR
Professeur des universités à l'IAE de Bordeaux

Stéphane Ouvrard

Docteur en sciences de gestion HDR
Diplômé d'expertise comptable
Professeur associé à KEDGE Business School

Georges Gregorio

Agrégé d'économie et gestion
Docteur en sciences de gestion
Maître de conférences à l'IAE de Pau-Bayonne

Vanessa Serret

Docteur en sciences de gestion, HDR
Diplômée de l'IAE d'Aix-en-Provence
Professeur des Universités à l'IAE de Metz,
Université de Lorraine

Jean-Jacques Benaïem

Agrégé d'Économie et Gestion
Diplômé d'expertise comptable
Professeur de Finance en classes de préparation
au DSCG

DUNOD

En partenariat avec

Lefebvre Dalloz

Crédits iconographiques

Par ordre d'apparition : © negotiate by Creative Stall from the Noun Project ; © proclaim by Mitchell Eva from the Noun Project ; © Employee by mungang kim from the Noun Project ; © boss by Hare Krishna from the Noun Project ; © Open Door by Savannah Vize from the Noun Project ; © Book by Kamaluddin from the Noun Project ; © forensic science by Made from the Noun Project ; © Worker by Wilson Joseph from the Noun Project ; © validation by Adrien Coquet from the Noun Project ; © inspection by Creative Stall from the Noun Project ; © court by Dinosoft Labs from the Noun Project ; © Book by Dinosoft Labs from the Noun Project ; © court by Adrics from the Noun Project ; © archives by Pedro Santos from the Noun Project ; © no children by Maurizio Fusillo from the Noun Project ; © agreement by Vectors Market from the Noun Project ; © content by Viral faisalovers from the Noun Project ; © boss by Fiona OM from the Noun Project ; © Worker by Danielle Gracioso from the Noun Project ; © Forbidden by b farias from the Noun Project ; © show by Adrien Coquet from the Noun Project ; © Calendar by Markus from the Noun Project ; p. 84 © contract by Bartama Graphic from the Noun Project ; © Worker by ProSymbols from the Noun Project ; © Check Mark by AlfredoCreates @flaticondesign.com from the Noun Project ; © Forbidden by Samet Kuru from the Noun Project ; © Accident by Adrien Coquet from the Noun Project ; © old man by Gan Khoon Lay from the Noun Project ; © before by Alice Design from the Noun Project ; © process by Anna Sophie from the Noun Project ; © after by Alice Design from the Noun Project ; © Worker by Danielle Gracioso from the Noun Project ; © boss by Hare Krishna from the Noun Project ; © Calendar by Markus from the Noun Project ; © sleep by Gan Khoon Lay from the Noun Project ; © weekends by Yuri Mazursky from the Noun Project ; © holiday by Bhuvan from the Noun Project ; © Ten in One by Nataliia Lytvyn from the Noun Project ; © Société Générale – Conception graphique : © Maud Bacon, maudbacon.fr ; © skills by Adrien Coquet from the Noun Project ; © person by mikicon from the Noun Project ; © people by Alex Quinto from the Noun Project ; © add by Duncan Cleary from the Noun Project ; © Move by sandra from the Noun Project ; © wrong by Adrien Coquet from the Noun Project ; © rules by Marie Van den Broeck from the Noun Project ; © rules by Marie Van den Broeck from the Noun Project ; © list item by ProSymbols from the Noun Project ; © Meeting by Adrien Coquet from the Noun Project ; © instructor by SBTS from the Noun Project ; © Expert User by Erik Vullings, NL ; © Health by Guilherme Furtado from the Noun Project ; © center by camila sz from the Noun Project ; © interview by Gan Khoon Lay from the Noun Project ; © Information by Xinh Studio from the Noun Project ; © Crowdfunding by Gregor Cresnar from the Noun Project ; © Poster by Eddy Ymeri from the Noun Project ; © room by Susannanova from the Noun Project ; © Meeting by pauldeluniv from the Noun Project ; © clock by Liswati from the Noun Project ; © Mission by Deemak Daksina from the Noun Project ; © resources by Eucalypt from the Noun Project ; © Refresh Folder Contents by Creatica Creative Agency from the Noun Project ; © press release by visual language from the Noun Project ; © Set Up Alarm by Gregor Cresnar from the Noun Project ; © Institution by Stepan Voevodin from the Noun Project ; © publish by Aficons from the Noun Project ; © Stamp by Creative Stall from the Noun Project ; © hourglass by Guilhem from the Noun Project ; © hourglass by Guilhem from the Noun Project ; © rules by Arthur Shlain from the Noun Project ; © Vote by Mark Aventura from the Noun Project ; © Lock by Travis Avery from the Noun Project ; © Lock by Travis Avery from the Noun Project ; © equality by Magicon from the Time by Creative ; © Time by Creative Mania from the Noun Project ; © Percent by Ker'is from the Noun Project ; © savings by Gregor Cresnar from the Noun Project ; © Pension by IYIKON from the Noun Project ; © Locker by Gregor Cesnar from the Noun Project ; © Lock by Milinda Courey from the Noun Project ; © agreement by faisalovers from the Noun Project ; © versus by priyanka from the Noun Project ; © stetoscope by habione from the Noun Project ; © Mail Box by Abdelkader Kharmchen from the Noun Project ; © Office by Dinosoft Labs from the Noun Project ; © relationships by Davo Sime from the Noun Project ; © euro suitcase by b farias from the Noun Project ; © Location by iconix user from the Noun Project ; © path by Nancy from the Noun Project ; © mind by Adrien Coquet from the Noun Project ; © Hospital by Vadim Solomakhin from the Noun Project ; © Disease by Adrien Coquet from the Noun Project ; © Pregnancy by Sergey Demushkin from the Noun Project ; © Disability by DC Icons from the Noun Project ; © murder by tulpahn from the Noun Project ; © risk by Nithinan Tatah from the Noun Project ; © Ok by Arthur Shlain from the Noun Project ; © SurfsUp.

Couverture : Nicolas Wiel et Elizabeth Riba

Maquette intérieure : Yves Tremblay

Mise en page : Nord Compo

© Dunod, 2024

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

ISBN 978-2-10-087708-9

SOMMAIRE

Programme	IV
Avant-propos	X
Table des sigles et abréviations	XII
Partie 1 Valeur	
Chapitre ❶ La valeur en finance	2
Chapitre ❷ La valeur et le risque	32
Chapitre ❸ La valeur et la performance	64
Partie 2 Diagnostic approfondi	
Chapitre ❹ L'analyse financière des comptes consolidés	93
Chapitre ❺ Les outils du diagnostic	148
Partie 3 Évaluation de l'entreprise	
Chapitre ❻ L'évaluation par les flux	212
Chapitre ❼ L'évaluation par l'approche comparative	231
Chapitre ❽ L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes	245
Partie 4 Investissement et financement	
Chapitre ❾ L'investissement et le désinvestissement	273
Chapitre ❿ Les modalités de financement de l'entreprise	306
Chapitre ⓫ Le choix d'une structure de financement	339
Partie 5 Trésorerie	
Chapitre ⓬ La gestion des flux de trésorerie au sein d'un groupe	366
Chapitre ⓭ La gestion des risques financiers	385
Chapitre ⓮ La fraude et le blanchiment des capitaux	426
Partie 6 Ingénierie financière	
Chapitre ⓯ La politique de dividende	460
Chapitre ⓰ La gestion de la valeur de l'action	478
Chapitre ⓱ Les opérations de fusion-acquisition	500
Chapitre ⓲ Les opérations portant sur les dettes et les créances	533
Chapitre ⓳ Les innovations financières	551
Sujet type d'examen	577
Corrigés des applications, cas et cas de synthèse	586
Corrigé du sujet type d'examen	723
Index	733

UE 2. FINANCE

Niveau M – 140 heures – 15 ECTS

1. La valeur (20 heures)

1.1. La valeur en finance

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Expliquer quelles sont les bases du cadre général de la finance et de la théorie financière classique : rôle central de l'information financière et des marchés et apports de la finance comportementale, organisationnelle et entrepreneuriale.	• Appréhender l'influence des marchés financiers dans le financement de l'économie. • Analyser les aspects humains dans la finance moderne. • Exprimer un point de vue critique des modèles et outils de la finance classique.	• Importance de l'hypothèse d'efficience pour la gestion financière et les différentes formes d'efficience. • Hypothèses des différents modèles (rationalité, etc.) et organisation des marchés financiers. • Aspects psychologiques et humains à prendre en compte dans tous les choix et décisions.

1.2. La valeur et le risque

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
• Les modèles proposés par la théorie financière fournissent des outils pour quantifier le prix du risque.	• Maîtriser les principaux modèles d'évaluation du risque financier utilisés en finance.	• Modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf) : fondements, possibilités d'utilisation pratique et limites. • Modèle de Fama et French et ses dérivés. • Mesure des primes de risque.

1.3. La valeur et la performance

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
• Les marchés financiers sont organisés en vue d'assurer aux investisseurs une allocation efficiente des ressources en vue d'atteindre un meilleur niveau de performance.	• Analyser les principaux placements boursiers. • Optimiser la gestion des revenus des investissements financiers. • Établir un diagnostic patrimonial. • Allouer des classes d'actifs au sein d'un patrimoine.	• Cours boursiers et gestion de portefeuille. • Les principaux placements financiers et la gestion patrimoniale – introduction à la finance immobilière. • La performance boursière. • Les modèles d'actualisation des dividendes.

2. Diagnostic approfondi (20 heures)

2.1. Analyse financière des comptes consolidés

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Dès lors qu'une société exerce un contrôle ou une influence notable sur une autre, l'étude de ses seuls comptes individuels ne permet plus de porter un jugement sur sa santé financière. L'étude des comptes consolidés est alors nécessaire, ce qui implique d'en connaître les incidences en matière de diagnostic financier (d'où la nécessité de connaître les principales normes IFRS pour mener un diagnostic)	• Réaliser une analyse financière fondamentale. • Interpréter les états financiers des groupes en normes comptables internationales. • Estimer la pérennité et le risque de l'activité et des métiers. • Apprécier la performance opérationnelle et financière. • Interpréter un tableau de flux.	• Diagnostic décliné selon le modèle économique • Démarche du diagnostic et impacts des comptes de groupe (consolidés et combinés) • Analyse de l'activité • Analyse de la structure financière • Analyse de la rentabilité : rentabilité économique et rentabilité des capitaux propres • Analyse par les flux de trésorerie

2.2. Analyse extra-financière

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Face aux limites des approches purement comptables du diagnostic financier, les approches doivent être articulées avec les autres domaines du diagnostic : stratégie, organisation, environnement.	• Identifier les éléments extra-financiers pour le diagnostic. • Interpréter le reporting RSE. • Utiliser les outils de notation.	• La gouvernance d'entreprise. • Responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) et critères extra financiers. • Analyse de la création de valeur et de sa répartition. • La notation et le <i>scoring</i>.

3. Évaluation de l'entreprise (20 heures)

Différentes approches existent pour évaluer une entreprise. Selon le contexte de l'opération et les caractéristiques de l'entreprise, certaines méthodes seront à privilégier. Il faut donc être en mesure de déterminer la ou les méthodes adéquates, les mettre en œuvre et pouvoir expliquer les différences de valorisation auxquelles elles aboutissent.

3.1. Évaluation par les flux

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Évaluation par les flux.	• Maîtriser les méthodes d'évaluation par les flux. • Construire un <i>business plan</i>. • Expliciter le rôle de l'actualisation.	• Approches par les flux : revenant aux apporteurs de capitaux, revenant aux actionnaires.

3.2. Évaluation par approche comparative

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Évaluation par approche comparative.	• Maîtriser les indicateurs de comparaison. • Caractériser les avantages et les limites de cette approche.	• Le choix des inducteurs. • La constitution d'échantillons d'entreprises comparables. • Les effets des paramètres sous-jacents sur les conditions d'évaluation.

3.3. Autres évaluations particulières et spécifiques

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Autres évaluations particulières et spécifiques.	• Choisir la méthode sectorielle ou plus spécifique adaptée en matière d'évaluation.	• Approche patrimoniale : actif net réévalué et explication de la méthode par le <i>goodwill</i>. • Approche immobilière. • Approche spécifique pour les start-up. • Exemples d'approche sectorielle.

4. Investissement et financement (30 heures)

4.1. Investissement et désinvestissement

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
• Pour assurer sa pérennité, l'entreprise doit investir. La sélection des projets à réaliser est une étape cruciale dans la vie des entreprises, qui doit tenir compte de nombreux facteurs. • L'entreprise peut être aussi soumise au rationnement du capital et doit savoir arbitrer.	• Évaluer et classer des projets. • Déterminer la création de valeur à travers la décision d'investissement ou de désinvestissement.	• Les critères de sélection des projets d'investissement (prise en compte des projets mutuellement exclusifs et des projets liés) • Les techniques de désinvestissement • La défaillance dans les projets et la liquidation

4.2. Modalités de financement

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
- En fonction de son contexte et de sa taille, l'entreprise met en œuvre une politique financière afin de financer le plus judicieusement possible les emplois de sa politique économique. - Dans certains secteurs d'activité, l'État ou les collectivités territoriales sont parties prenantes des projets entrepreneuriaux par le biais d'aides, de subventions (locales, régionales, nationales ou européennes) ou de partenariats public-privé).	- Comparer les sources de financement. - Estimer l'impact du choix d'une source sur la structure financière. - Analyser les nouveaux outils de financement. - Appréhender le fonctionnement et les objectifs du capital investissement.	- Fonds propres et quasi-fonds propres. - Financements bancaires. - Financements obligataires (simples et particuliers). - Financements court terme (euro PP). - Capital-investissement. - Les financements publics (subventions, aides, prêts, en faveur des PME, à destination de la redynamisation locale ou financement R&D).

4.3. Le choix d'une structure de financement

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
L'arbitrage entre capitaux propres et dettes résulte d'un certain nombre de facteurs qu'il convient de connaître afin d'optimiser la structure financière de l'entreprise.	- Étudier les arbitrages dans les choix de financement. - Identifier les principaux déterminants de la structure financière des entreprises.	Théories explicatives du choix de financement.

5. La trésorerie (20 heures)

La dimension internationale des entreprises tant dans leur structure (multinationale) que dans leurs activités les expose à des risques supplémentaires d'où la nécessité de prendre en compte le contexte économique et la conjoncture.

5.1. La gestion des flux de trésorerie au sein d'un groupe

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Comprendre les flux et opérations intra-groupes.	- Appliquer les mécanismes de centralisation. - Discerner les différents types de financement et de placement.	- Les centralisations de trésorerie : mécanismes financiers, bancaires. - Les opérations intra-groupes. - Les principaux supports de financement et de placement (marchés par titres financiers : actions, obligations, OPCVM, monétaire).

5.2. La gestion des risques

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
- Plusieurs techniques permettent de diminuer l'exposition globale au risque en optimisant l'organisation de la trésorerie. - Le risque résiduel ne pouvant être supprimé, il peut être couvert sur les marchés organisés ou de gré à gré. - Les options, les swaps et les contrats à terme constituent des outils de couverture des risques.	- Analyser la structure des taux. - Optimiser l'exposition globale au risque.	- Couverture des risques de change et de taux : contrats standardisés sur les marchés organisés, contrats de gré à gré. - Option : caractéristiques de l'instrument, déterminants de la valeur d'une option, modèle de Black et Scholes. - Swaps, forward et futures. - Les marchés et les risques : matières premières, changes, dérivés, produits optionnels, produits fermes et swaps.

5.3. La fraude et le blanchiment des capitaux

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Appréhender le mode de réglementation des marchés, des banques et des établissements financiers.	- Mettre en œuvre la déontologie, la conformité et l'organisation déontologique des établissements financiers. - Appliquer la réglementation pour la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.	- La réglementation financière. - La fraude comptable et financière. - Le rôle de Tracfin. - Éthique, déontologie et morale dans le management financier.

6. Ingénierie financière (30 heures)

6.1. La politique de dividende

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
La politique de dividende consiste, pour une entreprise, à déterminer le niveau et la forme de la rémunération qu'elle entend verser à ses actionnaires	- Déchiffrer la politique de dividende. - Maîtriser les incidences fiscales de la politique de dividende.	- Le processus et les effets informationnels du paiement du dividende : les théories de la politique du dividende et les déterminants de la politique du dividende. - Les impacts fiscaux.

6.2. La gestion de la valeur de l'action

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
La recherche de sources de création de valeur ou l'élimination de sources de destruction de valeur pour les actionnaires peuvent conduire les entreprises à restructurer profondément leurs actifs et passifs.	- Repérer les stratégies des groupes dans la gestion de leur capital. - Analyser les motifs des opérations de réorganisation. - Maîtriser les techniques d'introduction en Bourse.	- Les rachats d'actions : les mécanismes, les effets attendus, la mesure des politiques suivies. - Les opérations affectant le nombre d'actions. - Les opérations de restructuration (apport partiel d'actif, scission-dissolution, scission partielle avec échange d'actions). - Les introductions en Bourse.

6.3. Les fusions et acquisitions

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Comprendre les stratégies financières liées aux opérations d'acquisition, de fusion, d'OPA qui rythment la vie des groupes.	- Analyser les opérations de fusions et d'acquisitions. - Décrypter les montages financiers avec et sans levier financier.	- Recherche de synergies et autres facteurs. - Le recours aux holdings. - Les opérations à effet de levier. - Les offres publiques.

6.4. Les opérations sur les dettes et sur les créances

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Les opérations de décomptabilisation / déconsolidation des dettes/créances permettent d'accroître la performance financière des groupes par la recherche d'une structure financière plus optimale.	Maîtriser les opérations complexes visant à nettoyer les bilans.	Le désendettement (<i>defeasance</i>) et la titrisation : objectifs et modalités.

6.5. Les innovations financières

Sens et portée de l'étude	Compétences visées	Notions et contenus
Au cours de ces dernières années, l'univers de la finance a été marqué par l'arrivée du numérique. Une (r)évolution du métier de la finance est en marche par le digital et les plateformes via Internet.	- Repérer le rôle du numérique et des algorithmes dans la finance. - Comprendre le rôle des nouveaux acteurs.	- La place et le développement du numérique en finance (Fintechs, plateformes de <i>crowdfunding</i>, systèmes privés d'échanges de titres, <i>blockchains</i>, cryptomonnaies). - Analyse par les réseaux et les données.

Rédigés par des équipes pluridisciplinaires comprenant des enseignants en masters universitaires, en grandes écoles de management et en classes préparatoires à l'expertise comptable, membres des commissions d'examen, et 100 % conformes aux nouveaux programmes applicables depuis la rentrée 2019, les manuels Dunod constituent une **préparation complète** aux épreuves de DCG et DSCG.

Les compétences au cœur du programme

Les unités sont déclinées en compétences. Ces compétences sont à la fois variées mais limitées par une liste donnée et clairement identifiée. Une compétence peut être définie comme la capacité à utiliser un savoir-faire dans une situation donnée pour produire un résultat requis. Elle s'acquiert dans une situation, d'où l'importance de la structuration et de l'entraînement à la pratique de la problématisation.

Une compétence présente un caractère disciplinaire ; elle vise à résoudre des problèmes liés à la discipline et repose nécessairement sur des connaissances inhérentes à cette même discipline. Mais, dans le même temps, une compétence s'appuie sur des savoir-faire généraux et transversaux (capacité à analyser, à rédiger de manière concise et précise, etc.).

La compétence induit donc un rapport au savoir, elle ne s'y oppose pas. Les savoirs sont les informations qu'il faut être en mesure de mobiliser à bon escient, avec pour finalité l'élaboration d'un raisonnement structuré ou la résolution d'un problème lié à la pratique de la comptabilité et de l'audit.

Le concept de situation est donc central lorsque l'on évoque une compétence ; la mise en situation donne à l'étudiant l'occasion d'exercer la compétence visée. Une **situation** présente donc divers caractères, à la différence de la simple application de la règle :

- Elle mobilise un ensemble d'acquis et est orientée vers une tâche porteuse de sens.
- Elle fait référence à une catégorie de problèmes spécifiques à la discipline, elle est nouvelle.

Une compétence est évaluable. Elle peut se mesurer à la qualité de l'exécution de la tâche et à la qualité du résultat. Dès lors, une préparation efficace repose sur un équilibre judicieux entre l'acquisition de connaissances et un développement de compétences ciblées centré sur le réinvestissement en contexte. L'évaluation s'en trouve renouvelée ; elle met l'accent sur le cheminement intellectuel et l'esprit critique du candidat. Elle promeut une nouvelle quête de sens.

Le parti pris de nos manuels

Le présent manuel vise à apporter **l'ensemble des savoirs disciplinaires associés à l'unité d'enseignement** « Finance » à travers six parties, structurées en 19 chapitres, respectant scrupuleusement la progression logique du programme. Chaque chapitre propose une **synthèse synoptique** finale propice à la mémorisation.

La section « Des savoirs aux compétences » a été conçue comme une **passerelle** entre les deux éléments du programme :

- Dans un premier temps, le candidat est invité à s'autoévaluer à l'aide d'un **quiz/QCM** (réponses en fin d'ouvrage) et d'une **application directe des connaissances** (rubrique « Évaluer les savoirs »). En fonction de ses résultats, l'étudiant détermine les points du cours à revoir.

- Dans un second temps, l'étudiant est placé en contexte afin de tester les compétences requises et évaluées à l'examen (rubrique « Maîtriser les compétences ») : **toutes les compétences du programme font l'objet d'une mise en situation**. Les exercices proposés sont progressifs (le niveau de difficulté est systématiquement indiqué). Les compétences les plus complexes sont traitées isolément.
- Enfin, une fois les compétences maîtrisées, l'étudiant est invité à se placer en condition d'examen (rubrique « Préparer l'épreuve ») au travers de **cas**. Ces pages sont émaillées de conseils méthodologiques et de rappels théoriques.

Chaque partie du programme est ponctuée d'un **cas de synthèse transversal** testant les principaux savoirs et compétences de la partie. L'ouvrage s'achève par un **sujet type d'examen**. Ce dernier, comme tous les cas, applications et cas transversaux, est intégralement corrigé en fin d'ouvrage.

Un aller-retour constant entre savoirs et compétences

Deux parcours de préparation sont possibles grâce à ce manuel :

- Des savoirs disciplinaires étudiés aux compétences à mettre en œuvre en situation.
- L'acquisition de la compétence par la confrontation des situations aux savoirs.

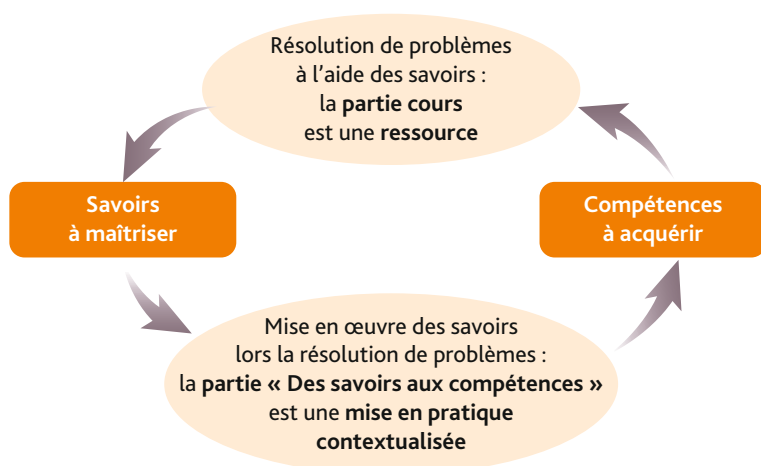


TABLE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS

AFEP :	Association française des entreprises privées	ESG :	Environnement, Social et Gouvernance
AFNOR :	Association française de normalisation	EVA :	<i>Economic Value Added</i>
AMF :	Autorité des marchés financiers	FBCF :	Formation brute de capital fixe
ANCC :	Actif net comptable corrigé	FCF :	<i>Free cash flow</i>
APT :	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>	FCP :	Fonds commun de placement
B(N)PA :	Bénéfice (net) par action	FRA :	<i>Forward/Futures Rate Agreement</i>
BCE :	Banque centrale européenne	FTA :	Flux de trésorerie d'activité (<i>Operating Cash Flow</i>)
BFR :	Besoin en fonds de roulement	FTD :	Flux de trésorerie disponibles (<i>Free Cash Flow</i>)
BFRE :	Besoin en fonds de roulement d'exploitation	FTDA :	Flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire
BSA :	Bon de souscription d'actions	FTF :	Flux de trésorerie de financement
BSO :	Bon de souscription d'obligations	FTI :	Flux de trésorerie d'investissement
BTF :	Bons du Trésor	FTO :	Flux de trésorerie liés aux opérations d'exploitation
CAF :	Capacité d'autofinancement	GRI :	Global Reporting Initiative
CAHT :	Chiffre d'affaires hors taxes	GW :	<i>Goodwill</i>
CAPEX :	<i>Capital Expenditures</i>	IAS :	International Accounting Standards
CB :	Crédit-bail	ICO :	Initial Coin Offerings
CMPC :	Coût moyen pondéré du capital	IFA :	Institut français des administrateurs
COFRAC :	Comité français d'accréditation	IFRS :	<i>International Financial Reporting Standards</i>
CP :	Capitaux propres	IPO :	<i>Initial Public Offering</i>
CPNE :	Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation	IRCC :	International Integrated Reporting Council
DA/DAP :	Dotations aux amortissements (et provisions)	IS :	Impôt sur les sociétés
DCF :	<i>Discounted cash flow</i>	ISO :	International Organization for standardization
DDM :	<i>Dividend Discount Model</i>	ISR :	Investissement socialement responsable
DPA :	Droit préférentiel d'attribution	LBO :	<i>Leveraged Buy-Out</i>
DPEF :	Déclaration de performance extra-financière	LSF :	Loi de sécurité financière
DPS :	Droit préférentiel de souscription	MBA :	Marge brute d'autofinancement
DRC :	Délai de récupération de capitaux	MBR :	<i>Market-to-book ratio</i>
EBE :	Excédent brut d'exploitation		
EBIT :	<i>Earnings before interest and taxes</i>		
EBITDA :	<i>Earnings before interest, taxes, Depreciation and Amortization</i>		
ECO :	<i>Equity Carve -Out</i>		

MBS :	<i>Mortgage-Backed Security</i>	ROC :	Résultat opérationnel courant
MEDAF :	Modèle d'évaluation des actifs financiers	ROCE :	<i>Return On Capital Employed</i>
MEDEF :	Mouvement des entreprises de France	ROE :	<i>Return On Equity</i>
MVA :	<i>Market Value Added</i>	ROI :	<i>Return On Investement</i>
OAT :	Obligations assimilables du Trésor	RSE :	Responsabilité sociale des entreprises (<i>Corporate Social Responsibility – CSR</i>)
ODD :	Objectifs de développement durable	RWA :	<i>Risk-Weighted Assets</i>
OPA :	Offre publique d'achat	SICAV :	Sociétés d'investissement à capital variable
OPCVM :	Organismes de placement collectif de valeurs mobilières	SML :	<i>Security Market Line</i>
OPE :	Offre publique d'échange	SOX :	Sarbanes-Oxley (<i>Act</i>)
OPF :	Offre à prix ferme	SP :	Superprofit
OPM :	Offre à prix minimal	TCN :	Titre de créance négociable
OPO :	Offre à prix ouvert	TPE/PME :	Très petites entreprises/petites et moyennes entreprises
OPR :	Offre publique de retrait	TRI :	Taux de rentabilité interne
OTI :	Organisme tiers indépendant	VAN :	Valeur actuelle nette
P2P :	Pair à pair	VANA :	Valeur actuelle nette ajustée
PBR :	<i>Price-to-book ratio</i>	VE :	Valeur économique
PER :	<i>Price earning ratio</i>	VMI :	Valeur mathématique intrinsèque
PPCM :	Plus petit commun multiple	VNC :	Valeur nette comptable
RE/RO :	Résultat d'exploitation/résultat opérationnel	VR :	Valeur de rendement

PROGRAMME

Compétences visées

- **Appréhender** l'influence des marchés financiers dans le financement de l'économie
- **Analyser** les aspects humains dans la finance moderne
- **Exprimer** un point de vue critique des modèles et outils de la finance classique

Notions et contenus

- Importance de l'hypothèse d'efficience pour la gestion financière et les différentes formes d'efficience
- Hypothèses des différents modèles (rationalité, etc.) et organisation des marchés financiers
- Aspects psychologiques et humains à prendre en compte dans tous les choix et décisions

PLAN DU CHAPITRE

COURS : 1. Le rôle des marchés financiers • 2. La structuration des marchés financiers • 3. L'information financière des marchés • 4. Le paradigme de l'efficience informationnelle des marchés financiers • 5. Les apports de la finance comportementale • 6. Les autres cadres d'analyse du fonctionnement des marchés

DES SAVOIRS AUX COMPÉTENCES : Évaluer les savoirs • Maîtriser les compétences • Préparer l'épreuve

SYNTHÈSE

Les vingt dernières années ont bouleversé les marchés financiers. Si leur rôle demeure inchangé, les places financières ont été reconfigurées et partiellement décentrées vers des places financières émergentes (Chine, Inde, Moyen-Orient). Simultanément, les exigences d'information à l'égard des investisseurs se sont considérablement accrues.

MOTS-CLÉS

Entreprise de marché • Efficience informationnelle des marchés • Efficience organisationnelle des marchés • Euronext • Finance comportementale • Indice boursier • Liquidité • Marché de gré à gré • Marché dérivé • Marché primaire • Marché réglementé • Marché secondaire • Ordre de Bourse • Prestataire de services d'investissement • Rationalité • Rapport de gestion

1 Le rôle des marchés financiers

On distingue deux familles de marchés. Les **marchés financiers de capitaux** (ou marchés traditionnels) sont l'un des moyens d'organiser l'offre et la demande de financement. Les **marchés dérivés** s'adossent aux marchés traditionnels en proposant des instruments de protection contre les risques de variation de cours, de taux de change et d'intérêt (↪ **chapitre 13**).

A Une fonction de marché primaire

Les marchés de capitaux ont tout d'abord une fonction de marché primaire.

Définition

Un **marché primaire** est un lieu où les émetteurs d'actifs financiers proposent leurs titres à des investisseurs en échange de capitaux.

- S'agissant d'actions, on parle d'introduction en Bourse lorsque l'entreprise fait appel au marché pour la première fois. Si l'entreprise est déjà cotée, il s'agit d'une augmentation de capital.
- S'agissant d'obligations, on utilise le terme d'émission. De manière générale, les organisations privées et publiques peuvent émettre des obligations. Lorsqu'un État réalise une émission d'obligations, on parle d'adjudication.

B Une fonction de marché secondaire

Les marchés de capitaux remplissent une fonction de marché secondaire indissociable de la fonction de marché primaire. À la suite d'une émission de titres financiers, les investisseurs peuvent décider de les revendre ou de les racheter.

Définition

Le **marché secondaire** n'est autre que l'organisation de la liquidité de l'épargne investie à long terme.

NOTRE CONSEIL

Veillez à ne pas confondre capitalisation boursière et valeur de l'entreprise, cette dernière intégrant la dette financière.

Les investisseurs ne placeraient pas leurs capitaux si la Bourse n'offrait pas la possibilité de les récupérer, en vendant leurs titres à des échéances correspondant à leurs propres horizons.

Du côté des émetteurs, la Bourse garantit l'obtention de capitaux à long terme indépendamment des préférences pour la liquidité des investisseurs.

La fonction de marché secondaire permet de déterminer la **capitalisation boursière**, soit la valeur de marché des capitaux propres représentant la valeur marchande d'une société cotée obtenue en multipliant le nombre de ses actions en circulation (flottant) par leur valeur boursière.

Avant la crise de 2008, les plus grosses capitalisations boursières appartenaient au secteur pétrolier. Certaines sociétés européennes comme British Petroleum (BP) figuraient dans le classement des dix plus grosses capitalisations boursières. En 2018, elles ont fait place aux GAFAM.

C) Une fonction d'instrument de mesure de la valeur des actifs financiers

Cette fonction est assumée dans le cadre de l'hypothèse d'**efficience informationnelle des marchés**. De manière schématique, la **formation des prix** qui mesure la valeur des actifs financiers se réalise en fonction des anticipations des intervenants et de leurs contraintes de liquidité.

D) Une fonction de mutation du système productif

La cession des actifs financiers permet le **changement de propriété** des sociétés (offre publique d'achat, etc.). En pratique, cette fonction de mobilité du capital joue un rôle plus important que celle d'apport de capitaux dans l'entreprise.

E) Une fonction de négociation et de transfert du risque

Les **marchés dérivés** complètent les marchés de capitaux (où les actions et obligations sont émises). Ils ont pour fonction le transfert des risques entre des agents ayant une aversion au risque (*risk adverse*) vers des agents preneurs de risques (les spéculateurs).

Les marchés dérivés permettent de se protéger contre la variation du cours de certains actifs financiers (actions, taux d'intérêt, devises) ou d'actifs physiques (ex. : matières premières) (→ **chapitre 13**).

→ **APPLICATION 2 • EXERCICE 3**

2 La structuration des marchés financiers réglementés

Les marchés financiers se distinguent selon leur mode d'organisation.

D'une part, les marchés OTC (Over-The-Counter) désignent des marchés financiers décentralisés où les transactions se font directement entre deux parties, sans passer par une bourse centralisée. Les transactions OTC sont souvent utilisées pour les instruments financiers tels que les actions non cotées, les obligations, les dérivés, et les devises étrangères.

D'autre part, les marchés financiers réglementés, comme Euronext en Europe, où les transactions sont soumises à des règles strictes et supervisées par des autorités de régulation (mais également le New York Stock Exchange aux États-Unis, le London Stock Exchange au Royaume-Uni etc.)

A) Euronext, place boursière transnationale et marché financier réglementé

Euronext est une bourse transnationale européenne, établie en 2000 à la suite de la fusion de la Bourse de Paris en France, la Bourse d'Amsterdam aux Pays-Bas, et la Bourse de Bruxelles en Belgique. Cette fusion a été motivée par l'introduction de l'euro et la nécessité de créer des marchés plus intégrés et plus compétitifs au niveau mondial. Aujourd'hui, Euronext joue un rôle clé dans le financement de l'économie européenne.

En 2002, la Bourse de Lisbonne (Portugal) a rejoint Euronext. Euronext a ensuite acquis la Bourse de Dublin (Irlande) en 2018, la Bourse d'Oslo (Norvège) en 2019, la Bourse de Milan (Italie) en 2021. Aujourd'hui, la bourse pan européenne Euronext permet la négociation de différents produits financiers tels que les actions, les obligations, les produits dérivés (Euronext Liffe), etc.

B Euronext N.V, l'entreprise de marché réglementé d'Euronext

La distinction entre Euronext N.V. et Euronext est essentielle ; la première désignant la holding qui détient les bourses, tandis que le second se réfère généralement à l'ensemble du réseau de ces bourses et aux services associés.

Tout marché réglementé dispose d'une entreprise de marché, c'est-à-dire une société procurant un ensemble de services financiers permettant l'organisation de la rencontre de l'offre et de la demande des produits financiers. L'efficacité de l'entreprise de marché est essentielle compte tenu d'une concurrence accrue entre les bourses au travers le monde.

Ainsi, pour Euronext, Euronext N.V. est l'entité opérationnelle qui gère plusieurs bourses en Europe, incluant Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Dublin, Milan, et Oslo. Euronext N.V. est responsable de la mise en œuvre de l'ensemble des opérations et services financiers offerts à travers ces différentes bourses.

Euronext N.V. est une société cotée depuis 2014. Ses actions sont négociées principalement sur Euronext Paris, qui fait partie de son propre réseau de bourses. La société Euronext Paris SA est quant à elle responsable de la gestion et de la régulation du marché des actions, des obligations, et des produits dérivés en France. Toutefois, Euronext Paris SA, en tant que filiale d'Euronext N.V., n'est pas cotée en bourse.

En tant qu'entreprise de marché, Euronext N.V. articule les relations entre les différents prestataires de services d'investissement (PSI) qui collectent les ordres d'achat et de vente. Ce sont notamment les courtiers (*brokers*) qui agissent pour le compte d'une tierce personne, et les teneurs de marchés qui agissent pour leur compte propre.

En résumé, Euronext N.V. (fig. 1.1) assure les fonctions suivantes :

- Promotion du marché auprès des émetteurs et des investisseurs ;
- Gestion de l'adhésion des membres, de l'admission et de la radiation de valeurs ;
- Enregistrement des négociations entre les membres de la Bourse via la chambre de compensation LCH Clearnet qui garantit le paiement et la livraison des titres ;
- Gestion des systèmes informatiques de cotation.

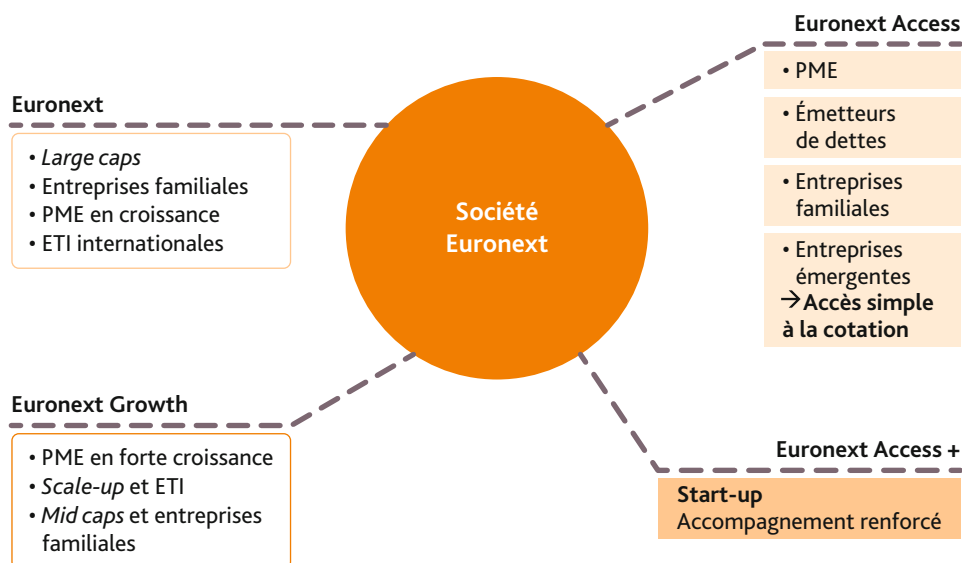


Figure 1.1. Structure d'Euronext



Les *mid caps* sont des entreprises à capitalisation moyenne ; les *large caps* à capitalisation forte (actions les plus échangées sur les places boursières internationales). Les *scale-up* sont les sociétés à fort potentiel, celles qui entrent dans la cour des grands.

C) La microstructure des marchés réglementés

1. La liquidité et le mode de cotation

Définition

La **liquidité** se mesure par la possibilité d'acheter ou de vendre rapidement un actif financier sans que cela ait un effet majeur sur son prix. Plus les actifs financiers d'un marché sont liquides, plus il est facile, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions.

La liquidité d'un actif financier se traduit par son mode de cotation. :

- Les titres les plus liquides sont cotés en continu, ce qui permet de confronter l'offre et la demande du titre en permanence dans le carnet d'ordres durant la séance boursière.
- Les prix des titres les moins liquides sont définis par le *fixing* (« *fixing* »). Un prix est fixé une à plusieurs fois par séance. Les ordres sont stockés dans le carnet d'ordres sans être immédiatement exécutés. Le prix déterminé s'impose à tous les ordres.



Une phase de *fixing* précède et clôture généralement une période de cotation en continue (séance journalière des valeurs liquides d'Euronext ➡ [chapitre 13](#)).

2. Les plateformes de négociation et de compétitivité

L'offre et la demande sont confrontées dans un carnet d'ordres *via* une plateforme de négociation.

Exemple

- L'automate Xetra à Francfort, Millenium à Londres sont autant d'exemples de plateformes de négociation. ►

FOCUS

Optiq, la nouvelle plateforme d'Euronext

Euronext a lancé, à la fin de l'été 2018, une nouvelle plateforme de trading, Optiq, sur le marché des actions au comptant. Il s'agit d'une décision stratégique pour le groupe qui touche toutes les places boursières et tous les marchés, à l'exception de celui des produits dérivés, lequel devrait suivre sous peu.

Conçue par des équipes internes pour des raisons évidentes de confidentialité, Optiq fait d'Euronext l'un des rares groupes boursiers à maîtriser intégralement la technologie et à pouvoir la revendre à d'autres places boursières.

3. Les ordres de Bourse

Définition

Un **ordre de Bourse** est un mandat d'exécution d'une transaction sur un actif financier. Il doit contenir le sens de la transaction (achat ou vente), la quantité de titres financiers, le code d'identification de la valeur.

Le code d'identification est une **norme internationale**, il s'agit du code ISIN (*International Securities Identification Numbers*) d'une valeur boursière et non pas d'une entreprise. En effet, une société peut avoir plusieurs valeurs cotées sur différents marchés financiers. Le code se décompose en deux lettres correspondant au pays d'émission du titre (FR pour la France) suivies de 10 chiffres.

Il existe différents ordres de Bourse. Il est donc nécessaire de préciser en plus, le **type d'ordre**, le **mode de règlement** (système de règlement différé ou comptant) et la **validité** de l'ordre (au jour ou à une date déterminée pouvant aller jusqu'à un an).

Les ordres simples, les plus fréquemment utilisés, (tab. 1.1) côtoient les ordres tactiques, combinaisons d'ordres simples.

Tableau 1.1. Les différents ordres simples (Euronext Paris)

Nom	Définition
Ordre au marché (présent sur tous les marchés)	Permet d'acheter ou de vendre une quantité de titres sans condition de prix, donc sans aucune maîtrise du cours auquel l'ordre sera exécuté (ce qui constitue son principal inconvénient). Il est prioritaire sur les ordres à cours limité et il privilégie la quantité de titres demandés avec une exécution immédiate, si les quantités sont disponibles sur le marché.
Ordre à cours limité (présent sur tous les marchés)	Permet d'acheter ou de vendre une quantité de titres avec une condition de prix, donc avec une maîtrise du cours auquel l'ordre sera exécuté. Il permet de fixer un objectif de cours en fonction de l'évolution du marché. En revanche, contrairement à l'ordre au marché, la quantité de titres souhaitée peut être exécutée partiellement voire pas du tout.
Ordre à seuil de déclenchement (Euronext)	• Permet d'acheter ou de vendre une quantité de titres à partir d'un cours déterminé. Pour un achat, l'exécution s'effectuera à ce cours ou au-dessus de ce cours. Pour une vente, l'exécution se fera à ce cours ou en dessous de ce cours. • L'avantage de cet ordre réside dans le fait qu'il permet de se protéger contre d'éventuels renversements de tendance. Le seuil une fois atteint, l'ordre se transforme en ordre « au marché ». L'ordre à seuil de déclenchement assure donc une exécution maximale des titres mais ne permet pas de maîtriser le prix auquel il sera exécuté.
Ordre à plage de déclenchement (Euronext)	Permet d'acheter ou de vendre une quantité de titres à partir d'un cours déterminé et une fois que le cours limité fixé au départ est atteint. L'ordre à plage de déclenchement associe donc les caractéristiques de l'ordre à cours limité et de l'ordre à seuil de déclenchement.
Ordre suiveur (Euronext)	• Repose sur le même principe qu'un ordre à seuil de déclenchement à la différence que l'on saisit un pourcentage de variation et non un seuil en quantité de monnaie. Il permet d'acheter ou de vendre une quantité de titres à partir d'un cours déterminé et en fonction de l'évolution du titre négocié. • L'intérêt de cet ordre réside dans le fait qu'il permet d'une part de fixer une limite de perte maximale et d'autre part de bénéficier au maximum des plus-values potentielles. L'ordre suiveur évolue proportionnellement à la progression du cours d'une valeur et évite de devoir modifier constamment le seuil de votre ordre en cas de tendance favorable.

FOCUS

Le mode de règlement des actions d'Euronext Paris

Depuis septembre 2000 à Paris, les prix des transactions sur le marché des actions sont conclus au comptant. Toutefois, dans certains cas, l'investisseur peut négocier auprès du Service de règlement ou de livraison différé (SRD). Le SRD concerne uniquement les titres appartenant à l'indice boursier SBF 120 ou avec une capitalisation supérieure à 1 Md € et des capitaux échangés quotidiennement

pour, en moyenne, 1 million d'euros. Certains titres sont exclus du SRD à la demande de l'émetteur ou sur instruction de l'AMF (cas des valeurs financières en 2008).

Le différé est contraint par un calendrier réglementé pour limiter l'effet de levier résultant du terme de la transaction. Les transactions au SRD sont plus coûteuses que les transactions au comptant.

D Les indices boursiers

1. Les principes et enjeux des indices boursiers

Définition

Mesures synthétiques de l'évolution du cours de plusieurs titres, les **indices boursiers** reflètent l'évolution d'un marché ou d'un secteur et représentent la moyenne (simple ou pondérée) des cours de l'échantillon des valeurs mobilières qui le composent.

Un indice boursier permet des comparaisons de performance par rapport à un panier de valeurs composé de manière homogène et agrégeant :

- **Un certain nombre de valeurs composant l'indice.** Plus l'indice est large (nombre important de valeurs), meilleure est sa représentativité. En pratique, certains indices sont concentrés sur les valeurs les plus importantes du marché (en termes de capitalisation boursière).
- **Des valeurs pondérées.** La plupart des indices pondèrent leurs valeurs par la capitalisation boursière du flottant, l'équipondération ou encore la pondération par les cours boursiers.
- **Des actualisations de l'indice.** Pour être représentatif, un indice doit être composé des valeurs boursières les plus échangées sur le marché. Il est donc évolutif. Si l'indice est fermé, l'entrée d'une nouvelle valeur entraîne la sortie d'une autre.

FOCUS

L'indice boursier CAC 40

Lancé le 31 décembre 1987 sur une base de 100 points par la Compagnie des agents de change, l'indice CAC 40 (l'acronyme signifie désormais Cotation Assistée en Continu, auparavant Compagnie des Agents de Change) est déterminé à partir des cours de 40 actions cotées en continu parmi les 100 premières capitalisations de la Bourse de Paris. Ces sociétés, appartenant à différents secteurs d'activité, reflètent la tendance de l'économie des grandes entreprises françaises. L'indice boursier CAC 40 est l'un des principaux indices d'Euronext Paris. Les valeurs

sont pondérées par la capitalisation boursière du flottant. La composition complète du CAC 40, actualisée trimestriellement, est disponible sur le site d'Euronext.

Il existe deux versions de l'indice CAC 40 : il peut être calculé avec ou sans dividendes réinvestis. Le CAC 40 peut servir d'indice de référence d'un portefeuille d'actions investis en sociétés françaises. Dans ce cas, il vaut mieux utiliser le CAC 40 « à dividendes réinvestis » puisqu'il intègre les dividendes versés par les entreprises et que tout investisseur percevra.

Plusieurs sociétés telles que Morgan Stanley ou Dow Jones proposent également des indices boursiers pour la mesure de performance et la prise de décision des investisseurs. Ces sociétés sont en concurrence pour diffuser l'information financière dans l'écosystème des marchés financiers.

Il existe une multitude d'indices :

- Les **indices géographiques** représentent la tendance de marché d'une zone géographique (pays, regroupement de pays comme la zone euro, ou l'ensemble des places financières mondiales pour un indice international).
- Les **indices sectoriels** représentent la tendance des titres des entreprises d'un secteur de l'économie (énergie, banques, etc.).
- Les **indices de style** représentent l'évolution de titres ayant des caractéristiques spécifiques. Par exemple, un indice *growth* correspond à des valeurs en croissance (lorsque la rentabilité des valeurs provient de la plus-value en capital).
- Les **indices socialement responsables** sont construits à partir des valeurs choisies sur des critères financiers traditionnels (forte capitalisation boursière et liquidité élevée) et des **critères extra-financiers**. Les critères extra-financiers apprécient l'impact social et environnemental de l'activité de chacune des entreprises pouvant composer l'indice construit. Ces indices accompagnent le développement de l'investissement socialement responsable (ISR, **chapitres 3 et 14**) en lui adossant une performance objective.



Le premier indice de ce type a été créé dans le cadre du boycott du régime de l'apartheid. En 1980, une banque de Boston crée un indice des firmes américaines non impliquées dans le commerce avec l'Afrique du Sud, le *South Africa Safe (Safe Index)*. Nous verrons dans le chapitre 3 que cette catégorie d'indices a beaucoup évolué.

2. Les indices boursiers dans le monde

Euronext Paris utilise cinq indices boursiers principaux (**tab. 1.2**) dont certains ont été déclinés au fil du temps (**tab. 1.3**).

Tableau 1.2. Indices boursiers d'Euronext Paris

Nom	Contenu
CAC 40	Lancé le 15 juin 1988 (base 1 000 au 31 décembre 1987) à la Bourse de Paris, c'est l'indice de référence d'Euronext Paris (<i>CAC : Cotation Assistée en Continu</i>). Il est calculé sur un échantillon de 40 valeurs choisies en fonction de leur capitalisation, de leur flottant et de leur liquidité.
SBF 120	Composé des 120 valeurs les plus actives de la cote (les 40 valeurs du CAC 40 + 80 valeurs inscrites aux marchés cotés en continu).
SBF 250	Cet indice représente l'évolution de l'ensemble de la cote (compartiments A, B et C, actions cotées au <i>fixing</i> ou en continu). Il s'appuie sur une nomenclature économique sectorielle (valeurs industrielles/services/sociétés financières). Son échantillon est composé des valeurs les plus représentatives de chaque secteur.
MID CAC	Composé de 100 valeurs françaises moyennes, il complète les indices CAC 40, SBF 120 et SBF 250.
IT CAC	Lancé en mars 2000, ce nouvel indice technologique transversal comprend des valeurs issues de tous les segments de marché de la cote des actions.

Plusieurs indices ont été déclinés depuis la création d'Euronext.



Pour faire référence à l'économie européenne dans son ensemble, il existe plusieurs indices européens, dont le Dow Jones STOXX (660 valeurs) et le Dow Jones Euro STOXX (360 valeurs de la zone euro).

Tableau 1.3. Principaux indices d'Euronext

	Euronext Paris	Ensemble du groupe Euronext
Principaux indices	• CAC IT20® • CAC Next20®	• Euronext 100® • NextCAC 70®
Indices MidCap	CAC Mid100®	Next 150®
Indices SmallCap	CAC Small90®	
Indices All-Share	CAC All-Share®	

Certains indices internationaux constituent également des références (tab. 1.4).

Tableau 1.4. Indices internationaux

Pays	Nom de l'indice	Contenu
États-Unis	Dow Jones Industrials	Indice du New York Stock Exchange, le marché de référence à Wall Street. Il regroupe les plus grosses capitalisations de la cote (les <i>blue chips</i>).
	S&P 500 (Standard & Poors 500)	Plus large que le Dow Jones, avec 500 valeurs sélectionnées, c'est un autre indice de référence de la Bourse américaine.
	Nasdaq Composite	Indice du marché américain dédié aux nouvelles technologies.
Japon	Nikkei 225	Indice de référence de la Bourse de Tokyo (225 plus grosses capitalisations).
Royaume-Uni	FTSE 100	Indice de référence de la Bourse de Londres, surnommé « <i>Footsie</i> ».
Allemagne	Dax (Deutschen Aktien Index)	Indice de référence de la Bourse de Francfort.
Chine Hong Kong	SSE Composite Hang Seng	• Indice de référence de la Bourse de Shangai. • Indice de référence de la Bourse de Hong Kong.
Inde	S&P CNX Nifty	Indice boursier des 50 plus grosses capitalisations boursières en Inde.

➔ EXERCICE 3

3 L'information financière des marchés

L'information et la communication financière permettent la transparence des marchés financiers. Ils sont la condition de la confiance des investisseurs, de la crédibilité et de la qualité d'une place financière dans son ensemble (guide « Cadre et pratiques de communication financière », 2018).

La réglementation (→ chapitre 14) est marquée par une grande hétérogénéité. Des règles très précises encadrent certains aspects de la communication financière de l'émetteur alors que d'autres aspects sont régis par l'application de grands principes (sous responsabilité de l'émetteur). Par-delà ce cadre réglementaire, chaque société cotée entreprend une véritable démarche de communication vis-à-vis de différents destinataires.

A) L'information financière réglementée

L'information financière réglementée fait l'objet d'une publication importante dont l'AMF présente la teneur de manière très complète.



Règlement général AMF, articles 221-1 et suivants, figurant au chapitre I^{er} du titre II du livre II ; articles 222-1 et suivants figurant au chapitre II du titre II du livre II.

1. L'information périodique

L'AMF considère que l'information périodique est l'information diffusée auprès d'elle et du public par les émetteurs à échéances régulières, notamment, sur une base annuelle ou semestrielle.

En fonction des capacités des systèmes d'information des entreprises à fournir dans un délai donné une information chiffrée exacte, précise et sincère, et compte tenu des obligations indiquées ci-dessus, on peut avoir l'exemple d'un calendrier de l'information financière (tab. 1.5).

Tableau 1.5. Calendrier de communication financière pour un exercice clos le 31 décembre
(Cadre et pratiques de communication financière, L'Observatoire de la communication financière, 2018)

Information	Date limite
Chiffre d'affaires du 4 ^e trimestre (facultatif) et de l'exercice N-1	Fin février
Résultats de l'exercice	30 avril
Information financière trimestrielle (1 ^{er} trimestre) (facultatif)	15 mai
Assemblée générale annuelle	30 juin
Chiffre d'affaires du 2 ^e trimestre et du 1 ^{er} trimestre (facultatif)	15 août
Résultats du 1 ^{er} semestre	15 novembre
Information financière trimestrielle (3 ^e trimestre) [facultatif]	15 novembre

2. L'information permanente

L'information permanente consiste en l'obligation pour tous les émetteurs dont les titres sont cotés de rendre publique, dès que possible, toute information privilégiée. Cette obligation est prévue essentiellement par le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

3. L'information spécifique

L'information spécifique recouvre une double obligation :

- procéder à une information du marché lors de certaines d'opération (ex. : publication d'un prospectus en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé) ;
- respecter des consignes particulières de communication au titre de la réglementation des offres publiques (notamment l'obligation pour l'initiateur et la société cible de publier une note d'information).

B Les principaux supports de l'information financière périodique

Les publications périodiques permettent à l'entreprise cotée de transmettre aux analystes financiers de nombreuses informations sur sa stratégie, ses marchés, ses performances, etc.

Pour l'entreprise cotée, il est essentiel d'aider ces acteurs dans leur travail d'analyse et de compréhension du modèle économique. Les entreprises cotées sur un marché réglementé sont tenues de mettre en place un comité spécialisé chargé notamment du suivi de l'élaboration de l'information financière, le comité d'audit.

1. La publication des résultats annuels

La publication des résultats annuels se décline de la façon suivante selon l'Observatoire de la communication financière, association dissoute en 2018 (tab. 1.6).

Tableau 1.6. Publication des résultats annuels (Observatoire de la communication financière, 2018)

Type de document	Régime	Mode de publication	Calendrier
Communiqués de presse	Obligatoire	Par voie électronique	Après la tenue du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et au plus tard dans les 60 jours pour le chiffre d'affaires
Réunion d'information	Pratique de place	Réunion physique : conférence téléphonique	
Avis financier	Facultatif	Par voie de presse écrite Internet ou radio	
Rapport financier annuel	Obligatoire	Par voie électronique avec toutefois la possibilité de ne publier qu'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport (information réglementée)	Au plus tard dans les 4 mois qui suivent la clôture de l'exercice
Document de référence	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Absence de délai réglementaire
Rapport intégré	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Absence de délai réglementaire
Documents publiés au BALO	Obligatoire	Transmission électronique au BALO	Dans les 45 jours qui suivent l'approbation des comptes par l'assemblée générale ordinaire

Type de document	Régime	Mode de publication	Calendrier
Documents déposés au greffe du tribunal de commerce	Obligatoire	Dans le mois qui suit l'approbation des comptes annuels par l'assemblée générale ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque le dépôt est effectué par voie électronique.	

Le dépôt au greffe du tribunal de commerce concerne les documents suivants :

- les comptes annuels (et consolidés) ;
- le rapport de gestion prévu par le Code de commerce ;
- le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels (et consolidés) ;
- le rapport sur le gouvernement d'entreprise, ainsi que le rapport des CAC sur ce rapport ;
- un tableau récapitulatif des délégations en cours de validité en matière d'augmentation de capital ;
- la proposition d'affectation du résultat et la résolution votée par l'assemblée générale.

2. La présentation des documents/événements annuels

Rapport financier. Il doit comprendre les éléments suivants :

- les comptes annuels complets (c'est-à-dire les comptes individuels ou sociaux) ;
- les comptes consolidés (🔗 **chapitre 4**), éventuellement ;
- le rapport de gestion ;
- une déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier annuel ;
- les rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels (et les comptes consolidés le cas échéant).

Définition

Le **rapport de gestion** est un document de synthèse donnant l'ensemble des informations significatives portant sur différents aspects de la gestion de la société ou du groupe, à savoir l'économique, le juridique, le social et l'environnemental. C'est le document par lequel les dirigeants rendent compte de leur gestion à l'organe délibérant et qu'ils utilisent pour communiquer toute information significative sur l'entité et ses perspectives d'évolution.

Lorsqu'il est inclus dans le rapport financier annuel, le rapport de gestion n'est pas exhaustif et doit contenir, au minimum, les informations suivantes :

- Une analyse de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société ; les indicateurs clés de performance financière et non financière ayant trait à l'activité spécifique de l'entreprise (dont les questions environnementales et salariales) ; les principaux risques et incertitudes ; les indications sur l'utilisation des instruments financiers.
- Les informations concernant la structure du capital de la société et les éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.
- Les informations portant sur le nombre d'actions achetées et vendues au cours de l'exercice dans le cadre d'un programme de rachat et les caractéristiques de ces opérations.

Document de référence. C'est un document de synthèse contenant l'ensemble des informations juridiques, économiques, financières et comptables d'un émetteur pour un exercice donné. En pratique, la plupart des sociétés en établissent un.

Rapport intégré. Document portant sur « la manière dont la stratégie, la gouvernance, la performance et les perspectives de l'organisation conduisent, compte tenu de son écosystème, à créer de la valeur à court, moyen et long terme ».

Communiqués de presse et avis financiers. En pratique, le communiqué de presse publié présente :

- l'analyse de la variation du chiffre d'affaires consolidé et des éléments du compte de résultat ;
- une information sectorielle ;
- les éléments du bilan et des flux de trésorerie ;
- les orientations stratégiques de l'émetteur et les faits marquants de l'exercice au regard de la stratégie annoncée ;
- les objectifs et prévisions de la société ;
- le montant du dividende dont la distribution est proposée à l'AG au titre de l'exercice ainsi que sa date de mise en paiement s'il est approuvé, etc.

Outre le communiqué de presse sur le chiffre d'affaires annuel, l'émetteur peut procéder à la publication d'un avis financier relatif à ses résultats annuels par voie de presse écrite selon des modalités de présentation qu'il estime adaptées à son actionnariat et à sa taille. En pratique, l'avis financier est diffusé après le communiqué de presse.

3. La publication des résultats semestriels

La publication des résultats semestriels doit intervenir dans les trois mois suivant la fin du premier semestre (tab. 1.7).

Tableau 1.7. Publication des résultats semestriels (Observatoire de la communication financière, 2018)

Type de document	Régime	Mode de publication	Calendrier
Communiqués de presse	Obligatoire	Par voie électronique Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Après la tenue du conseil d'administration ou du conseil de surveillance
Réunion d'information	Pratique de place	Réunion physique : conférence téléphonique	
Avis financier	Facultatif	Par voie de presse écrite Internet ou radio	
Rapport financier semestriel	Obligatoire	Par voie électronique avec toutefois la possibilité de ne publier qu'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport (information réglementée) Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Au plus tard dans les trois mois qui suivent la fin du 1 ^{er} semestre
Actualisation du document de référence	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Pas de délai réglementaire

C) Les destinataires de la communication financière

La communication financière s'adresse en premier lieu aux différentes catégories d'investisseurs. En second lieu, elle s'adresse aux acteurs de l'écosystème de l'entreprise.



Les investisseurs institutionnels étrangers constituent une cible particulièrement intéressante pour la communication financière des grands groupes français.

1. Les différentes catégories d'investisseurs

Investisseurs institutionnels. Ce sont des intervenants majeurs sur le marché des actions, susceptibles de faire varier les cours avec des mouvements massifs d'achat ou de vente. Il existe quatre principaux types d'investisseurs institutionnels :

- les établissements financiers (banques commerciales, banques d'affaires) sachant que chaque grande banque compte une filiale dédiée à la gestion d'actifs ;
- les compagnies d'assurances ;
- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- les fonds de pension.

Investisseurs individuels (petits porteurs). En France, le nombre d'actionnaires individuels ne cesse de baisser depuis la crise financière de 2008, ce qui constitue un risque pour le financement de l'économie. Afin d'informer les actionnaires individuels, les groupes cotés ont recours à plusieurs moyens : les clubs d'actionnaires, les lettres aux actionnaires, le numéro vert ou numéro azur, la publicité financière dans la presse grand public, le rapport annuel abrégé, le site Internet interactif/pédagogique, le guide de l'actionnaire, etc.

Actionnaires salariés. Les actionnaires salariés ont un double statut : ils font partie de l'entreprise tout en participant au capital. Lorsque l'actionnariat dans une société dépasse un seuil de 3 %, la loi prévoit (C. com., art. L. 225-23 et L. 225-71) la désignation d'un ou de plusieurs administrateurs représentant les intérêts des salariés actionnaires. Les salariés sont une cible majeure de la communication financière des groupes français cotés.

Le développement de l'actionnariat salarié présente plusieurs avantages (tab. 1.8).

Tableau 1.8. Avantages de l'actionnariat salarié

Pour l'entreprise	• Constitution d'un noyau stable permettant de s'assurer de la fidélité de ses actionnaires, notammentw en cas d'offre publique hostile. • Source de cohésion sociale : amélioration du climat interne, sentiment de solidarité. • Facteur de motivation des salariés : le cours de Bourse étant logiquement lié aux résultats du groupe, il est dans l'intérêt personnel des actionnaires salariés de participer à la croissance du groupe et d'accroître leur productivité.
Pour les salariés	• Placement financier intéressant : les plus-values espérées (voire stock-options) sont une rémunération directement liée aux efforts quotidiens fournis au sein du groupe. • Pouvoir accru au sein de l'entreprise : création d'associations d'actionnaires salariés, qui peuvent siéger au conseil d'administration (sous condition d'un seuil de 3 %).

La communication vers les salariés (actionnaires ou envisageant de l'être) se situe au croisement de l'information financière et de la communication interne. Les opérations initiales de communication financière interne (ex. : lors d'un premier plan d'épargne salarial) doivent revêtir une dimension pédagogique, puisque pour de nombreux salariés il s'agit du premier investissement boursier.

2. L'écosystème économique et financier des sociétés cotées

Analystes financiers. Les analystes financiers (regroupés au sein de la Société française des analystes financiers, SFAF) travaillent pour le compte d'établissements financiers, de sociétés de Bourse ou de cabinets spécialisés. Leurs recommandations boursières sont suivies par les gérants de portefeuille ainsi que par les actionnaires individuels.

Les sociétés utilisent **des moyens de communication variés avec les analystes.**



La SFAF établit un classement trimestriel des valeurs du CAC 40, notées par 40 analystes et gestionnaires selon plusieurs critères (appréciation globale, résultats financiers, stratégie, information financière) qui est publié dans la revue trimestrielle de la SFAF (*Analyse financière*) et repris sous une forme plus synthétique par des revues financières.

Exemple

- Les réunions d'experts sont complétées par des rendez-vous individuels, des conférences téléphoniques, un exposé du directeur financier et l'information périodique. ►

Presse économique et financière. Tout comme les analystes, les journalistes financiers ont une influence majeure sur toutes les catégories d'investisseurs (par le biais de la presse financière ou généraliste). La communication avec les journalistes financiers se présente généralement sous les formes suivantes :

- conférences de presse ;
- réunions organisées lors des présentations de résultats annuels et lors d'événements majeurs (nouveau directeur général par exemple) ;
- rendez-vous individuels (entretiens avec le directeur financier ou le directeur général par exemple) ;
- communiqués de presse.

Clients et les fournisseurs. Tout client, fournisseur ou partenaire d'une société cotée est par définition un interlocuteur ayant déjà une certaine connaissance de ce groupe. Il est considéré comme un des partenaires de l'entreprise.

Finalement, le département en charge de la communication financière et des relations avec les investisseurs s'adresse à la communauté financière (analystes financiers, gérants de portefeuille, investisseurs institutionnels et individuels) afin de mettre en place une politique de communication financière ciblée de l'entreprise (en respectant les principes d'égalité et d'homogénéité de traitement de l'information).

L'utilité de la communication financière est à la fois interne et externe (fig. 1.2).

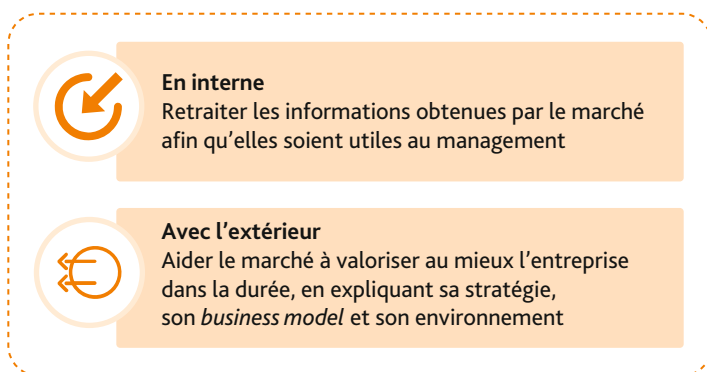


Figure 1.2. Double rôle de la communication financière

4 Le paradigme de l'efficience informationnelle des marchés financiers

Si l'information pertinente quant aux perspectives de résultats d'une firme (et qui reprend également l'information passée) est totalement disponible et peu coûteuse, alors elle sera incluse dans le prix de marché des titres.

A) Les fondements du paradigme d'efficience informationnelle des marchés financiers

L'efficience informationnelle d'un marché repose initialement sur un certain nombre de postulats quant à son fonctionnement. Ces postulats issus de la théorie économique néo-classique sont les suivants :

- les individus sont rationnels ;
- le marché assure la liquidité des titres ;
- l'accès à l'information est libre pour tous ;
- les coûts de transaction (ex. : impôts) sont faibles ;

1. L'hypothèse de rationalité des agents

Définition

Pour construire sa théorie du portefeuille, Markowitz (1952) a défini la **rationalité** selon les critères d'espérance et de variance → l'espérance de rentabilité rémunère les investisseurs pour le risque qu'ils acceptent de prendre.

Un investisseur rationnel cherche à maximiser sa rentabilité pour un niveau de risque donné.

Un agent adopte un comportement rationnel (↪ **chapitre 2**) :

- en maximisant son espérance de gain (rentabilité) ;
- en minimisant le risque correspondant (variance ou écart-type).

FOCUS

La rationalité des agents contestée

Fama (1970, 1991) s'est attaché à répondre aux différents doutes que les faits empiriques constatés pouvaient jeter sur la théorie en fournissant :

- des études statistiques très documentées au regard de l'absence de résultats contradictoires scientifiquement significatifs qui

auraient pu soutenir une position inverse (gérants de fonds confrontés à la réalité) ;

- des outils directement opérationnels pour des sociétés de gestion de portefeuille en demande de méthodes pour gérer des positions de plus en plus importantes sur des marchés financiers en plein développement.

2. La fluidité et l'accessibilité de l'information

Répercussions de l'information sur le cours des actions. L'efficacité informationnelle est possible parce que les marchés sont bien organisés (efficacité organisationnelle) et très concurrentiels autrement dit très proches du concept de marché parfait de la théorie économique du XIX^e siècle (Cootner, 1962).

À partir de l'hypothèse initialement proposée par L. Bachelier (1900), on parvient à une vision de marchés financiers fonctionnant assez efficacement pour assurer pleinement leur mission d'établissement de prix et fournir des signaux fiables pour l'allocation optimale des ressources financières.

Les déterminants de l'information sont doubles :

- **Caractéristiques dans le temps.** L'information peut être historique, actuelle ou prévisionnelle. Seules les informations actuelles et passées sont certaines quant à leurs effets sur le prix, et plus la quantité d'information disponible est importante, meilleure est la qualité des prix.
- **Caractéristiques dans l'espace.** L'information sur les firmes est disponible à l'intérieur et à l'extérieur de l'organisation (tab. 1.9).

Tableau 1.9. Disponibilité de l'information selon la position de l'individu vis-à-vis de la firme

Individus appartenant à la firme	Ils sont supposés être mieux informés sur l'état de l'activité. Ils ont accès à de l'information plus « sensible » : • quant aux projets d'investissement ; • quant aux contrats en cours ; • quant aux changements managériaux à venir... Ces connaissances supplémentaires dépendent bien évidemment du niveau de responsabilité et de la position hiérarchique de l'individu dans l'organisation.
Investisseurs extérieurs à la firme	On distingue les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels. En principe, ces derniers sont mieux informés car ils sont plus facilement en contact avec les membres de la direction. Cet accès inégal à l'information (forme d'asymétrie) peut affecter le prix des actions d'une société : être dans le groupe bien informé donne, en effet, l'opportunité d'avoir un peu d'avance sur le marché. <i>Remarque :</i> Il faut noter toutefois que l'action des dirigeants sur le marché est strictement réglementée (délict d'initié).

3. Les mécanismes d'arbitrage

L'**arbitrage** indique que tout déséquilibre momentané de marché qui amènerait deux actifs semblables à être cotés à des prix différents serait immédiatement exploité par les agents financiers et disparaîtrait très rapidement, ramenant ainsi les prix à leur juste équilibre :

- Si le marché permet la concurrence entre participants dans un contexte équitable (tous les participants ont un accès identique à l'information et donc des chances égales de succès), il est alors impossible de battre durablement le marché, si ce n'est par hasard (ou par chance).
- Sur tous les marchés financiers internationaux, des centaines d'analystes suivent la performance quotidienne du prix des titres et reçoivent tous, au même moment, la même information. La **règle de l'unicité du prix** suggère alors que des valeurs équivalentes soient négociées au même prix (qui tient compte des différences dues aux coûts de transaction). Si ce n'est pas le cas, les opportunités d'arbitrage permettront à un arbitragiste d'acheter des titres à un prix plus faible pour les revendre à un prix plus élevé, et donc réaliser un profit sans prendre aucun risque.



L'arbitrage sous-entend que le marché comporte un grand nombre d'agents très informés (accès à l'information libre) et pouvant échanger sans difficulté (pas ou peu de coûts de transaction).

4. La marche au hasard du prix des actions (ou *random walk*)

Dans le cadre théorique de l'efficacité des marchés, les changements de prix des titres sont supposés suivre une **marche au hasard** : les évolutions futures sont impossibles à prévoir car elles sont totalement aléatoires.

Selon Fama (1970), le prix d'un actif financier intègre instantanément toutes les informations disponibles concernant cet actif. Il est donc impossible de prévoir l'évolution de ce prix puisqu'il n'existe pas d'information qui n'ait été intégrée dans le prix actuel. Les prix futurs dépendront uniquement des informations qui parviendront quotidiennement aux marchés. Le prix des actifs suit donc une marche au hasard : il n'y a aucune relation de dépendance temporelle entre deux prix.

B) La détermination du niveau d'efficacité des marchés financiers

1. Les trois niveaux d'efficacité des marchés

La théorie de l'efficacité des marchés financiers distingue trois niveaux d'information (tab. 1.10).

Tableau 1.10. Disponibilité de l'information selon la position de l'individu et le niveau d'efficacité

Efficiency faible	- Le prix des actions reflète totalement toute l'information contenue dans les mouvements de prix passés. Si ce niveau prédomine, il n'y a pas d'intérêt à « prédire » les mouvements de prix futurs en analysant les tendances des mouvements de prix passés. - Les prix des marchés efficaces des valeurs fluctueront plus ou moins au hasard, tout élément émanant du hasard étant trop coûteux à déterminer.
Efficiency semi-forte	- Le prix des actions reflète non seulement toute l'information contenue dans les mouvements de prix passés mais aussi toute l'information publique disponible. - En d'autres termes, il n'y a pas de bénéfices dans l'analyse de l'information existante telle qu'elle est contenue dans la publication des comptes, l'annonce des dividendes et des profits, le salaire des nouveaux dirigeants..., après que l'information a été révélée. - Le marché des actions a déjà répercuté cette information dans le prix actuel des actions.
Efficiency forte	- Le prix des actions reflète toute l'information pertinente, même celle détenue confidentiellement. - Le prix de marché reflète la valeur « vraie », ou intrinsèque, basée sur les futurs flux de trésorerie attendus. - Les implications d'un tel niveau d'efficacité sont claires : personne ne peut battre durablement le marché et obtenir des profits anormaux.

2. Les facteurs pouvant influencer sur le niveau d'efficacité



Plus le niveau d'efficacité augmente, plus les opportunités d'une spéculation profitable à certains se réduisent. La compétition entre des investisseurs bien informés fait que les prix des actions reflètent leur valeur intrinsèque ou « juste » valeur.

Environnement économique. L'action des autorités publiques contribue à rendre les marchés financiers plus ou moins efficaces. Ces dernières années, un degré plus grand d'efficacité a été obtenu. L'efficacité de l'organisation des marchés financiers influence leur efficacité informationnelle pour trois raisons :

- La **dérégulation des marchés** des actions et leur **informatisation** ont accéléré la capacité des prix des actions à répercuter l'information globale (mise en place du nouveau système Optiq par Euronext Paris SA).
- Le mouvement des **fusions et acquisitions** a été un moyen d'améliorer l'efficacité du management : la faiblesse du cours des actions des firmes peu performantes les rend sujettes aux rachats.

- La privatisation de firmes publiques a été un moyen de soumettre ces organisations à la pression des marchés.



L'existence de cas ayant conduit à la condamnation de dirigeants ayant utilisé une telle information montre que les prix du marché n'anticipent pas complètement l'information non encore publiée (délit d'initié abordé).

Accessibilité aux informations. Une des exigences essentielles de l'efficience est que tous les participants aient rigoureusement accès à l'information, ce qui est le cas avec les sites Internet accessibles à tous les investisseurs.

3. Le niveau d'efficience selon les résultats des études empiriques

Un nombre considérable de tests empiriques sur l'efficience des marchés a été mené depuis une cinquantaine d'années. Dans l'ensemble, la forme semi-forte d'efficience semble pertinente pour la plupart des actions cotées. La forme d'efficience n'existe pas en pratique. En conséquence :

- Il y a peu de bénéfice à attendre des prédictions de l'évolution des cours faites par les analystes.
- Pour les sociétés cotées dont les valeurs sont régulièrement négociées sur le marché, les analystes ne sont pas capables de trouver des informations de sous ou surcotation dans l'étude des informations publiques.

Toutefois, les analystes disposant de connaissances spécialisées et portant attention aux valeurs moins liquides (donc moins négociées) peuvent réussir à prévoir les cours dans une certaine mesure.

C) Les conséquences théoriques et pratiques de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers

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

L'hypothèse des agents rationnels maximisant leur fonction d'utilité a apporté les fondations des développements théoriques dominants (↪ **chapitre 2**) :

- la théorie de la diversification et de la gestion de portefeuille ;
- le modèle du MEDAF (ou CAPM), et plus tard le modèle de l'APT (*Asset Pricing Theory*) ;
- les modèles d'évaluation d'options et d'autres actifs, etc.

2. L'impact de l'hypothèse d'efficience sur les agents financiers

Sur les investisseurs. Sur un marché efficient, les qualités individuelles de l'investisseur n'ont pas grande importance. Il lui est impossible de disposer systématiquement de capacités permettant d'obtenir et de traiter l'information avant que celle-ci ne soit intégrée dans les cours.

En conséquence, les investisseurs n'ont pas la capacité de « battre le marché », c'est-à-dire de réaliser une performance supérieure et durable à celle du marché financier sur lequel ils sont investis. Cette implication de l'hypothèse d'efficience informationnelle a des conséquences pratiques, en particulier dans l'industrie de la gestion d'actifs financiers (↪ **chapitre 3**).

Sur les analystes financiers. On distingue les analystes ayant recours à l'analyse fondamentale et ceux ayant recours à l'analyse technique :

- **L'analyse fondamentale.** C'est une analyse des déterminants fondamentaux de la santé financière et des perspectives de sa performance future tels que la dotation de ses ressources, la qualité de son management, etc. Elle est menée par les investisseurs qui souhaitent déterminer la valeur intrinsèque d'une action à partir d'informations comme l'analyse financière. L'hypothèse d'efficience implique que l'analyse fondamentale ne puisse pas déterminer

d'actions sous-cotées tant que les analystes peuvent réagir plus rapidement aux nouvelles informations par rapport aux autres investisseurs.

- **L'analyse technique.** C'est une analyse minutieuse des évolutions de prix d'action passés afin de déterminer des modèles répétitifs. Elle est menée par les chartistes à partir de l'étude des graphiques et tableaux d'évolution de prix. Ces acteurs ne s'intéressent pas à la détermination des valeurs fondamentales des actions mais préfèrent plutôt développer des modèles prédictifs de l'évolution du cours des actions dans le temps et des points de sortie (*breakout point of change*). Les chartistes essaient de prévoir des seuils (*floors and ceilings*) qui marquent la fin d'une tendance pour les prix d'une action. Pour ce faire, ils utilisent des modèles qui analysent les « lignes de résistance » (*resistance line* ou niveau le plus haut des cours) et les « lignes de soutien » (*support line* ou cours les plus bas).



L'analyse technique est une variante mathématique de l'analyse chartiste. Précisément, l'analyse graphique est basée sur l'analyse des graphiques de cours de la valeur ; l'analyse technique est basée exclusivement sur les cours de la valeur et de leur interprétation mathématique.

À noter que ces approches se révèlent souvent « auto-prédictrices ». En effet, à court terme, lorsque les analystes prédisent que les prix vont augmenter, les investisseurs se mettent à acheter et contribuent à créer ainsi une bulle spéculative et à entraîner une pression à la hausse des prix.

Sur l'action des dirigeants financiers. Les dirigeants et les investisseurs sont étroitement liés par le prix de marché des titres, les actions menées par l'entreprise étant rapidement intégrées dans ce prix. En conséquence :

- Les investisseurs ne sont pas trompés par des rapports financiers « trop élogieux » ou par des techniques de comptabilité créative qui permettent d'améliorer les résultats des comptes mais qui n'induisent pas de flux de trésorerie.
- Le moment choisi pour publier des informations n'est pas essentiel. Les prix de marché sont un reflet « juste » de l'information disponible et reprennent réellement le degré de risque des actions.

D) Les remises en cause de l'hypothèse des marchés financiers efficients

1. Les différentes anomalies apparentes sur les marchés financiers

Trois anomalies majeures peuvent apparaître sur les marchés. Ces anomalies sont des exceptions à l'efficacité postulée des marchés.

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 (Dimson, Marsh, 1986), ce qui entre en contradiction avec l'efficacité des marchés.

Plusieurs explications ont été avancées pour justifier cette rémunération plus élevée :

- négocier avec les petites firmes induit un risque et des coûts plus importants ;
- la négligence à leur égard des principales institutions financières présentes sur le marché, du fait de leur faible taille engendre un montant d'investissement faible au regard du coût de suivi.

Effets de date. Plusieurs constats dus à la prise en compte du temps ont été observés :

- sur le long terme, les disparités entre les rentabilités des actions semblent se corriger d'elles-mêmes (une performance annuelle faible peut devenir bonne l'année suivante) ;
- les performances des titres sont sensibles aux effets saisonniers (ex. : effet du mois de janvier) ;

- les performances des actions dépendent également du jour de la semaine ou de l'heure de la journée : les prix tendent à augmenter les dernières quinze minutes du jour de négociation. La première heure de la négociation le lundi est généralement caractérisée par de lourdes ventes. Les investisseurs doivent évaluer leur portefeuille le week-end et décider de vendre d'abord le lundi, mais être plus prudents dans leurs décisions d'achat ensuite, préférant prendre conseil auprès de leurs courtiers (Pike, Neale, 2006).

Vagues et bulles sur le marché des actions. L'évolution du cours des actions ne s'effectue pas de façon régulière. Elle fluctue selon les périodes, avec des vagues et bulles (période de surchauffe survenant sur les marchés financiers). Ces phénomènes sont entretenus par le comportement « grégaire » des investisseurs, entraînant un mouvement des cours au-delà de toute évaluation rationnelle, c'est-à-dire hors des fondamentaux économiques (ex. : bulle Internet de 1999).

2. Le danger de l'adoption d'un raisonnement à court terme

Principe du court-termisme. La pression sur les performances a conduit les managers financiers à considérer davantage les investissements en capitaux sur le court terme, mettant un accent excessif sur le niveau du résultat courant et le paiement de dividendes. De tels comportements apparents peuvent avoir au moins deux conséquences :

- **La négligence des investissements à long terme.** La concentration sur les résultats à court terme a pour objet de conserver des cours élevés afin de se conformer aux attentes du marché. Les investissements importants sur le long terme peuvent être négligés (par exemple, les dépenses de recherche et développement). Ainsi, le pouvoir actionnarial grandissant des investisseurs institutionnels aura eu des effets dommageables sur les dépenses en recherche et développement parmi les firmes américaines (Graves, 1988).
- **Le lissage des résultats.** La volatilité des résultats d'entreprise à court terme étant exagérément répercutée sur les marchés en produisant des fluctuations indésirables sur le prix des actions, les dirigeants sont tentés de « lisser » les résultats.

Contradiction avec l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers sous-entend que les investisseurs rationnels sont favorables aux investissements à long terme puisqu'ils ont du sens économique. Aussi, un comportement de court terme est plutôt jugé irrationnel :

- Les investisseurs ne vendent pas les actions d'une firme qui soutient fondamentalement les investissements à long terme parce qu'elle a publié de mauvais résultats une année.
- Les places financières devraient ainsi rejeter la plupart des allégations de « court-termisme », et argumenter que la plus grande partie du manque d'investissement innovant est dû à la préférence des dirigeants pour la croissance par acquisition, à la pauvreté de leur développement commercial et à leur système de récompense fondé sur des indicateurs de court terme.

➔ CAS PRATIQUE 5

5 Les apports de la finance comportementale

A) Comprendre les écarts de comportement par rapport à l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés

La **finance comportementale** s'appuie sur le travail de psychologues (Khaneman, Tversky, 1979).

FOCUS — Nobel d'économie : théoriser la manipulation bienveillante

(Extrait de *Science & Avenir*, par Camille Gaubert, le 9 octobre 2017)

Lauréat du prix Nobel d'économie 2017, Richard Thaler est un économiste comportemental incontournable : sa spécialité, c'est l'identification des biais humains dans la prise de décision. « Aujourd'hui tout étudiant en économie doit avoir lu du Thaler », commente Marie-Claire Villeval, directrice de recherche CNRS au Groupe d'analyse et

de théorie économique à Lyon – St Etienne. Selon le Pr Nobuyuki Hanaki, professeur des universités au Groupe de recherche en droit, économie et gestion (CNRS / Université de Nice Sophia Antipolis), Thaler a tout simplement « montré comment les analyses économiques peuvent tirer profit de l'intégration des divers facteurs psychologiques et émotionnels motivant les décisions humaines. »

La finance comportementale mesure les écarts entre le processus décisionnel humain (*homo sapiens*) et le processus décisionnel rationnel (*homo economicus*). Alors que l'efficacité des marchés financiers et les modèles prédictifs sont généralement fondés sur des choix économiques rationnels, la finance comportementale relâche ces hypothèses restrictives afin d'aider à comprendre les anomalies sur les marchés des actions, incluant les surréactions et sous-réactions du marché des actions, les bulles et le pessimisme irrationnel (tab. 1.11).

Tableau 1.11. Comportements irrationnels des individus

Traitement de l'information : l'exemple de « l'aversion à la perte »	• Les investisseurs (et autres décisionnaires) voient les gains et les pertes différemment : la « perte » est associée au sentiment de responsabilité, de punition et de honte. • On parle aussi de « regret » : sentiment de perte lorsqu'un mauvais choix est retenu et mesuré par la différence entre les gains reçus et ceux qui auraient pu être obtenus. • Les pertes attendues ont un impact sur soi plus que doublé par rapport à un gain de même amplitude.
Déception de soi-même	• À partir de leurs propres appréciations de leurs capacités, les actionnaires et dirigeants agissent pour ne pas se décevoir. • Cela se traduit en termes de sur-confiance ou de sur-optimisme qui conduit à une sur-estimation systématique de ce qu'ils peuvent atteindre (notion d'orgueil <i>hubris hypothesis</i>). • Prendre de bonnes décisions signifie connaître les limites de ses connaissances et les limites imposées par le niveau de ses ressources et capacités. • La sur-confiance et l'illusion de contrôle conduisent les investisseurs à : – être « sur-actifs » sur les marchés des actions ; – encourir des coûts de transaction élevés ; – d'où des résultats moins performants que s'ils avaient été moins actifs.
Représentativité	• Les dirigeants tendent à prendre des décisions stéréotypées basées sur leur expérience, recherchant des cadres et utilisant des schémas pour comparer les performances récentes de leurs actions aux modèles antérieurement utilisés. • Cette approche peut conduire les dirigeants à adopter des modèles répétitifs plutôt que de se focaliser sur les fondamentaux des sociétés.