

Introduction

Le terme « marchés de capitaux » désigne un ensemble de marchés visant à faciliter les échanges d'instruments financiers. Ces marchés réunissent différents participants aux besoins divers. Le premier rôle des marchés de capitaux est ainsi de permettre le financement des entreprises et de l'État, agents à déficit de financement, grâce aux investisseurs et à l'épargne des agents à excédent de capitaux, essentiellement les ménages. Ce financement est organisé à travers des institutions financières, des investisseurs institutionnels, et de nombreux produits financiers pouvant servir de support d'investissement.

Les marchés de capitaux permettent aux institutions financières, qui se refinancent sur le marché monétaire et se couvrent sur les marchés financiers, d'équilibrer entre elles leurs prises de risque et leurs flux de trésorerie. Les marchés de capitaux permettent également aux entreprises, notamment les plus grandes, d'accéder à un financement désintermédié, c'est-à-dire de s'adresser directement aux investisseurs par l'intermédiaire de produits financiers négociés sur un marché.

Les marchés de capitaux ont également pour mission d'assurer une meilleure répartition des sources de financement, alors que le financement des entreprises repose encore en très grande majorité sur la dette bancaire. Ainsi, en France, le Pacte pour la croissance, la compétitivité et l'emploi (2012)¹ propose d'orienter l'épargne des ménages vers la détention

1. Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi, 6 novembre 2012.

d'actions et de faciliter l'accès au marché boursier pour les entreprises de petite et moyenne tailles.

Pour cela, plusieurs leviers sont possibles. La diversification des produits financiers permet d'impliquer une plus grande variété d'investisseurs, et notamment les compagnies d'assurance mais aussi les ménages. Les innovations financières et notamment le développement des *Fintech* (entreprises alliant technologie informatique et services financiers) procurent de nouvelles offres de financement et de nouvelles techniques d'évaluation des risques.

À l'échelle européenne, l'Union européenne s'est prononcée en 2015 en faveur d'une union des marchés de capitaux pour ses 28 États membres, qui devait être une réalité d'ici 2019. Ce projet, dont la mise en œuvre a été contrariée par le Brexit, est toujours considéré comme nécessaire pour assurer la stabilité financière et la capacité des marchés à satisfaire aux attentes des entreprises comme à celles des investisseurs, en offrant une liquidité et des opportunités optimales de diversification. Tout comme le pacte pour la croissance, la compétitivité et l'emploi, le projet d'union des marchés de capitaux vise à faciliter le financement des entreprises, y compris les PME, en développant les marchés d'actions et les marchés obligataires.

Cependant, les marchés de capitaux doivent relever ces défis à une période où la confiance des investisseurs est encore ébranlée par la crise financière de 2007-2008. Ainsi, le projet d'union des marchés de capitaux porté par l'Union européenne insiste sur la notion de soutenabilité du développement des marchés de capitaux, et sur sa capacité à financer un développement également soutenable de l'économie. Ces deux objectifs impliquent d'une part, la mise en place d'un système de régulation efficace du marché, et d'autre part, une capacité à orienter les capitaux vers des investissements soutenables. Un exemple d'actualité est le développement des financements « verts » comme les *green bonds*, pour lesquels la France fait partie des leaders européens avec le Luxembourg.

Cet ouvrage vise à offrir un panorama des différents marchés de capitaux du point de vue d'un intervenant français. En ce sens, il s'adresse à tous les étudiants de formation généraliste ou non en gestion (Master, écoles de management et de commerce) ainsi qu'aux enseignants et praticiens souhaitant acquérir ou compléter rapidement leurs connaissances des marchés de capitaux.

Il est organisé en six chapitres. Le premier chapitre présente le rôle et l'organisation générale des marchés de capitaux. Les quatre chapitres suivants sont organisés par type de marché ou de produit. Le second chapitre décrit le fonctionnement du marché monétaire. Les troisième et quatrième chapitres présentent respectivement les marchés obligataires et les marchés d'actions. Le cinquième chapitre détaille les modalités de la gestion

de portefeuille. Enfin, le sixième chapitre décrit le fonctionnement des marchés et des produits dérivés.

Même si les entreprises françaises ont encore majoritairement recours aux banques pour assurer le financement de leur croissance et de leurs besoins en trésorerie, les marchés de capitaux n'en restent pas moins un élément central de l'économie. En premier lieu, ils permettent au système bancaire de se refinancer et donc d'assurer le financement des entreprises et des ménages. La première section du chapitre 1 décrit rapidement le système financier et les principaux produits financiers.

Le fonctionnement des marchés eux-mêmes a considérablement évolué notamment à partir des années 1990. En effet, le développement de l'informatique et des réseaux Internet a permis la mise en place de systèmes de transactions électroniques (*Multilateral Trading Facilities*, MTF), pouvant entrer en concurrence avec les places boursières traditionnelles. La mondialisation des marchés s'est également accélérée.

La crise du crédit hypothécaire *subprime*, suivie d'une crise des marchés financiers mondiaux en 2008, a entraîné, comme chaque crise majeure, une réflexion sur la régulation de ces marchés. Elle a conduit à une évolution réglementaire visant à réduire le risque bancaire et à améliorer la stabilité des marchés. Concernant le risque bancaire, les accords de Bâle III sont venus compléter dès 2010, avec une mise en œuvre complète en 2019, les accords de Bâle II (2008) et de Bâle I (1988). En conséquence de ces renforcements réglementaires, la capitalisation des banques rapportée à leurs actifs financiers a doublé entre 2007 et 2015. Les marchés financiers, quant à eux, ont amélioré leur fonctionnement à la suite des directives Marchés d'Instruments Financiers (MIF). Ces dernières visent à encadrer les négociations d'actifs financiers sur les marchés de gré à gré et à encourager le passage par des plateformes de négociations électroniques, qui permettent une meilleure traçabilité des transactions. Elles visent également à améliorer la protection des investisseurs en réduisant les conflits d'intérêts. En particulier, les conseillers de gestion et les gestionnaires de portefeuille ne seront plus, à l'avenir, en mesure de percevoir de rémunérations incitatives de la part d'autres personnes que leurs clients. Enfin, la réglementation EMIR (*European Market and Infrastructure Regulation*) sécurise les marchés dérivés en imposant de nouvelles contraintes aux acteurs et aux transactions sur ces marchés. La réglementation des marchés fait l'objet de la seconde section du chapitre 1.

Ce renforcement de la réglementation n'est pas pour autant univoque. La réglementation a conduit à déplacer une partie du risque vers les acteurs les moins régulés du marché, comme les *hedge funds* ou les plateformes de prêts. Ainsi, la part de l'encours des crédits *subprime* (crédits immobiliers, crédits automobiles, prêts étudiants, prêts aux ménages les moins solvables) détenue par les acteurs non régulés est passée de 20 % à

75% entre 2007 et 2015². La surveillance des marchés, traitée en section 3 du chapitre 1, est donc un élément central de leur stabilité. Les marchés boursiers s'internationalisant, les organes de surveillance nationaux sont amenés également à renforcer leur collaboration.

Le second chapitre de cet ouvrage traite du marché monétaire, qui est le marché de l'argent à moins d'un an. Le marché interbancaire (section 1), lieu privilégié du refinancement bancaire, permet aux banques d'équilibrer leurs besoins et excédents de trésorerie. C'est sur ce marché que sont définis les taux d'intérêt à court terme comme l'EONIA (*Euro Overnight Index Average*), et l'EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*). Ce marché est également régulé par la Banque Centrale qui peut, notamment en proposant elle-même des taux de refinancement ou des politiques de rachat d'actifs (*quantitative easing*), réguler la croissance de l'économie.

Le marché interbancaire étant essentiellement à moins d'un an, alors que le marché obligataire, quant à lui, porte, sauf exception, sur des prêts et emprunts à plus de 7 ans, un besoin s'est fait sentir pour des produits de moyen terme, ayant une échéance de l'ordre de 2 à 5 ans. Par ailleurs, les produits du marché monétaire ne sont pas réellement négociables, c'est-à-dire qu'il est difficile de dénouer un engagement avant sa date d'échéance. Le marché des titres de créances négociables (TCN) vient combler ces manques en proposant des titres qui peuvent faire l'objet d'une cession avant leur date d'échéance, et dont les échéances peuvent varier de moins d'un an (pour les NEU-CP) à 5 ans (pour les NEU-MTN). Même si les banques dominant largement ce marché, les NEU-CP constituent le principal instrument de refinancement direct interentreprises en France. En effet, ils permettent aux entreprises d'emprunter directement à court terme auprès d'autres entreprises sans recourir au système bancaire. Ces titres de créance sont détaillés dans la section 2 du chapitre 2.

Contrairement aux titres de créance négociables qui sont négociés sur le marché monétaire, les obligations sont négociables sur des bourses de valeurs au même titre que les actions ou certains produits dérivés. Cependant, comme nous le verrons au chapitre 3, les obligations peuvent aussi être émises et négociées sur des marchés non réglementés. La première section de ce chapitre décrit les acteurs du marché obligataire et leur rôle, ainsi que le fonctionnement de ce marché. Le marché obligataire français, comme le marché européen, est largement dominé par le secteur public et par les institutions financières, que ce soit comme émetteurs ou comme détenteurs d'obligations. Les entreprises non financières n'y jouent qu'un rôle très secondaire. Cependant, les tensions sur le crédit bancaire consécutives à la crise financière de 2008 ont contribué au recours croissant des entreprises, tout au moins les plus grandes, au marché obligataire.

2. <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/030459019687-dix-ans-apres-la-crise-le-systeme-financier-mondial-est-il-solide-2106533.php>

La seconde section décrit les principales caractéristiques d'une obligation. La troisième section, enfin, traite des différents types d'obligations et notamment des titres hybrides, pouvant réunir certaines caractéristiques des obligations et des caractéristiques d'autres produits comme les actions.

Le quatrième chapitre détaille les caractéristiques des actions et du marché sur lequel les actions sont négociées en France : Euronext. Comme tous les marchés boursiers, Euronext assure la cotation des entreprises et organise les transactions sur les actions des entreprises cotées. La première section décrit les caractéristiques d'une action ordinaire, et détaille les différentes catégories de titres de capital. La seconde section du chapitre 4 présente le fonctionnement du marché boursier français et la cotation des actions. Les méthodes d'évaluation des actions sont décrites en détail dans la troisième section.

Le cinquième chapitre précise le fonctionnement théorique et pratique de la gestion de portefeuille. La gestion d'actifs consiste à gérer, pour le compte d'investisseurs, un portefeuille d'actifs, dans les limites d'un contrat de gestion indiquant les limites du gérant en termes d'investissement et de prise de risque. Elle permet à un investisseur d'obtenir un portefeuille diversifié, sans consacrer le temps nécessaire à sa gestion. La première section de ce chapitre rappelle les fondements théoriques de la gestion de portefeuille. La seconde section décrit les modalités pratiques de la gestion de portefeuille. La troisième section donne les méthodes d'évaluation des performances des fonds.

Le sixième chapitre traite des produits dérivés, appelés ainsi parce que leur valeur dérive de celle d'un autre actif, financier ou non. Les marchés dérivés ont été mis en place initialement pour offrir aux agents économiques une couverture contre le risque de variation de prix de certains actifs, comme les matières premières. Aujourd'hui, ces marchés négocient des produits portant sur un grand nombre d'actifs ou d'indices de prix, offrant des possibilités de diversification ou de couverture considérables. Il est ainsi possible de se couvrir contre des variations climatiques, contre les variations de volatilité d'un marché, contre le risque portant sur le versement de dividende d'une entreprise ou contre le risque de change ou le risque d'un événement de crédit.

Afin de faciliter la compréhension du fonctionnement des différents marchés, chaque chapitre comporte des encadrés méthodologiques et des exemples concrets d'utilisation des différents produits financiers présentés dans cet ouvrage.