

2010
2011



Guide
investir

OLIVIER PICON

COMPRENDRE
LA BOURSE
POUR GAGNER
À LA HAUSSE COMME À LA BAISSSE

MAXIMA
LAURENT DU MESNIL-ÉDITEUR

Comprendre la Bourse pour gagner à la hausse comme à la baisse

Olivier Picon

Olivier Picon, aujourd'hui consultant, a été en 1974 l'un des fondateurs de l'hebdomadaire *Investir* dont il a été Rédacteur en chef adjoint-éditorialiste. Diplômé de l'Institut d'Études Politiques de Paris et de sciences économiques, licencié en droit, il a entamé son parcours de journaliste à *La Vie Française*. Spécialiste de la Bourse, mais attentif à la vie des entreprises et soucieux des réalités industrielles, il a donné de nombreuses chroniques financières dans des revues techniques, notamment de pétrole, d'électronique, d'automobile, et à la radio (RTL, RMC).

L'auteur peut être joint à l'adresse suivante : olivier.picon@maxima.fr

infos / nouveautés / catalogue : www.maxima.fr



192, bd Saint-Germain, 75007 Paris
Tél. : + 33 1 44 39 74 00 – Fax : + 33 1 45 48 46 88

© **Maxima Paris 2010**
ISBN 13 : 978 284001 594-9

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés pour tous les pays.

Table des matières

<i>Avant-propos</i>	11
Première partie	
Le fonctionnement de la Bourse	13
1. La Bourse, un placement sans pareil	13
• Un rôle économique irremplaçable	14
• Des avantages que n'offre aucun autre placement	14
• Des transformations radicales	17
• Peut-on gagner de l'argent en Bourse?	18
2. Les mécanismes de cotation	22
• La formation des cours	22
• Un marché informatisé et continu	24
• Avantages et inconvénients du système.....	27
• Les anomalies de la cote	29
• Les catégories de cotation	30
• Les écarts de cours	30
• Les spécialistes et les contrats d'animation.....	32
• Un marché à deux vitesses	33
3. Comment intervenir en Bourse	35
• L'ouverture d'un compte	35
• Les ordres de Bourse.....	36
• Ordres électroniques sur Internet	37
• Les différents ordres	37
• L'avis d'opéré	40
4. L'organisation de la Bourse	41
• Les institutions boursières.....	41
• Les intermédiaires.....	44
• Les autres acteurs	45
• L'organisation de la cote	47
• Autres marchés et compartiments	49

5. L'art de prendre position en Bourse et le SRD	52
• Principes du SRD	53
• Savoir acheter à terme	54
• La vente à découvert	56
• Effet de levier et couverture	58
• La liquidation et les reports	59
• Les comptes de liquidation	60
• Coût du SRD	61
• Les marchés des contrats à terme	61
 Deuxième partie	
Les grandes catégories de valeurs	65
 6. Les actions ou le capital-risque	65
• Les sociétés par actions	66
• Un placement à risque	66
• Autres valeurs à revenu variable	67
• Actions nominatives et au porteur	70
 7. Les obligations ou la recherche du rendement	72
• Une part d'un emprunt	72
• Principales caractéristiques des obligations	73
• Emprunts d'État et du secteur privé	75
• Les obligations assimilables du Trésor	76
• Comment sont cotées les obligations	77
• Les obligations de type particulier	80
 8. Le rendement actuariel	86
• La valeur de l'argent aujourd'hui et demain	86
• Utiliser les intérêts composés	87
• Taux affiché et revenu réel	87
• Application aux obligations convertibles	88
• Illustration de l'effet de la variation des taux sur les cours	89
• Une des clefs de l'analyse financière	89
• À vos calculs !	90
 9. Les obligations convertibles en actions et les océanes	92
• La double nature de la convertible	92
• La parité de conversion	93

• Les trois types de convertibles	94
• Les critères de jugement	95
• Formules voisines de l'obligation convertible	97
• La vogue des océanes	98
10. Les valeurs étrangères	100
• Risque de change et fiscalité	100
• Acheter sur la place de Paris	101
• L'achat direct sur les places étrangères	102
• Panorama des places internationales	103
11. La gestion collective : Sicav et Fonds communs de placement	109
• Les Sicav monétaires	110
• Les Sicav obligataires	110
• Les Sicav actions et diversifiées	112
• Nouvelles générations d'OPCVM	113
• Fonds communs de placement	116
• Une fiscalité favorable.....	117
12. Les options et les bons de souscription.....	119
• Généralités	119
• Les bons de souscription d'action	121
• Les options pures	123
• Principales stratégies.....	126
• Les critères d'évaluation des options	130
13. De nouveaux outils boursiers : trackers, warrants et certificats....	132
• Le succès des trackers	132
• Les warrants	135
• Les certificats indexés traditionnels	138
• Les certificats à effet de levier	138
• Les CFD (Contracts for Difference)	139
Troisième partie	
Gérer son portefeuille.....	141
14. Comment lire la cote et suivre les indices	141
• La cote officielle	141
• La cote d' <i>Investir</i> et son guide du SRD.....	142
• Les statistiques boursières.....	144

• Les principaux indices français	144
• Les principaux indices européens	147
• Les grands indices étrangers	147
• Le débat sur la pondération et le flottant	148
15. Les droits des actionnaires et l'information boursière	150
• Les droits des actionnaires	150
• Une documentation abondante et précise	154
• Progrès, lacunes et imperfections	159
16. Comment s'intéresser aux introductions en Bourse	163
• Conditions imposées aux sociétés	163
• Fixation du cours d'introduction	166
• La cotation directe	166
• L'offre à prix minimum	167
• L'offre à prix ferme	168
• Le placement préalable	169
• L'offre à prix ouvert	169
• Les mesures exceptionnelles	170
• La radiation de la cote	170
17. Savoir participer aux augmentations de capital	172
• Augmentation de capital par voie d'apports	172
• Augmentation de capital par incorporation de réserves	173
• Augmentation de capital par souscription d'actions	175
• Les nouvelles formes d'émission d'actions	177
• Augmentation de capital par exercice de bons de souscription	178
• Les réductions de capital	179
• L'ajustement	179
18. Comment profiter des opérations financières	182
• Exemples d'OPA et d'OPE	183
• Formalités	183
• Contre-OPA et batailles boursières	185
• OPA ou OPE simplifiée	186
• Simple maintien des cours	186
• L'offre publique de retrait	187
• Le retrait obligatoire	188
• Franchissement de seuils	189
• Les rachats d'actions et les OPRA	189

19. Les frais sur les opérations en Bourse	192
• Les courtages des sociétés de Bourse	192
• Commission des banques	195
• La percée de la télématique et d'Internet	196
• Droits de garde sur les titres	197
• Commissions d'encaissement des coupons.....	198
• Commissions de gestion de portefeuille	198
20. La fiscalité des valeurs mobilières	200
• Note alourdie par les prélèvements	200
• L'imposition des dividendes	201
• Retenue à la source des 12,1 %.....	203
• Option pour un prélèvement libératoire sur les dividendes	204
• Impôt sur le revenu des obligations.....	206
• La taxation des plus-values boursières	207
• Mesures en faveur des titres détenus au moins six ans	211
• Particularités de la fiscalité des options et des warrants	213
21. Le Plan d'Épargne en Actions	215
• Les conditions requises pour ouvrir un PEA.....	215
• Qui peut ouvrir un PEA et où?	216
• À quels titres le PEA est-il ouvert?.....	216
• La gestion des liquidités	217
• La liberté de gestion est-elle totale?	218
• Avantages fiscaux	218
• Le mauvais coup de la suppression de l'avoir fiscal	219
• La question de la CSG et de la CRDS.....	219
• Comment sortir du PEA?	220
Quatrième partie	
Stratégie boursière et choix des valeurs	223
22. Les moteurs de la Bourse	223
• Les taux d'intérêt	224
• Les profits	229
• Liquidités et inflation	230
• Psychologie et anticipation	231
23. Les enseignements du passé et des places étrangères	234
• Les leçons de l'histoire	234

• L'abolition des frontières	236
• L'influence des grands marchés étrangers	239
24. Les neuf règles d'or	242
• Définir ses objectifs de placement.....	242
• Diversifier son portefeuille	242
• Bien sélectionner ses titres	242
• Surveiller périodiquement ses valeurs et leurs cours.....	243
• Observer les volumes des échanges	243
• Savoir vendre	243
• Avoir des convictions	244
• Ne pas croire que l'argent se gagne facilement.....	244
• Ne pas s'engager au-delà de ses moyens.....	244
25. Tirer parti d'une baisse ou s'en protéger.....	245
• Comment profiter d'une baisse	245
• Protéger son portefeuille	247
26. Comment diversifier son portefeuille.....	251
• L'allocation d'actifs.....	251
• Les secteurs économiques de la cote.....	253
• Les différents types de valeurs	253
27. Lire les comptes des sociétés	257
• Les normes comptables IFRS	257
• Les règles de la consolidation	258
• Le bilan	259
• Le compte de résultat	262
• Le tableau de financement.....	264
• Principaux ratios tirés des comptes	265
28. L'analyse financière et le choix des valeurs	268
• Le rendement	268
• Le rapport cours-bénéfice	269
• Autres ratios de capitalisation	271
• Les ratios établis sur la valeur de l'entreprise	271
• La création de valeur.....	273
• Valeur des actifs et valeur à casser	274
• La prise en compte des prévisions.....	275
• Situer l'entreprise dans son cadre économique	277

29. L'analyse graphique, son intérêt, sa critique	279
• Parallèles, canaux, seuils et bougies japonaises	279
• Reconnaître des figures significatives	281
• Utiliser les moyennes mobiles.....	285
• Analyse graphique à long terme	285
• Limites et critique de l'analyse graphique.....	285
30. Où va la Bourse?	288
• La Bourse métamorphosée et immuable.....	288
• Menaces et espoirs	293
<i>Lexique</i>	297
<i>Index</i>	311

Avant-Propos

Depuis que la Bourse a cessé de monter régulièrement et traverse des zones de turbulences déconcertantes, il ne suffit plus de suivre le courant pour gagner de l'argent. Il est devenu plus nécessaire encore que dans le passé de comprendre les mécanismes du marché, de connaître les avantages et les inconvénients des différents types de valeurs, de s'imprégner des grands principes de gestion d'un portefeuille et d'être capable d'appliquer quelques stratégies et tactiques simples, ne serait-ce que pour mieux se défendre dans les périodes de baisse.

Cet ouvrage est destiné à mettre tout le monde en mesure d'atteindre ces objectifs. Dans cette quinzième édition, entièrement remise à jour, on trouvera en particulier toutes les nouveautés qui concernent la fiscalité ou le développement du marché des trackers, des certificats et des warrants.

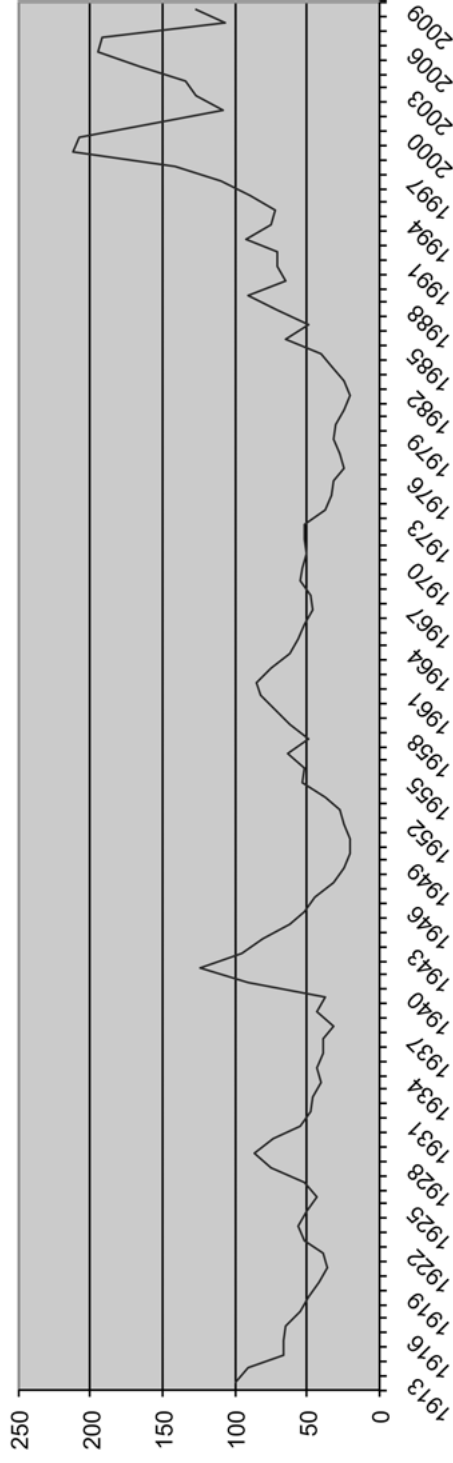
Pour essayer de rendre la lecture plus simple, un résumé est placé en tête de chaque chapitre : il permet de prendre connaissance d'un seul coup d'œil de l'essentiel du sujet. Comme d'habitude, nous avons voulu être avant tout pratique en multipliant les exemples concrets et les conseils. À cet égard, quelques « trucs » et conseils sont rassemblés en fin de chapitre sous l'intitulé « les tactiques d'*Investir* ».

Nous sommes restés fidèles à la vocation d'*Investir* : expliquer les choses compliquées de la manière la plus simple, les mettre à la portée de « l'honnête homme », éviter tout recours à un jargon qui cache parfois le vide de la pensée ou obscurcit les questions les plus simples. Bref, essayer de faire de la vulgarisation sans tomber dans la simplification outrancière.

Bien que plusieurs fois refondu, cet ouvrage conserve quelques passages des précédentes éditions dus à la plume de Gérard Vidalenche, Jean-Claude Regnier, François-Xavier Pietri, Rémi Le Bailly, Sylvie Aubert, Géraldine Toby et Pascal Estève, ainsi se perpétue l'esprit d'*Investir* !

Grâce à la solide initiation que vous aura dispensée ce guide, nous vous souhaitons de gagner de l'argent en Bourse. Faites appel aussi à votre flair, au bon sens et surtout à la patience, vertu toujours payante à long terme en matière de placements.

La Bourse de Paris - 1913 - 2009



Guerres, crises et inflation ont pesé lourdement, mais l'envolée des dernières années a permis à la hausse de l'emporter, en dépit de rudes corrections en 2000-2002 et 2007-2009.

Première partie

LE FONCTIONNEMENT DE LA BOURSE

Chapitre 1

LA BOURSE, UN PLACEMENT SANS PAREIL

Aucun placement ne fascine autant que la Bourse. Elle se confond avec la fortune, parfois avec le pouvoir ou la chance. On lui prête des sortilèges miraculeux ou au contraire une influence maléfique et excessive sur les affaires du monde. Il arrive aussi qu'elle rebute et intimide. Bien à tort, trop de gens s'estiment insuffisamment préparés, mal informés ou pas assez riches pour y accéder.

Mais au fait qu'est-ce que la Bourse ? **C'est tout simplement le marché des valeurs mobilières** (ou des titres) : d'une part les actions ou valeurs à revenu variable et d'autre part les obligations ou valeurs à revenu fixe. Les premières sont des parts de propriété d'entreprises, les secondes sont des parts d'emprunts émis par l'État, une collectivité ou une entreprise.

Plutôt que de valeurs mobilières, **on tend à parler aujourd'hui d'instruments financiers**. Ce dernier vocable recouvre les valeurs mobilières traditionnelles, mais englobe aussi :

- des titres qui en dérivent (la formule « dérivé » ou « produit dérivé » est souvent utilisée) et donnent le droit d'obtenir à certaines conditions des actions (ou des obligations), tels que les options, bons ou warrants ;
- des certificats indexés et surtout des « trackers » qui représentent des indices ou des « paniers » de valeurs ;
- des contrats à terme (appelés souvent « futures ») qui permettent de gagner ou de perdre à la hausse (ou à la baisse) d'un titre ou d'un ensemble de titres, représenté par exemple par des « paniers » de valeurs, des indices ou des emprunts abstraits.

I UN RÔLE ÉCONOMIQUE IRREMPLAÇABLE

Contrairement à certaines idées reçues, la Bourse n'est pas un casino ou un jeu réservé à quelques privilégiés. Elle joue un rôle économique et social irremplaçable.

La première fonction du marché des valeurs est d'**assurer la mobilité du capital des entreprises cotées**. Leurs propriétaires, les actionnaires, peuvent se défaire de leurs titres s'ils le désirent ou éprouvent le besoin de mobiliser leur argent. Ils sont certains de trouver des acquéreurs. Au pire, la cession d'un nombre d'actions important pèsera sur les cours.

La Bourse est une des **sources de financement** des entreprises. Elle contribue aux investissements et donc à la création d'emplois. Bon an, mal an, elle draine en France entre une vingtaine et une trentaine de milliards d'euros sous forme d'actions nouvelles émises par les sociétés. Il faudrait y ajouter les sommes récoltées par les introductions en Bourse et les privatisations. Une bonne partie des investissements qui n'ont pas été autofinancés a été ainsi « payée » par la Bourse.

La diffusion des actions est une nécessité pour les grandes entreprises, qui prennent une dimension multinationale. Elle devient aussi un impératif pour les PME, qui ont besoin, pour étoffer leurs fonds propres, de s'ouvrir et de bénéficier de capitaux extérieurs.

Avec l'intensification de la concurrence et l'internationalisation de l'économie, **les entreprises ont de moins en moins le choix : elles doivent procéder à des acquisitions ou se laisser racheter. Dans les deux cas, une cotation en Bourse est un avantage déterminant.**

II DES AVANTAGES QUE N'OFFRE AUCUN AUTRE PLACEMENT

Accélérateur de croissance pour les entreprises, la Bourse, pour les particuliers, est un placement qui offre des avantages incomparables. Nous en dénombrerons cinq.

A Possibilité de réalisation immédiate et faible coût

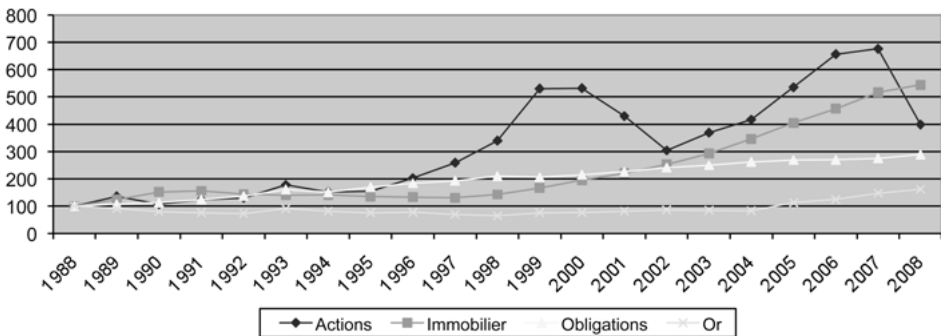
Les valeurs mobilières constituent la seule forme de placement qui puisse être mobilisable immédiatement à un cours précisé dans une confrontation libre et quotidienne.

Cet avantage représente le premier trait caractéristique d'une Bourse de valeurs. On imagine les difficultés que l'on peut avoir pour vendre un appartement, un bijou, une œuvre d'art ou même sa voiture.

La propriété des valeurs mobilières est peu coûteuse si on la compare à la propriété immobilière. Les frais d'achat et de vente sont relativement modiques par rapport à l'immobilier, qui exige des coûts d'entretien ou de réparation.

Acheter et vendre ne pose guère de problème. Il n'y a pas d'autre placement qui offre cette possibilité.

Performances sur 20 ans des principaux placements
(base 100 en 1988 - source : IEIF)



Source : IEIF

Malgré les krachs, les actions tiennent tête à l'immobilier sur la distance.

On trouvera des commentaires sur ce graphique page 19.

B Marché fluide

Le volume des capitaux qui changent de mains en Bourse peut atteindre des sommes considérables. Les échanges sur les seules actions françaises représentent en moyenne 6 milliards à 10 milliards d'euros par jour qui, malheureusement, sont trop concentrés sur un petit nombre de valeurs. Une bonne Bourse est une Bourse fluide. C'est-à-dire que, **quelles que soient les circonstances, les offres et les demandes doivent pouvoir s'équilibrer et s'exprimer dans un cours** sans provoquer de trop fortes fluctuations.

C Un « supermarché des affaires »

La Bourse est, en quelque sorte, le plus grand supermarché de l'épargne. **On y trouve des titres de sociétés représentatives de toutes les activités économiques.**

Depuis que les distinctions entre premier, second et nouveau marché ont été abolies, les actions de près de 600 sociétés françaises sont rassemblées sur Euronext (ex-Eurolist). Un peu plus de 300 de ces « lignes » de la cote viennent du second marché, qui a été de 1983 à 2004 le vivier du renouvellement de la Bourse de Paris. Au chiffre de 600 que nous venons de citer, on peut joindre près de 120 valeurs négociées sur le marché récemment créé baptisé Alternext, ce qui donne un total de près de 720. À noter que les 128 titres, dont le poids est le plus grand et les transactions les plus étoffées, font l'objet d'une cotation au SRD (service de règlement différé) qui permet de faire éventuellement des opérations à terme sur ces actions.

Avec le marché libre (250 sociétés environ), le nombre des actions françaises avoisine les 1000. Il s'y ajoute environ 90 sociétés étrangères cotées à Paris (dont une dizaine au marché libre). Les investisseurs ont donc l'embaras du choix.

En plus de cette variété et de cette originalité des sociétés cotées, il faut souligner que les affaires inscrites à la cote sont en général les plus performantes dans leur secteur d'activité. Il s'agit le plus souvent de firmes qui ont su prendre une dimension internationale et peuvent soutenir une expansion plus rapide que celle que laisserait espérer le seul marché national.

D Une large ouverture internationale

Un des attraits de la Bourse est de permettre aux actionnaires français de s'intéresser aux actions étrangères. La fusion de Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne au sein d'Euronext rend les titres des quatre pays aussi accessibles les uns que les autres pour les épargnants français. De nombreuses valeurs de la zone euro, mais aussi de Grande Bretagne, de Scandinavie, du Japon et des Etats-Unis sont cotées à Paris et **il est possible d'intervenir relativement facilement sur les grandes places internationales** si on veut se procurer des titres qui ne sont pas négociés à Paris. Réciproquement, Paris attire les investisseurs étrangers, si bien que, aujourd'hui, plus du tiers des titres des grandes sociétés françaises sont aux mains d'institutions de placement internationales. Aucun autre placement ne permet de réaliser aussi aisément une diversification internationale de ses avoirs.

E Des garanties sérieuses pour les usagers

Enfin, la Bourse est un marché public qui présente de sérieuses garanties pour les usagers. C'est ce qui distingue les valeurs mobilières, par exemple, des pla-

cements immobiliers ou des investissements en biens divers, souvent promus par des officines louches.

Les transactions boursières engagées sont systématiquement conduites à bonne fin. Une opération frauduleuse ne pourrait être menée aux dépens des clients que dans des circonstances tout à fait exceptionnelles. Enfin, la surveillance exercée sur le marché, essentiellement par l'AMF, assure une garantie assez solide aux détenteurs de valeurs mobilières.

Simplicité, économie de frais, sécurité réelle : quels autres placements peuvent offrir les mêmes avantages ?

III DES TRANSFORMATIONS RADICALES

En un peu plus de vingt ans, la Bourse française a connu plus de transformations qu'en un siècle.

A Sur le plan institutionnel

La Bourse a cessé d'être le monopole des agents de change qui ont disparu, transformés en sociétés de bourse, puis en sociétés de service en investissement membres du marché. La Bourse n'est plus un service public mais une affaire commerciale. Elle a fusionné avec ses sœurs de Bruxelles, d'Amsterdam et de Lisbonne pour former le marché transnational Euronext qui a racheté le Liffe de Londres, spécialisé dans les options et les contrats à terme. Cette « entreprise de marché » s'est « autocotée » sur son propre marché, puis a fusionné en 2007 avec la Bourse de New York (NYSE). Euronext est désormais la branche européenne de ce groupe international coté sous la dénomination de Nyse-Euronext. En outre le cadre juridique de l'activité boursière dépend aujourd'hui en partie de règlements européens, notamment des directives sur les services en investissement (DSI) de 1993 et sur le marché des instruments financiers (MIF) de 2004, entrée en vigueur en 2007.

B Internationalisation

L'euro qui est devenue la monnaie de la Bourse dès 1999 a largement contribué à accélérer l'internationalisation du marché français. Toutes les valeurs des seize pays de la zone de la monnaie unique peuvent être facilement comparées entre elles. Une concurrence croissante s'instaure entre les titres des différents pays – et

pas seulement ceux d'Europe – pour séduire les investisseurs. L'abolition des frontières financières et la circulation instantanée des informations et des ordres de bourse autour de la planète contribuent à créer un vaste marché financier mondial.

C Révolution de l'informatique

Sur le plan technique, l'informatique a apporté une véritable révolution. Les cotations qui avaient lieu à la criée, notamment à la célèbre corbeille, ou par boîte avec des craies et des crayons sont maintenant totalement informatisées dans le cadre d'un marché continu qui fonctionne plus de 8 heures par jour. Il est surtout possible d'être relié au marché de n'importe quel point du monde à condition de disposer d'un écran branché sur le système d'Euronext. Par Internet, par minitel ou en consultant les écrans placés dans des banques ou chez des intermédiaires, chacun dispose de la faculté de prendre connaissance à tout instant de l'état du marché d'une valeur. Il n'y a d'ailleurs plus de marché localisé. Le Palais Brogniart a été déserté pour Aubervilliers devenu le centre informatique de la Bourse, avant que, en 2009, Euronext ne le déplace à Londres.

D Créativité financière et sollicitations des banques

Toute cette effervescence s'est accompagnée d'une grande créativité financière avec l'ouverture de nouveaux compartiments de marché dédiés notamment aux dérivés (options, contrats à terme) et l'invention de nouveaux instruments financiers (warrants, trackers,...). Le public est désormais systématiquement prospecté pour placer son argent de multiples manières et par de nombreux canaux, y compris des courtiers en ligne.

IV PEUT-ON GAGNER DE L'ARGENT EN BOURSE ?

Après une longue période pendant laquelle les gains en Bourse ont été rognés par l'inflation, une série d'années exceptionnelles, de 1983 à 2000, a montré que, en monnaie constante, la valeur d'un placement en actions avait pu décupler en une petite vingtaine d'années, malgré de nombreux soubresauts (krach de 1987, guerre du Golfe, krach obligataire de 1994-1995, ... crises en Asie ou en Russie...).

2000-2003, avec l'effondrement des valeurs dites technologiques, les attentats de New York, les guerres d'Afghanistan et d'Irak, apparaissent comme des

millésimes épouvantables, mais une partie des gains a été préservée pour les actionnaires anciens et fidèles.

Faisant preuve d'une étonnante vitalité, la Bourse est repartie de l'avant et a presque triplé au plus haut de 2007 par rapport au plus bas de 2003 avant de connaître son plus grand krach depuis 1929, marqué par une chute de l'ordre de 60 %. La remontée entamée ensuite permet en août 2009 de se situer à un niveau supérieur de moitié environ à celui d'il y a vingt ans.

A Les meilleures performances sont faites dans la durée

Même à l'issue de périodes noires, le placement en actions se défend bien, surtout si on intègre les dividendes qui permettent en quelques années d'amortir et au delà la baisse des cours. Compte tenu de la dépréciation de la monnaie et des revenus encaissés, les actions arrivent en tête des placements pour la plupart des périodes.

Nos graphiques l'attestent. Celui de la page 12, qui ne tient pas compte des dividendes reçus, montre une légère progression, malgré le krach de 2007-2009. Il faut tenir compte aussi de son point de départ, 1913, qui correspond à une époque où la Bourse était à un haut niveau.

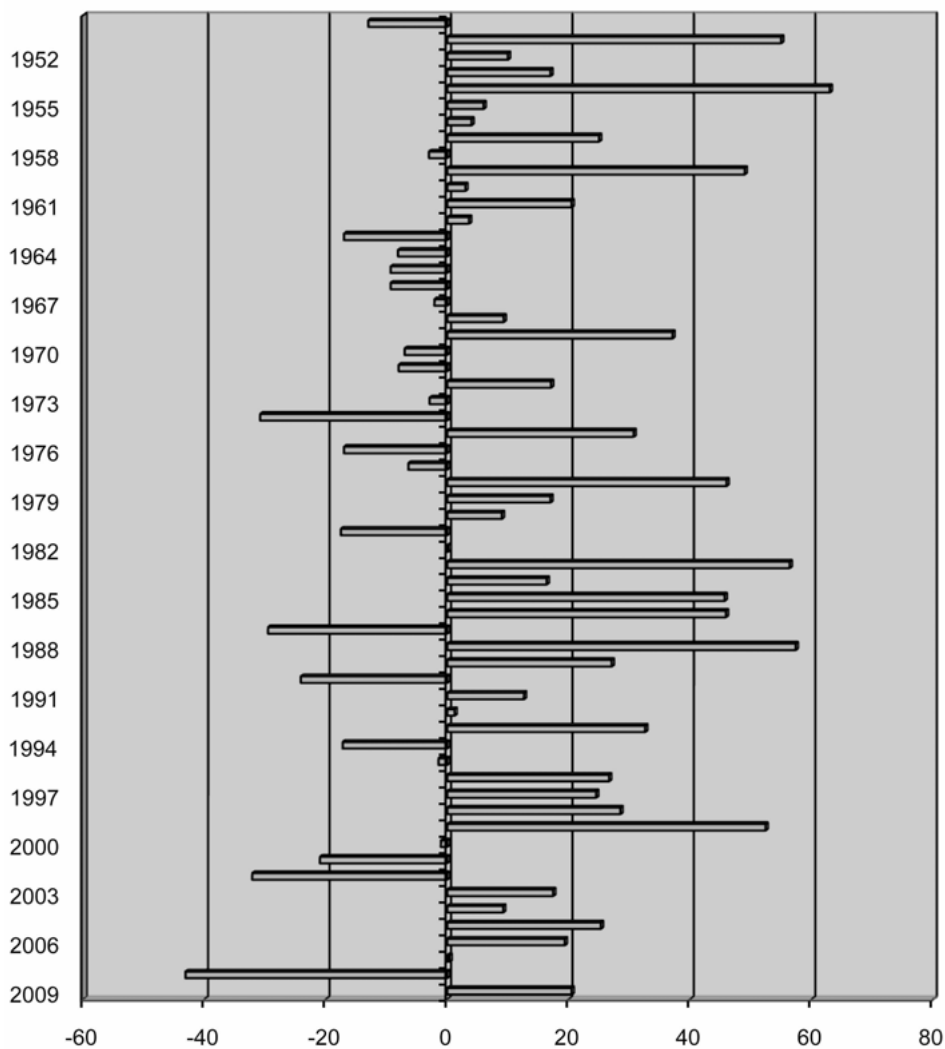
Le graphique de la page 235, qui retrace la valorisation d'un portefeuille, dividendes réinvestis cette fois, aboutit au plus haut à une multiplication par environ 60 sur un point de départ très bas (1950). L'enthousiasme doit être cependant relativisé en raison de la non-prise en compte de la fiscalité (y compris, sur 60 ans, un probable impôt sur les successions!).

Seul l'immobilier peut rivaliser avec les actions, bien qu'il rapporte souvent peu et connaisse lui aussi de longues traversées du désert.

Pour les dernières années, on dispose d'études très précises réalisées par l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF), organisme d'études, de recherche et de réflexion qui fournit des analyses, des informations et des prévisions sur les marchés et les investissements immobiliers. Le graphique de la page 15, que nous lui devons, est éloquent. De 1988, niveau assez élevé, à 2008, marqué par les premiers effets du krach, la Bourse réalise une avance moyenne de 7,2 % par an, rythme qui correspond à un doublement en dix ans. Après l'avoir devancé presque en permanence, elle est battue sur le fil par l'immobilier qui affiche 8,8 % par an, avantagé il est vrai par le choix des logements à Paris – dont les prix sont presque toujours particulièrement dynamiques – pour le représenter.

Les obligations (illustrées ici par des sicav, ce qui est un léger handicap) se sont révélées, presque pendant un siècle, décevantes en monnaie constante à cause

Performances annuelles des actions françaises (à fin septembre pour 2009)



Les bonnes années sont plus nombreuses que les mauvaises.
De 1950 à 1982, l'inflation a confisqué une partie des gains.

de l'inflation. Elles ont retrouvé un certain lustre depuis les années 80 en raison d'une relative stabilité monétaire. Leur performance 1988-2008 est toutefois nettement inférieure à celle des autres placements avec 5,5 % par an.

Enfin l'or a joui d'époques glorieuses. Mais son caractère stérile lui inflige un handicap irrémédiable à très long terme. Sur les deux dernières décennies, il n'a gagné que 2,4 % par an, dont il faudrait déduire une hausse des prix de 1,9 %, ce qui réduit le gain à peu de chose. Alors que, déduction faite de cette correction, les actions gagnent 5,2 % par an, l'immobilier 6,7 % et les obligations 3,5 %.

Comme le montre le graphique ci-contre, la Bourse a traversé en France, comme dans le reste du monde, des années fastes et de mauvaises années. Il ne faut pas oublier, surtout dans l'euphorie des périodes de hausse, que les cours ne varient pas toujours dans le même sens. Cela veut dire qu'il faut rester vigilant et savoir réagir et s'adapter en cas de renversement de tendance. Mais l'expérience prouve que les actions de nombreuses entreprises de grande qualité montent contre vents et marées, parvenant à accomplir des performances impressionnantes « sur la distance ».

B Comment intervenir en Bourse

✓ *La gestion individuelle*

L'actionnaire patient et avisé a des chances de faire mieux que la moyenne. **La gestion individuelle permet de réaliser les meilleures performances.** Il est possible de matérialiser facilement des plus-values sans peser sur le marché comme le font les institutions de placement et de faire preuve de plus de mobilité que les portefeuilles collectifs, souvent très lourds.

✓ *La gestion assistée*

Les banques, les sociétés de Bourse et les sociétés de gestion de portefeuille indépendantes proposent plusieurs formules d'assistance pour la gestion des portefeuilles, à condition naturellement que les clients ouvrent un compte.

- D'abord des **comptes conseillés ou assistés** : le client décide mais l'intermédiaire fournit conseils et documentation.
- Ensuite, des **comptes spéciaux et comptes gérés**. Les clients signent un mandat de gestion qui confère une délégation de décision à l'intermédiaire qui choisira les placements, passera les ordres et prendra toute initiative.

LES MÉCANISMES DE COTATION

Ce qu'il faut savoir

- 1) La Bourse est soumise à la loi de l'offre et de la demande. Cependant, des cours rationnels ne peuvent s'établir que grâce à l'existence d'offres et de demandes libellées à des cours limites.
- 2) La Bourse française, organisée par Euronext, est un **marché réglementé et centralisé**. Tous les ordres sont concentrés dans le système informatique, qui établit le cours d'équilibre.
- 3) Selon l'ampleur de leur marché, **les valeurs sont cotées en continu** (le marché est ininterrompu de 9 heures à 17 heures 35) **ou en fixage** (en général deux fois par jour).
- 4) **Des seuils de réservation sont déclenchés** en cas de déséquilibre du marché d'un titre. De plus, un mouvement ne peut dépasser en théorie deux fois 10 % dans la journée.
- 5) **Pour certaines valeurs moyennes, des contrats d'apporteurs de liquidités sont conclus** par Euronext avec des intermédiaires pour éviter des écarts de cours injustifiés.

La Bourse est le lieu où se forment les cours des actions et des obligations grâce à la libre confrontation de tous les ordres d'achat et de vente. La loi de l'offre et de la demande détermine un prix d'équilibre pour chaque valeur. Tous les ordres sur le même titre aboutissent sur le marché d'Euronext, qui est un marché centralisé et réglementé.

I LA FORMATION DES COURS

A Le jeu des limites

Comment le marché d'un titre s'équilibre-t-il et comment se détermine le cours?

Ce sont les ordres à cours limites qui exercent une influence essentielle sur la détermination des cours. Par un ordre limite, un opérateur est prêt, soit à acheter à un prix déterminé ou au-dessous de celui-ci, soit à vendre à un cours déterminé ou au-dessus de celui-ci, sinon il préfère renoncer à sa transaction. Par conséquent, si la pression des ventes est forte, on baissera le cours jusqu'au point où un nombre suffisant d'ordres d'achat limités se déclencheront pour équilibrer le marché. À l'inverse, si les demandes l'emportent, on montera les cours afin de

faire appel à des ventes à des cours limités de plus en plus élevés pour absorber tous les achats.

B Mécanisme de la cotation

Fondamentalement, le mécanisme de cotation est identique dans son principe, quelles que soient les modalités techniques de cette cotation. Le dépouillement des ordres, qui s'effectuait jadis à la criée (notamment à la célèbre corbeille des agents de change pour les très grandes valeurs) ou par boîtes, se fait à présent de façon électronique. Nous allons illustrer la formation des cours par un exemple qui est valable quelle que soit la technique employée.

✓ *Exemple de cotation*

Voici comment se présentait le marché de l'action de la société imaginaire Ambroise à un instant donné.

Exemple de cotation

Nombre de titres demandés à chaque limite de cours	Nombre de titres demandés cumulés	Limites de cours	Nombre de titres offerts cumulés	Nombre de titres offerts à chaque limite de cours
225	225	Au marché	-	-
25	250	798	775	200
100	350	797	575	125
75	425	795	450	50
150	575	794	400	75
125	700	793	325	125
100	800	792	200	75
75	875	790	125	50
150	1025	787	75	0
-	-	Au marché	75	75

Le premier travail du coteur autrefois et de l'ordinateur aujourd'hui est d'additionner les titres demandés et offerts pour chacun des cours possibles. L'examen du tableau ci-avant montre que, à l'instant où il est arrêté, **c'est au cours de 795 que le marché s'équilibre et que, en même temps, les transactions maximales peuvent être réalisées.** Au-dessus, les demandes sont insuffisantes, au-dessous ce sont les offres qui font défaut.

La seule différence entre la cotation informatique et les systèmes traditionnels, est essentiellement technique : l'ordinateur marie toujours un ordre à un autre ordre (ou à un morceau d'ordre) de sens opposé, d'où un grand nombre de transactions théoriquement individualisées.

✓ **Le cours touché**

Dans notre exemple de cotation, l'équilibre n'est toutefois pas parfait. Face aux 450 titres offerts à 795, il n'y a que 425 actions demandées. Il y aura donc 25 titres offerts qui ne pourront être cédés lors de cette cotation et peut-être tout au long de cette séance de Bourse. Le sacrifice sera supporté par les opérateurs qui offriraient leur « papier » au cours limité de 795. Des 50 titres offerts à ce cours, seuls 25 seront acceptés ; les ordres de vente en cours seront exécutés ici à concurrence d'un titre sur 2 seulement. Les ordres arrivés les premiers seront alors privilégiés. Si l'horodatage ne permet pas de les départager, il y aura une réduction de moitié du nombre de titres offerts vendus.

Si vous avez passé un ordre à un cours qui coïncide exactement avec celui qui résulte de la cotation, **il ne faut donc pas vous étonner de voir votre vente ou votre achat exécuté seulement de manière partielle**. La société de Bourse ou votre banquier vous dira qu'il y a eu « cours touché ».

II UN MARCHÉ INFORMATISÉ ET CONTINU

Le système de cotation par ordinateur en continu est baptisé CAC (cotation assistée en continu).

A Une cotation informatisée

Les sociétés de Bourse travaillent à partir de leurs « écrans » qui sont des terminaux du système de cotation informatisé. Leurs commis introduisent, au fur et à mesure de leur réception, les ordres dans le système ou bien les ordres sont acheminés automatiquement par les systèmes informatiques des différents intermédiaires. **C'est l'ordinateur central qui met en mémoire tous les ordres et les confronte**, en effectuant le même travail que celui que nous avons décrit dans l'exemple de la cotation de l'action Ambroise pour déterminer les cours successifs.

La reproduction d'un écran de cotation, tel qu'il peut être consulté sur Minitel ou Internet fera mieux comprendre ce qui se passe.

✓ **Exemple d'écran de cotation**

Action Bolloré					
Variation de la séance + 0,43 %			Nombre de titres échangés 3 636		
Premier cours 115,30 Dernier cours coté 116			Nombre de titres échangés à ce dernier cours 77		
+ haut de la séance 116,35 + bas de la séance 115					
5 meilleures demandes			5 meilleures offres		
Nombre d'ordres	Prix	Quantités	Nombre d'ordres	Prix	Quantités
1	116	1	1	116,30	53
1	115,80	4	1	116,35	68
2	115,75	33	2	116,50	25
2	115,50	48	1	116,60	30
2	115,40	22	1	116,80	91

On voit que si je veux acheter 100 actions Bolloré, il me faudra payer 116,35 pour obtenir les titres correspondant à l'ordre de vente à 116,30 (53 actions) et à celui à 116,35 (47 actions), sur lequel il restera 21 titres. Si je veux vendre 50 actions Bolloré, l'état du marché montre qu'il faudra consentir un prix de 115,50 pour avoir les contreparties des titres demandés à 116 (1 titre), à 115,80 (4), à 115,75 (33) et à 115,50 (12 actions et il en restera 36).

Au fur et à mesure que de nouveaux ordres dégèlent la situation, on verra apparaître de nouvelles limites à la demande, si les cours montent, et à l'offre, s'ils baissent. Si le cours tombe, par exemple, à 115,40, c'est que les ordres à 116, 115,80, 115,75 et 115,50 auront été exécutés ou retirés. Il en viendra à des niveaux tels que 115,30, 115,20, 115,10 ou 115. Il est probable que les offres au-dessus de 116,30 seront, en même temps, remplacées par des limites plus réalistes à des prix plus bas.

✓ *L'horodatage*

Les ordres entrés les premiers dans le système ont priorité sur ceux qui y parviennent après. Cette priorité est constatée par leur horodatage. À partir du moment où votre ordre est dans la machine, il n'est donc pas possible pour un intermédiaire indélicat de le « doubler » en quelque sorte par un ordre qui aurait pour conséquence d'exécuter le vôtre à vos dépens et à son profit.

Dans l'exemple d'écran ci-dessus, lors d'un achat de 100 actions à 116,35, les ordres de vente libellés à ce prix sont mis à contribution pour une partie d'entre eux seulement : il reste 21 titres sur 68. Les 47 qui ont été vendus sont forcément les premiers arrivés et ceux qui sont mis en réserve les derniers enregistrés.

L'horodatage est une sérieuse garantie pour la clientèle. En outre, Euronext conserve tous les ordres et toutes les opérations en mémoire avec le nom de l'intermédiaire.

B Un marché continu

✓ *Principe*

Le passage au marché continu, ouvert en pratique toute la journée, n'est évidemment possible que par un recours à l'informatique et à la téléinformatique. Ces techniques permettent **d'entrer immédiatement sur le marché à partir de n'importe quelle ville de France ou du monde**, à condition d'être relié au cœur du système informatique du marché par un terminal. Ainsi, il peut être répondu, à tout instant et en un laps de temps réduit, à tout ordre de Bourse passé par un investisseur particulier ou institutionnel.

✓ *Les horaires de la Bourse*

- De 7 heures 15 à 9 heures, préouverture : les ordres entrent dans le carnet électronique sans qu'aucune transaction ne soit accomplie.
- 9 heures, ouverture de la séance officielle et établissement du premier cours par fixage : tous les ordres en machine sont pris en compte pour déterminer ce premier cours.
- De 9 heures à 17 heures 30, déroulement de la séance en continu : toute arrivée d'un nouvel ordre provoque immédiatement une transaction, à condition que cet ordre rencontre une contrepartie totale ou partielle.
- De 17 heures 30 à 17 heures 35, fixage de clôture : comme à l'ouverture, on laisse les ordres s'accumuler pour confronter tous ceux qui restent en carnet et déterminer ainsi le dernier cours ou cours de clôture par fixage.

- de 17 heures 35 à 17 heures 40, des échanges peuvent avoir lieu à condition qu'ils soient réalisés au dernier cours, ce qui suppose l'existence d'une contrepartie adéquate. Ces transactions concernent en fait les institutions de placement.

À signaler que dans la demi-heure qui suit le fixage, des transactions hors Bourse peuvent avoir lieu, à condition qu'elles soient effectuées au cours du fixage.

Pour les petites valeurs qui ne sont pas cotées en continu, mais en fixage, il y a deux cotations à 10 heures 30 et à 16 heures.

Au marché libre, un seul fixage est organisé à 15 heures. Le fixage d'Alternex a lieu à 15 heures 30.

III AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DU SYSTÈME

A Avantages

Le marché informatisé et continu a apporté les avantages suivants.

- L'informatique permet d'améliorer la productivité du marché, de diminuer le coût de traitement des ordres et d'accélérer la rapidité des transactions ;
- L'information sur l'état du marché est devenue instantanée grâce à la connaissance immédiate des cours (système FIM, flux instantané du marché) ;
- Une séance plus longue, de 9 heures à 17 heures 30, donne la possibilité de coter plusieurs cours ;
- La prise en compte de l'internationalisation croissante et souhaitable de la Bourse de Paris favorise l'intervention des investisseurs étrangers grâce à des horaires suffisamment larges ;
- La longueur de la séance permet de tenir compte de tous les facteurs qui peuvent influencer les décisions des investisseurs tout au long d'une journée, notamment de l'ouverture de la Bourse américaine.

B Inconvénients

✓ *Des mouvements erratiques*

Le marché continu a souvent dérouté car les valeurs, à l'exception de celles dont le marché est très large, y donnent lieu à des mouvements souvent erratiques (de 5 % à 10 % dans les deux sens en une seule séance). Il faut donc passer des ordres à des cours limités pour se protéger contre ces brusques variations.

✓ *Des ordres souvent exécutés en plusieurs morceaux*

Avec le marché continu assisté par ordinateur, l'opération de cotation, que nous avons décrite avec l'exemple de la société Ambroise, peut se répéter un grand nombre de fois dans la journée. Par conséquent, elle mettra en présence un moins grand nombre d'ordres. En effet, la machine déclenche une cotation dès qu'elle peut marier un ordre d'achat avec un ordre de vente ou même un ordre entier avec une partie d'ordre. Voilà qui explique les aberrations constatées par les actionnaires et, en partie, le manque de liquidités que l'on déplore sur de nombreuses valeurs.

On aboutit ainsi à un fractionnement des ordres qui peut créer des absurdités. On a vu l'achat de 50 actions exécuté en deux parties le même jour – 48 puis 2 titres – avec l'application du courtage minimal. De telles aventures avaient écarté certains actionnaires du marché.

Le problème a été résolu en principe par Euronext qui a décidé, dans ces cas, de plafonner sa propre commission et qui a demandé aux intermédiaires de modifier leur chaîne informatique pour éviter ce genre d'incidents.

✓ *Critique fondamentale*

Sur un plan fondamental, le prix Nobel d'économie Maurice Allais a démontré que le marché continu était moins efficace que la fixation d'un cours unique. Ce dernier système permet de confronter le maximum d'ordres de vente et d'achat. Or, sur un marché, **un prix est d'autant plus représentatif qu'il résulte du plus grand volume de transactions.**

C Retour partiel au fixage

Au demeurant, les autorités boursières ont dû revenir en partie en arrière en redonnant sa place au fixage (« fixing » en anglais) à la fois pour les cours d'ouverture et de clôture du marché continu et pour toutes les valeurs dont le marché est étroit. Il a bien fallu convenir pour ces dernières que les transactions étaient trop faibles pour coter plusieurs fois dans la journée avec un nombre ridicule de titres échangés. Il y a donc eu un retour au fixage pour un grand nombre de valeurs. Cependant, **le système de cotation demeure automatique par ordinateur.**

En ce qui concerne les fixages d'ouverture et de clôture du marché continu, il a été reconnu que la confrontation d'un grand nombre d'ordres le matin ou en fin de journée procurait un cours plus significatif que celui qui pouvait résulter de l'échange de quelques titres. Certaines manœuvres de la part de quelques opérateurs avaient en effet eu lieu pour influencer dans un sens ou un autre le dernier cours.

Le premier et le dernier cours d'une séance sont donc une indication précieuse qui est donnée par la plupart des cotes informatisées ou publiées dans la presse écrite. Sont indiqués aussi en général le plus haut et le plus bas de la séance qui présentent également une certaine signification.

IV LES ANOMALIES DE LA COTE

Il peut arriver que le marché d'un titre soit complètement déséquilibré, c'est-à-dire que la contrepartie des offres ou des ventes soit nulle ou presque nulle. Dans ce cas, il ne sera pas possible de coter, mais on affichera un cours indicatif.

A Cours demandé ou offert

Si c'est la demande qui est excessive, il y aura un cours demandé. Si c'est l'offre, on indiquera un cours offert. À la cote, le cours sera suivi des lettres « d » ou « of ». **Cette procédure permet d'informer le public de la situation du marché d'une valeur et de susciter ainsi une contrepartie éventuelle.**

Si le déséquilibre du marché n'est pas total, on procédera à une réduction des offres ou des demandes beaucoup plus sévère que dans le cas des « cours touchés ». Par exemple, on servira l'ensemble des demandes dans la proportion de 1 titre pour 5 si la contrepartie à l'offre est insuffisante.

Dans le cas où c'est la demande qui ne parvient pas à absorber une offre importante, les vendeurs ne pourront écouler qu'une partie de leurs titres.

B Les suspensions de cotation

Autre anomalie de la cote : l'absence de cotation. C'est ce qui arrive sur des marchés peu animés où ne se manifeste aucun ordre, ni de vente ni d'achat. Dans ce cas, les cotes font figurer le dernier cours coté avec sa date.

C'est aussi ce qui se produit en cas de suspension des cotations. Euronext ou l'AMF, dans certains cas, prennent d'autorité cette mesure chaque fois qu'elles sont avisées de l'imminence d'une opération financière ou d'un événement grave concernant une société.

Le but est de protéger la masse des épargnants en évitant :

- Que, dans une période troublée de la vie d'une entreprise, des personnes disposant d'informations privilégiées puissent en profiter en Bourse.

- Qu’au moment où la situation d’une affaire peut basculer complètement, des actionnaires achètent ou vendent un titre dont la valeur peut être radicalement modifiée.

Aussi respectables que soient les intentions des autorités boursières, **l’abus de la suspension des cotations est parfois critiqué**. Par exemple, au moment de la bataille pour le contrôle de la Providence SA entre la Cie du Midi et le groupe Axa, la cotation des actions Providence SA a été suspendue à plusieurs reprises, si bien que, pendant plusieurs mois, la valeur n’a été cotée que par intermittence. Les actions Comptoirs des Entrepreneurs n’ont pas été négociées pendant deux ans et trois mois et demi. Plus récemment, les suspensions de Matussière Forest, Fromagerie Bel et Metaleurop se sont éternisées. Il y a là un préjudice certain pour les actionnaires.

V LES CATÉGORIES DE COTATION

Devant les dysfonctionnements du marché continu, les autorités boursières ont décidé de classer les valeurs en catégories dès 1991. Ce classement a été plusieurs fois modifié. Il n’y a plus aujourd’hui que deux catégories.

Le « **Continu** » qui rassemble les valeurs les plus actives de la cote, c’est-à-dire presque toutes celles éligibles au SRD ou inscrites au compartiment A plus quelques-unes des compartiments B et C, ainsi que les emprunts les plus négociés et la plupart des trackers. La cotation s’effectue en continu.

Le « **Fixage** » est la catégorie la plus nombreuse. La majorité des titres du compartiment C et certain du compartiment B et la plus grande partie des obligations y figurent. Le système de cotation est ici le fixage avec deux cotations par jour, sauf pour les valeurs du marché libre traitées une seule fois.

VI LES ÉCARTS DE COURS

Toujours dans le souci de protéger l’actionnaire, Euronext limite en règle générale les écarts de cours sur le marché. Elle veut éviter qu’un déséquilibre accidentel des offres et des demandes n’entraîne la fixation éphémère d’un cours aberrant aux dépens des épargnants qui auraient acheté ou vendu ce jour-là. Le système peut permettre aussi de limiter l’ampleur de l’effondrement de la cote un jour de krach.

Jusqu'en avril 2001, les écarts de cours maximums tolérés dépendaient des catégories de cotation. Désormais, pour unifier les règles avec Amsterdam et Bruxelles, ils sont les mêmes pour toutes les valeurs. **Un titre ne peut varier plus de deux fois de plus de 10 % dans la séance par rapport à son cours de référence**, qui est soit la cotation de la veille en clôture, soit le cours d'ouverture du jour. Ces « deux fois 10 % » aboutissent à une variation de 21 % maximum à la hausse et de 19 % à la baisse.

A Seuils de réservation statiques

Chaque fois que ces écarts risquent d'être dépassés, **la cotation est réservée pendant 5 minutes** : ce sont les seuils de réservation statiques. Après la période de réservation, le nouveau cours de référence est celui qui a provoqué l'interruption de cotation (écart de 10 % avec la précédente référence).

B Seuils de réservation dynamiques

Pour les seules valeurs cotées en continu, une nouveauté a été également mise en œuvre pour essayer d'empêcher certains écarts un peu aberrants : les seuils de réservation dynamiques. Il s'agit d'une réservation qui est observée **chaque fois qu'un ordre de bourse peut faire varier un cours de plus de 2 % par rapport à la dernière cotation**. Le négociateur qui a introduit l'ordre dispose d'un délai d'une minute, pendant lequel les transactions sont gelées, pour confirmer son ordre ou le modifier pour le replacer dans la fourchette des 2 %. Sans réponse de sa part l'ordre est annulé. Après confirmation d'un ordre au-delà du seuil dynamique, il y a réservation de la valeur

C Règle générale et exceptions

Chaque fois qu'une valeur est réservée, sa cotation reprend sous la forme d'un fixage identique à celui pratiqué à l'ouverture et à la fermeture du marché.

Bien entendu, quand les seuils autorisés sont dépassés, les autorités boursières réservent la cotation, à l'ouverture ou au premier fixage, et peuvent afficher, en fin de journée, un cours offert ou demandé si le marché n'a toujours pas pu s'équilibrer au fil de la séance.

Toutefois, **pour faire face à toutes les situations, les autorités boursières peuvent déroger à ces règles** et autoriser une variation supérieure à 21 % à la hausse ou 19 % à la baisse dès la première cotation.

VII LES SPÉCIALISTES ET LES CONTRATS D'ANIMATION

Malgré toutes les améliorations apportées, les défauts du marché continu persistent avec des écarts de cours, souvent brutaux et qui ne sont pas justifiés par l'échange d'un nombre de titres significatifs, et avec parfois une fragmentation coûteuse pour l'actionnaire dans l'exécution des ordres.

A Contrepartie

Euronext s'est employé à créer des contrats d'animation ou d'apporteurs de liquidités (qui rappellent les contrats de liquidité qui existaient naguère au second marché). **Une société de Bourse s'engage à assurer une certaine contrepartie sur un titre dont elle a la responsabilité.**

Il faut bien comprendre l'esprit de ces contreparties. Il ne s'agit pas de stopper une baisse ou de freiner une hausse justifiée par le mouvement général de la Bourse ou par des facteurs propres à la société, mais simplement d'éviter des à-coups provoqués par les désordres de l'offre et de la demande.

Il convient aussi de distinguer la contrepartie des contrats d'animation ou d'apporteurs de liquidités de celle de blocs, qui porte sur de grandes quantités de titres et n'intéresse que les investisseurs institutionnels.

Le contrat d'animation contient aussi, de la part de la société de Bourse, des engagements concernant une bonne information sur l'entreprise.

B Cas d'Alternext

À signaler le cas spécial d'Alternext où coexistent le marché centralisé d'Euronext en continu ou en fixage et, pour certaines valeurs, l'intervention de « teneurs de marché ». Ceux-ci, à côté du marché centralisé, **proposent des fourchettes d'achat et de vente.** Leur rôle dépasse celui des titulaires de contrat d'animation et se rapproche de celui des « spécialistes » anglo-saxons.

C Les spécialistes en valeurs moyennes

Un des buts de la réforme de la cote, qui a pris effet en 2005, est de donner plus de lustre aux valeurs dites moyennes à travers une nouvelle approche des contrats d'animation. Un statut de spécialistes en valeurs moyennes a été créé, un peu à l'image des spécialistes en valeurs du Trésor chargés de rendre plus actif et plus liquide le marché des emprunts d'État pour les investisseurs institutionnels.

Ce label d'expert en sociétés moyennes est accordé à des sociétés de bourse qui suivront à travers leurs analystes financiers au moins 60 sociétés moyennes

dont au moins 20 d'une capitalisation boursière inférieure à 150 millions d'euros et 10 générant moins de 2 500 transactions par an.

La volonté est claire : passer de simples contrats de liquidité destinés à faciliter les transactions à une mission beaucoup plus large d'information, d'analyse financière, de contacts permanents avec la société et éventuellement de promotion de la vente de ses titres.

VIII UN MARCHÉ À DEUX VITESSES

Grâce à la persuasion des autorités boursières, les contrats d'animation (relayés désormais par les spécialistes en valeurs moyennes) se sont développés, bien que les sociétés répugnent souvent à rémunérer l'intermédiaire chargé de ce travail, ce qui représente pour elles des frais supplémentaires. Il existe des contrats sur un bon nombre d'actions de sociétés de taille moyenne ainsi que, ce qui est important, sur de grands emprunts comme certains de ceux de l'État (OAT), de la caisse d'Épargne, de grandes banques (Crédit Agricole, Banques Populaires, Crédit Coopératif...).

On est arrivé ainsi à un marché à deux vitesses.

Le premier constitué, d'une part, des grandes valeurs et, d'autre part, des titres pour lesquels des contrats d'animation ou d'apporteurs de liquidités donnent **l'assurance à l'épargnant qu'il ne sera pas « arnaqué » par des écarts de cours injustifiés** ou des frais de bourse prohibitifs.

Le second, où il faut s'aventurer avec prudence, comprend toutes les autres valeurs, dites moyennes.

Un signe distinctif dans la cote d'*Investir* indique les titres qui font l'objet d'un contrat d'animation.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) Consulter les écrans de cotation**, véritables carnets d'ordre électroniques, avant de passer un ordre pour mieux connaître la situation du marché de la valeur qui vous intéresse.
- 2) Savoir si le titre que l'on veut acheter ou vendre est coté en continu ou en fixage**, ou s'il fait l'objet d'un contrat d'animation permet d'avoir une idée de l'ampleur de son marché.
- 3) Être à l'affût des réservations et des cours demandés ou offerts** donne souvent l'occasion de se placer avantageusement en profitant d'un excès du marché qui se corrigera rapidement.

Les proverbes d'Investir

« **Les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel** » signifie que la hausse des plus belles valeurs a une fin.

« **Acheter au son du canon, vendre au son du violon** » : il est souvent bon d'acheter quand les choses vont mal ou que la situation est menaçante et de vendre quand tous les commentaires sont favorables et les esprits optimistes.

« **Acheter la rumeur et vendre la nouvelle** » : quand un événement favorable se produit, la hausse a souvent lieu par anticipation, portée par la rumeur dans la période où on attend une information heureuse. Elle peut cesser quand la bonne nouvelle est devenue officielle. Il faut donc vendre à ce moment-là. Évidemment, quand la rumeur favorable ne se confirme pas, la réaction à la baisse peut être terrible.

« **Le fait accompli** » : un événement bon ou mauvais provoque souvent une hausse ou une baisse quand on l'espère ou on le redoute. Quand il se produit enfin, la Bourse peut ne pas réagir ou même fléchir sur le fait accompli en cas de bonne nouvelle ou remonter en cas de mauvaise.

« **Se couper un bras** » : il s'agit de vendre à perte une valeur qui a déçu. Mesure de sagesse qui permet parfois d'éviter d'alourdir ses pertes.

« **Sauter dans le train en marche** » : acheter une valeur dont la hausse a déjà bien démarré.

« **J'ai fait fortune en laissant les autres gagner de l'argent après moi** » : cette formule attribuée tantôt à Rothschild, tantôt à Rockefeller est une traduction boursière du « un bon tiens vaut mieux que deux tu l'auras » de la sagesse populaire. Il ne faut pas hésiter par prudence à prendre ses bénéfices, quitte à laisser les autres gagner de l'argent, si la valeur continue à monter.

« **Le dernier imbécile** » : au sommet de la hausse, il y a toujours un acquéreur qui ne reverra pas son cours d'achat de longtemps. C'est le dernier imbécile qui permet aux précédents porteurs de titres de matérialiser leur bénéfice.

« **Il ne faut pas pisser contre le vent** » signifie que, même si on a raison en ne croyant pas à la pérennité d'un fort mouvement de hausse ou de baisse, il ne faut pas aller contre une forte tendance, ce qui n'aboutirait qu'à se faire arroser. Il vaut mieux attendre que les esprits se calment pour commencer à prendre le contre-pied.

COMMENT INTERVENIR EN BOURSE

Ce qu'il faut savoir

- 1) Pour intervenir en Bourse, **il faut disposer d'un compte auprès d'un intermédiaire** : banque, La Poste, les sociétés de bourse, courtier en ligne opérant sur Internet, société de gestion de portefeuille...
- 2) **L'ouverture d'un compte est une formalité simple.**
- 3) **Un ordre de bourse doit comporter une série d'indications** : nom de la valeur, achat ou vente, nombre de titres, nature de l'ordre, code de la valeur...
- 4) **Il existe plusieurs types d'ordre de bourse** : à cours limite, le plus recommandable, et d'autres plus complexes : au marché, à la meilleure limite.
- 5) Une pièce essentielle délivrée par l'intermédiaire, **l'avis d'opéré, constitue la preuve de l'exécution de l'ordre de bourse.**

I L'OUVERTURE D'UN COMPTE

Rien n'est plus simple que d'ouvrir un compte pour opérer en Bourse. Il suffit d'être **majeur, de n'être frappé d'aucune incapacité juridique, de déposer sa signature et de remplir un minimum de formalités (identité, nationalité, date de naissance, régime matrimonial si le client est marié).**

On peut passer des ordres en Bourse avec comme **intermédiaire**, soit **sa banque**, soit **une entreprise de service en investissement membre du marché d'Euronext (société de Bourse)**. Tout titulaire d'un compte en banque peut ainsi opérer facilement en Bourse.

Il peut être cependant plus avantageux d'ouvrir un compte chez une société de Bourse. En effet, comme de toute manière les banques doivent faire exécuter leurs ordres par l'intermédiaire d'une société de Bourse, on évite ainsi la superposition des courtages.

Par ailleurs, l'ouverture d'un compte dans une société de Bourse permet en général d'établir un contact plus direct avec les milieux boursiers.

II LES ORDRES DE BOURSE

A Transmission

Les ordres de bourse peuvent être transmis par écrit, de vive voix, par télex, par télécopie, par téléphone et aujourd'hui par des moyens modernes comme le Minitel ou Internet. L'AMF demande une confirmation orale ou écrite pour les ordres par téléphone. Par ailleurs, les ordres peuvent être déposés directement aux bureaux des sociétés de Bourse ou des banques.

B Indications à donner

Un ordre de Bourse doit comporter au moins sept indications. Une huitième – le code – peut apporter une simplification et dispenser des indications 3 et 4.

- 1/ La nature de l'opération : achat ou vente.
- 2/ Le nom de la société : par exemple Peugeot ou Hermès.
- 3/ De préférence, la nature du titre : action, action à dividende prioritaire, obligation (avec pour les obligations les caractéristiques principales : année et taux d'intérêt), obligation convertible, certificat d'investissement, bon de souscription, etc.
- 4/ Le marché : **Euronext**, et éventuellement pour ce dernier la mention « service de règlement différé » si on veut dénouer l'opération en fin du mois pour les seuls titres éligibles au SRD, **Alternext**, **marché libre**.
- 5/ Le nombre de titres proposés ou demandés.
- 6/ La durée de validité de l'ordre : valable ce jour, jusqu'à une date précise, ou à révocation.
- 7/ La nature de l'ordre
Au cours limite – avec, dans ce cas, l'indication du prix –, au marché (ex-à tout prix), au prix du marché...
- 8/ Il est recommandé d'indiquer le code de la valeur pour simplifier la troisième indication de l'ordre (nature du titre) et éviter certaines méprises. Le code mnémonique suffit (voir ci-dessous).

C Les nouveaux codes ISIN et les mnémoniques

Longtemps toutes les valeurs françaises étaient affectées d'un code dit Sicovam du nom de l'organisme qui assurait la conservation centralisée de tous les titres. Dans un souci de coordination avec les autres pays, le code international ISIN a été adopté en juin 2004 pour identifier les valeurs. Avec deux lettres et

10 chiffres, ce code d'inspiration technocratique est extrêmement lourd. Songez que le code sicovam qu'il remplace ne comportait que cinq chiffres, si bien que les familiers d'une action le connaissaient souvent par cœur.

Les deux premiers signes du code ISIN sont des lettres identifiant le pays de l'émetteur ou du dépositaire. Les neuf chiffres qui suivent sont des caractères alphanumériques et le dernier chiffre est une clef de contrôle comme pour les numéros de Sécurité sociale.

Il y a heureusement un aspect plus agréable dans cette réforme : la possibilité d'utiliser, pour reconnaître les actions françaises, le « mnémonique » composé de 2 ou 3 ou 4 lettres. Il est plus facile de retenir (ou même de transcrire) RNO pour Renault que FR0000131906 ou AI pour Air Liquide plutôt que FR0000120073. Des mnémoniques à quatre ou cinq signes (il s'agit alors de chiffres) existent aussi pour des titres comme les warrants, ce qui peut simplifier leur identification et le passage des ordres.

En revanche, pour les valeurs étrangères, le code ISIN est indispensable et facilite l'identification des titres.

III ORDRES ÉLECTRONIQUES SUR INTERNET

Sur Internet, la tâche est simplifiée. Une fois la valeur recherchée obtenue sur l'écran grâce à son nom ou à son code, il suffit de cliquer sur vendre ou acheter et d'introduire le nombre de titres et les cours limites dans les cases prévues à cet effet sur l'écran. Éventuellement, on cliquera pour déterminer la durée de l'ordre ou des spécificités particulières.

L'utilisation d'Internet a l'avantage de permettre de consulter le carnet d'ordres pour voir comment se présente le marché et d'accéder à différentes données sur la valeur qui vous intéresse.

IV LES DIFFÉRENTS ORDRES

A Ordre limite ou à cours limité

Par un ordre à cours limité, un opérateur est prêt, soit à acheter à un prix déterminé ou au-dessous de celui-ci, soit à vendre à un cours déterminé ou au-dessus de celui-ci. Si ces limites ne sont pas atteintes, il considère que l'opération n'est pas intéressante et préfère y renoncer.

Compte tenu des écarts de cours assez prononcés qui peuvent se produire quelquefois par suite de l'étroitesse des transactions, nous conseillons à nos lecteurs de passer systématiquement leurs ordres à des cours limités.

B Les ordres « au mieux »

Autrefois, l'ordre au mieux s'opposait à l'ordre à cours limité. Il a été remplacé par l'ordre au prix du marché, devenu « à la meilleure limite », dont la nature est différente puis, en 1996, par l'ordre à tout prix, rebaptisé récemment « ordre au marché ».

✓ L'ordre au marché est prioritaire

Véritable remplaçant de l'ordre au mieux, l'ordre au marché (ex-ordre à tout prix) peut rendre des services quand on est pressé de vendre ou (plus rarement) d'acheter. On ne stipule pas le cours auquel on désirerait être exécuté, mais on a la certitude que l'ordre d'achat ou de vente sera exaucé dès lors que le volume de titres proposés sur le marché est suffisant. Cet ordre est en effet prioritaire sur tous les autres ordres.

S'il est passé à l'ouverture, il est exécuté au moins partiellement à condition qu'il existe une contrepartie, sinon il reste en carnet tout au long de la séance jusqu'au moment où il peut être satisfait.

S'il est passé en séance, il est exécuté là aussi immédiatement au maximum des disponibilités du moment, sinon il est inscrit en carnet pour la suite de la journée, voire pour les suivantes.

Le grand avantage de cet ordre est son caractère prioritaire qui assure pratiquement de son exécution dans la journée. Mais il ne donne aucune maîtrise du prix. Il peut provoquer un décalage de cours fâcheux ou une coûteuse exécution fractionnée (en plusieurs morceaux) en raison d'une contrepartie insuffisante au moment où il arrive dans le système de cotation. Il est conseillé de ne l'utiliser que sur des marchés assez étoffés pour éviter une influence disproportionnée sur les cours. Attention aussi à ne pas passer sur des valeurs peu liquides d'ordres au marché valables pour un mois qui risquent de traîner en carnet et d'être exécutés finalement dans de très mauvaises conditions.

✓ L'ordre au prix du marché ou à la meilleure limite

L'ordre au prix du marché a été rebaptisé récemment « à la meilleure limite ». Il est différent de l'ancien ordre au mieux, car il est transformé en ordre à un cours limite qui est celui du premier cours de la séance, si l'ordre est arrivé avant 9 h, ou qui est celui de la meilleure limite du moment si l'ordre arrive en séance.

On n'est donc jamais sûr de voir un ordre au cours du marché exécuté si la limite dont il est affecté n'est pas « touchée » en séance. En plus, on risque, si l'ordre est exécuté, de tomber sur un pic des cours, si on est acheteur, ou un creux, si on est vendeur.

C Les ordres à déclenchement remplacent les « stop »

Les ordres « à seuil » et « à plage de déclenchement » ressuscitent les « stop » d'antan, réclamés par une partie de la clientèle qui cherche à se protéger d'un retournement de tendance ou pratique les méthodes dites « graphiques ».

- Dans le cas du « seuil », l'opérateur donne une seule limite. Exemple : vendre Michelin si le cours de 51 est atteint en baisse, alors que l'on cote plus de 54, ou acheter Vinci si le niveau de 39 est touché en hausse, alors que l'on vaut à peine 36.
- Dans le cas de « la plage », l'ordre stipule une fourchette de cours. On vendra à partir de la barre de 51, mais pas plus bas que 49, ou on achètera dès que le cours de 39 est touché, mais pas au-dessus de 41. Cela donne une sécurité, surtout sur les marchés étroits, par rapport à l'ordre « à seuil » qui, lui, va chercher très loin une contrepartie et peut provoquer un fort décalage de cours.

Un point important : les ordres « à seuil » ou « à plage de déclenchement » n'apparaissent pas sur les écrans ou les feuilles de marché. Il faut en effet éviter de faire savoir que quelqu'un est prêt à vendre à un prix très inférieur au dernier cours ou à acheter à un prix très supérieur, ce qui inciterait les autres opérateurs à aller chercher immédiatement des contreparties dans ces ordres en attente.

D Durée de validité des ordres

On peut choisir la durée de validité de son ordre : valable ce jour, jusqu'à une date précise du mois courant, ou à révocation. Dans ce dernier cas, et chaque fois que rien n'est spécifié, l'ordre, sauf avis de révocation, demeure valable jusqu'à la fin du mois et jusqu'au jour de la liquidation, pour les ordres à service de règlement différé. Un ordre dont la durée n'est pas précisée est considéré comme valable seulement le jour même. Il y a là un changement récent. Jusqu'ici, c'était l'ordre à révocation valable un mois qui était la règle.

E Exemples d'ordres de Bourse

Acheter dix actions Peugeot Code FR0000 121501 ou plus simplement mnémonique UG en service à règlement différé (SRD) au cours limité de 22 à la

séance du 10 août valable ce jour, cela signifie que j'achète tant que le cours ne dépasse pas 22 et uniquement pour le 10 août.

Vendre 17 actions Air Liquide Code ISIN FR0000 1200073 ou « mnémo » AI « à tout prix » à révocation, cela signifie que je vends à n'importe quel prix et que mon ordre est valable pendant tout le mois.

F Les « pas de cotation » uniformisés

Traditionnellement, le cours libellé dans un ordre de bourse devait évoluer en fonction du prix du titre. De 5 centimes en 5 centimes ou de 20 centimes en 20 centimes, par exemple. Depuis le 19 février 2007, ces pas (ou échelons) de cotation ont été uniformisés. Quelle que soit le cours d'une valeur, on peut passer des ordres de centime en centime, quant bien même il s'agirait d'une action qui cote plusieurs centaines d'euros.

V L'AVIS D'OPÉRÉ

Dès le lendemain qui suit la séance de Bourse, les services de Bourse de votre intermédiaire établissent un avis d'opéré. Le délai d'envoi de ce document ne peut excéder un jour ouvrable après exécution de l'ordre. Il comporte le montant de l'achat ou de la vente avec les courtages et l'impôt correspondant.

Cet avis d'opéré apporte la preuve que l'ordre a été exécuté dans les conditions prévues. Le délai pour formuler une réclamation est bref: 48 heures en moyenne (ce délai peut varier selon la convention des services de l'intermédiaire) pour expédier une lettre en recommandé avec avis de réception.



Les tactiques d'Investir

- 1) Sauf cas particulier, **passer toujours des ordres à cours limite.**
- 2) **Éviter de choisir des cours limites correspondant à des chiffres ronds.** Viser plutôt un peu au-dessous ou au-dessus.
- 3) **Ne pas hésiter à établir une échelle d'ordres** de manière à acheter de plus grandes quantités de titres si les cours baissent ou à en vendre davantage s'ils montent.
- 4) **Essayer de se renseigner sur l'état du marché** en consultant un écran chez un intermédiaire ou chez soi par Internet ou Minitel. On évitera ainsi de passer des ordres qui ont peu de chances d'être exécutés ou risquent de provoquer des désordres de cours.
- 5) Il peut être commode de passer des ordres valables un mois. **Mais attention aux ordres qui courent et peuvent être exécutés en fin de mois après un renversement de tendance.**

L'ORGANISATION DE LA BOURSE

Ce qu'il faut savoir

- 1) **L'AMF, résultat de la fusion du CMF et de la COB, est l'autorité de tutelle du marché** qui contribue à fixer ses règles et qui préside au déroulement des opérations financières comme les OPA. Elle a aussi une mission de surveillance du marché.
- 2) **Euronext**, qui a fusionné avec le New York Stock Exchange, est l'entreprise de marché qui organise la Bourse, la fait fonctionner, assure les cotations.
- 3) **Les sociétés de service en investissement** membres du marché Euronext (ex-sociétés de bourse) assurent la transmission et l'exécution des ordres de la clientèle.
- 4) **La cote a été unifiée** et comporte trois compartiments A, B et C. Les valeurs les plus importantes sont éligibles au service de règlement différé. Il existe aussi un marché libre et un marché non réglementé mais régulé, Alternext.
- 5) **De nombreuses valeurs étrangères sont cotées à Paris.**

I LES INSTITUTIONS BOURSIÈRES

A L'autorité des marchés financiers (AMF)

Née en 2003 de la fusion du Conseil des Marchés Financiers (CMF) et de la Commission des Opérations de Bourse (COB), créée en 1966 sur le modèle de la Securities Exchange Commission (SEC) américaine, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) exerce sa tutelle sur la Bourse. Autorité administrative indépendante, la nouvelle institution réunit les missions que remplissaient auparavant séparément, mais parfois en collaboration, la COB et le CMF.

✓ *Anciennes missions du CMF*

La nouvelle autorité établit le règlement général des Bourses de valeurs qui doit être homologué par le Ministre des Finances.

Elle fixe les dispositions d'ordre déontologique et les ratios prudentiels que doivent appliquer les sociétés de Bourse.

C'est l'AMF qui prend des décisions sur le fonctionnement du marché et sur le déroulement des opérations financières, notamment des OPA.

Enfin, elle sanctionne les manquements au règlement.

✓ *Anciennes missions de la COB*

L'AMF **veille au bon fonctionnement du marché et contrôle l'information diffusée par les sociétés**. Elle accorde son visa aux notices publiées par les sociétés à l'occasion d'opérations financières ou de leur introduction en Bourse.

La nouvelle autorité est chargée de la protection des actionnaires et plus généralement de tous les épargnants. C'est à elle que vous devez vous adresser si vous estimez avoir été victime d'un manquement de la part d'un intermédiaire financier.

Dans sa surveillance du marché, l'AMF est chargée d'empêcher que des manœuvres déloyales ne se produisent. Elle a notamment défini le délit d'initiés : les initiés sont des personnes qui, au courant de certaines informations privilégiées du fait de leurs fonctions, les mettent à profit pour acheter ou vendre en Bourse. L'autorité dispose à ces fins d'un large pouvoir d'enquête.

B Euronext, entreprise de marché

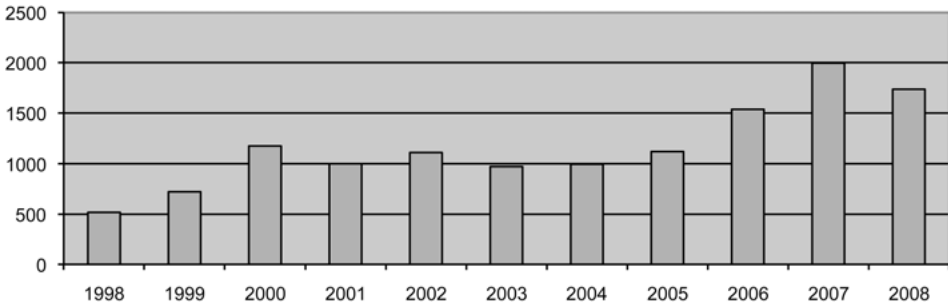
✓ *Une Bourse transnationale*

La Bourse de Paris est aujourd'hui la branche française d'un marché transnational né de la fusion en 2007 d'Euronext et du New York Stock Exchange qui ont formé NYSE-Euronext, entreprise cotée à New York et à Paris. Autrefois dénommée SBF Paris-Bourse, Euronext a réussi à la fin du siècle dernier à unir la Bourse de Paris aux marchés de Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne, créant ainsi un marché « transeuropéen ». Puis celui-ci a absorbé le marché à terme londonien Liffe.

En 2001, Euronext s'était « autcotée » sur son propre marché. En effet, contrairement à l'ancienne SBF, Euronext est une société privée qui se doit de faire des bénéfices. C'est à présent une caractéristique commune à la plupart des entreprises de marché des principaux pays qui se préparent à se faire concurrence dans le cadre d'une future Bourse mondiale.

Dans la pratique, il y a pour l'instant peu de synergies entre les différentes composantes de NYSE-Euronext. En Europe, malgré une plate-forme de cotation commune, il existe toujours une filiale par pays, par exemple, Euronext Paris pour la France.

Montants échangés sur les actions françaises (en milliards d'euros)



En 2007, tous les records ont été battus. Les échanges annuels sur les actions à la Bourse de Paris ont frisé les 2 000 milliards d'euros.

✓ **Marché réglementé et centralisé**

Euronext est un marché réglementé (par opposition aux marchés de gré à gré), au sens de la directive européenne, et centralisé.

✓ **Une entreprise de marché qui fait fonctionner la Bourse**

Société anonyme, Euronext est une « entreprise de marché » dont la vocation est d'organiser la Bourse, de la faire fonctionner, d'assurer la cotation, de contribuer à la bonne fin des transactions.

✓ **Autres missions**

Euronext est chargée de missions qui vont au-delà du fonctionnement du marché, comme la surveillance de la situation financière et du contrôle de la solvabilité des sociétés de Bourse.

C'est elle qui se prononce sur l'admission des sociétés à la cote (l'AMF pouvant s'opposer à une décision d'admission ou de radiation). L'entreprise de marché est en contact permanent avec l'AMF lors des opérations financières (OPA, OPE, introductions,...).

II LES INTERMÉDIAIRES

Les intermédiaires qui interviennent sur le marché sont toujours appelées sociétés de Bourse. Ce sont les héritières des agents de change. On parle aussi de courtier ou, en utilisant un mot anglais, de broker. En fait, il s'agit aujourd'hui d'entreprises de service en investissement membres du marché d'Euronext. Le mot intermédiaire (ou la formule officielle = prestataire de services d'investissement) désigne à la fois les membres du marché et les organismes financiers (essentiellement les banques, La Poste, ...) qui permettent à leurs clients d'opérer en Bourse. Ces organismes financiers passent cependant par des membres du marché qui sont en général leurs filiales.

A Entreprises de service en investissement

C'est la loi du 2 juillet 1996 qui a adapté au droit français la directive européenne sur les services en investissement et qui a fait des sociétés de bourse des entreprises de service en investissement. En tant que spécialistes de l'intermédiation financière, les ex-sociétés de Bourse disposent d'une liberté totale d'activité, comportant notamment la possibilité d'exercer la contrepartie, et d'accéder au marché interbancaire. Elles sont souvent spécialisées dans un seul des métiers boursiers (négociation, compensation, ...) ou dans un domaine (actions, obligations, ...) et ne remplissent pas toutes les fonctions que leur permettrait leur statut.

B Membres du marché d'Euronext

Toutes les entreprises de service en investissement ne sont pas des sociétés de bourse (il y a aussi par exemple les agents des marchés interbancaires). Seules peuvent être considérées comme telles celles qui sont membres du marché de Paris et aujourd'hui du marché d'Euronext.

Actuellement au nombre de près de 230 (chiffre qui comprend des institutions de crédit, des membres néerlandais, belges et portugais, ainsi que quelques sociétés de pays étrangers à Euronext), dont près d'une quarantaine de courtiers en ligne opérant sur Internet, ces ex-sociétés de Bourse sont presque toutes contrôlées par des banques françaises ou étrangères, et plus rarement par des compagnies d'assurances. Les maisons indépendantes se comptent sur les doigts de la main.

III LES AUTRES ACTEURS

A Les analystes financiers et les gérants

Les premiers sont chargés d'apprécier la valeur des sociétés et de juger si les cours sont bon marché ou surévalués. Leur jugement est fondé sur une analyse des comptes, mais aussi sur un diagnostic industriel et économique et sur des comparaisons sectorielles. Au service des investisseurs, les analystes forment une petite communauté. Ses avis sont d'un grand poids, mais son comportement est souvent grégaire, si bien que les changements d'opinion des analystes – en général simultanés – entraînent parfois des mouvements brutaux sur les marchés. Souvent très jeunes, ils manquent parfois de culture historique et sont sensibles à des modes qu'ils contribuent à créer. On a vu, surtout au moment de la « bulle » de 1999-2000, de très jeunes gens dicter leur politique aux dirigeants de grandes affaires, les poussant par exemple à des acquisitions, que les chefs d'entreprise finissent par réaliser dans l'espoir de faire monter leurs cours!

Les gérants ou gestionnaires exercent un métier différent en gérant l'ensemble d'un portefeuille et quelquefois des placements hors Bourse. Ils s'appuient sur les analystes financiers et sur les « stratégestes » qui tentent de prévoir l'évolution de la conjoncture économique, des taux et des monnaies. Au service des institutions de placement, leurs décisions exercent aussi une influence forte sur la Bourse.

B Les institutions de placement

On distingue plusieurs catégories d'investisseurs professionnels: les banques, les sicav et autres organismes de placement collectif (OPCVM), les sociétés de gestion de portefeuille, les compagnies d'assurances, des institutions comme la Caisse des Dépôts, qui demeure le premier investisseur français, et, enfin, une multitude de fonds d'investissement que l'on peut classer de la manière suivante.

✓ *Fonds de pension ou de retraite*

Essentiellement américains ou britanniques, ils gèrent des capitaux considérables dans une perspective à long terme. Ils sont en relation étroite avec les entreprises auxquelles ils s'intéressent et on les accuse parfois de faire pression sur leurs directions pour qu'elles pratiquent une politique plus conforme à leurs intérêts.

✓ *Les fonds souverains*

Il s'agit de fonds créés par des États disposant d'importants excédents financiers, par exemple la Chine ou des pays pétroliers. Ils investissent dans une perspective à long terme pour préparer l'époque où leurs surplus disparaîtront. Ils peuvent être sensibles à des considérations politiques dictées par leurs gouvernements.

✓ *Hedge funds*

Ce mot recouvre des fonds anglo-saxons (encore que les sièges sociaux soient souvent situés dans des paradis fiscaux exotiques) qui pratiquent des stratégies très différentes. La gestion dite alternative essaie de gagner quelle que soit la tendance de la Bourse. Les profits sont plus modestes que la moyenne en période de hausse, mais, à la baisse, les pertes sont limitées et parfois des gains sont tout de même réalisés.

Beaucoup moins prudents sont les hedge funds stricto sensu (bien que le terme anglais hedge se rapporte à la notion de couverture du risque). Ils cherchent à réaliser la performance maximum en jouant de tous les leviers: recours aux marchés à terme et aux options, placements tous azimuts (non seulement les actions et les obligations, mais aussi les matières premières, les devises) et emprunt d'une grande partie des sommes engagées. On a calculé ainsi qu'un fond pouvait prendre position sur un actif représentant 100 fois sa mise propre ! Les gains sont souvent remarquables. Mais deux graves accidents ont eu lieu dès 1998 avec la faillite de LTCM puis en 2006 avec celle d'Amaranth. De nombreux hedge Funds ont disparu ensuite dans la crise de 2008-2009 sans provoquer trop de dégâts contagieux.

✓ *Les fonds de capital investissement et le LBO*

Ces fonds (private equity en anglais) mettent la main sur des affaires en général cotées en Bourse dans l'espoir de les revendre avec un bénéfice d'autant plus grand qu'ils procèdent par LBO (leverage buy out, en français achat avec effet de levier grâce à l'endettement). Il s'agit de faire des acquisitions, en profitant de taux d'intérêt bas, avec environ 50 à 75 % d'emprunt, de faire rembourser ces dettes par les résultats de l'entreprise achetée, puis de la revendre plus cher. En somme, on se paie sur la bête. Exemple: OPA d'une affaire pour 1 milliard avec 500 millions de capitaux propres et 500 millions de dettes. Si, dans cinq ans, la dette est effacée et la revente réalisée à 1,5 milliard, le fonds aura triplé sa mise par rapport aux 500 millions de départ ! Miracle de l'effet

de levier. Mais danger si l'entreprise ne peut pas rembourser les dettes et être revendu avantageusement.

C Les agences de notation

On compte trois grandes agences de notation : Moody's, Standard and Poor's et Fitch, cette dernière contrôlée par la société française Fimalac. Leur activité d'origine est d'apprécier la sécurité des signatures et la qualité des emprunts des États et des entreprises. Les notes (les fameux « ratings ») s'étagent de AAA, la meilleure réservée aux emprunts des États les plus solides pour un placement considéré comme sans aucun risque (sauf l'inflation qui n'est pas prise en compte) à CCC (très risqué), avec parfois des nuances comme BBB+ ou -, ou encore AAa ou Bbb. En outre, les agences maintiennent parfois leur note précédente en l'assortissant « d'une mise sous surveillance négative ou positive », car elles considèrent qu'une évolution rapide de la situation est possible.

Les ratings accordés ont un retentissement sur le marché des actions. Diminuer la note d'une société peut faire chuter fortement les cours, alors qu'il est rare que remonter une note les fasse grimper. Ces agences, à la faveur du mouvement de « titrisation », ont étendu leur activité à la notation de toutes sortes de papiers compliqués qu'elles contribuent à élaborer. Il en résulte des conflits d'intérêts. Les agences ont été ainsi vivement critiqués en 2007 au moment de la crise du « subprime » qu'elles n'avaient pas vu venir et qu'elles avaient favorisée (voir chapitre XXX). Leur réforme fait partie des projets de réorganisation du système financier international.

IV L'ORGANISATION DE LA COTE

Longtemps divisée en plusieurs marchés, la cote de la Bourse de Paris est désormais unifiée dans une liste unique de valeurs baptisée d'abord Eurolist puis aujourd'hui tout simplement Euronext. Toutefois, il continue à exister des compartiments spéciaux et des distinctions au sein même de l'ex-Eurolist.

A Un seul cadre juridique

C'est pour essayer d'obtenir une visibilité améliorée qu'Euronext a créé une cote unique, présentée par ordre alphabétique. Ce changement a entraîné la disparition des premier, second et nouveau marché.

Les règles, conformes aux directives européennes, qui s'appliquent aux sociétés sont identiques désormais pour toutes les entreprises cotées sur Euronext, supprimant les particularités juridiques qu'offraient auparavant les différents marchés. En théorie, 25 % de leur capital doivent être placés dans le public et les règles d'admission et d'information sont strictes. En fait, à côté des géants de la cote, coexistent de petites sociétés aux transactions confidentielles.

B Distinction selon les capitalisations boursières

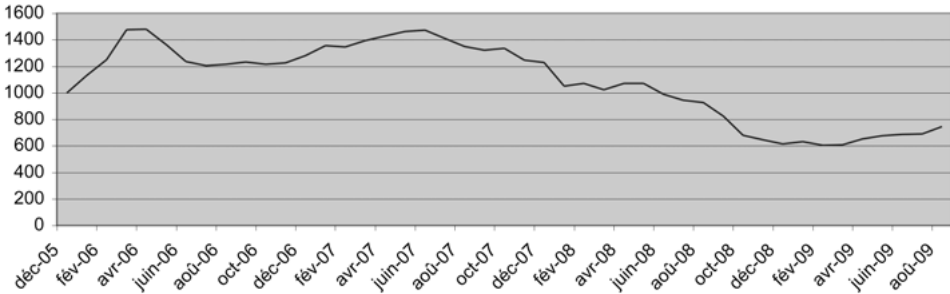
Revers de la médaille : on supprime un peu la hiérarchie qui pouvait exister dans le passé. Pour cela, il a été décidé d'identifier par une signalisation claire les actions selon le poids boursier des sociétés : les capitalisations de plus de 1 milliard d'euros correspondant à de grandes firmes – c'est le compartiment A –, celles de 150 à 1 milliard que l'on peut qualifier de moyennes – compartiment B – et celles inférieures à 150 millions d'euros qui appartiennent à de petites sociétés (compartiment C).

Conséquence de ces distinctions : la présentation de la cote varie selon les journaux. Investir distingue les valeurs d'Euronext (ex-Eurolist) au SRD (voir ci-dessous) et celles qui sont hors SRD. La Tribune et les Échos font de même. Le Figaro publie d'abord les actions de l'indice CAC 40, puis les trois compartiments de l'Eurolist (A, B et C) séparément.

C Le SRD

En septembre 2000, les autorités boursières avaient supprimé le marché à terme dit du règlement mensuel. Toutes les transactions de l'Eurolist s'effectuent désormais au comptant. Toutefois la possibilité de réaliser encore des opérations à terme avec dénouement en fin de mois (voir chapitre V) a été préservée avec la création d'un service à règlement différé (SRD). Celui-ci concerne les plus grandes valeurs de la cote (137 actuellement dont 9 étrangères), c'est à dire l'élite de la Bourse, ainsi que la plupart des trackers. Mais ce service suppose d'acquitter des frais supplémentaires, alors que l'ancien marché à terme procurait un crédit gratuit sur un mois.

Performances d'Alternext (indice base 1000 fin 2005)



Créé fin 2005, Alternext, après un bon départ, a pris de plein fouet le crack de 2007-2009, avant d'esquisser un timide redressement.

V AUTRES MARCHÉS ET COMPARTIMENTS

A Le marché libre

Marché non officiel, bien qu'il bénéficie du patronage d'Euronext, le marché libre est destiné à recevoir les sociétés, quelquefois prometteuses, qui entamaient autrefois leur carrière au hors cote. Il rencontre un grand succès en raison de conditions d'admission très souples en ce qui concerne la part du capital à placer dans le public. Normalement, ses pensionnaires devraient, si tout se passe bien, accéder un jour au marché officiel ou au moins à Alternext.

Un coup dur a été porté au marché libre fin 2009 par Euronext qui a décidé d'augmenter très fortement à 2 500 € par an le droit d'inscription des sociétés. Beaucoup ont décidé de ne pas rester à la cote et se sont retirées. Leurs actionnaires ne peuvent plus se défaire de leurs titres que « de gré à gré ».

B Alternext

Le marché libre présente une grande souplesse qui a fait son succès, en raison du fait qu'il n'est pas réglementé. Il existe donc un grand vide entre lui et l'Eurolist en théorie extrêmement encadré. D'où l'idée d'un compartiment intermédiaire destiné lui aussi aux petites et moyennes entreprises, mais assorti de contraintes plus sévères. Alternext, ouvert en 2005, est non réglementé, comme le marché libre, mais il est régulé. Il faut d'abord que les titres mis

dans le public représentent un minimum de 2,5 millions d'euros. Ensuite, des comptes audités sur deux ans (trois si il y a augmentation de capital au moment de l'introduction) doivent être établis et des comptes semestriels publiés (comptes annuels seulement au marché libre). Enfin, les actionnaires sont protégés en cas de changement de contrôle : une OPA est obligatoire dès qu'un nouvel actionnaire dépasse 50 % du capital ou des droits de vote, les franchissements des seuils de 50 % et de 95 % devant être dévoilés.

C Les valeurs étrangères

Dans Eurolist (SRD et hors SRD), comme dans le marché libre, on distingue les valeurs françaises et les étrangères. Ces dernières, dans la plupart des présentations de cote, sont réparties elles-mêmes entre les pays qui ont adopté l'Euro et le reste du monde.

D Les valeurs radiées et le compartiment spécial

Une cotation persiste pendant au moins six mois pour les valeurs radiées de la cote officielle. Ce compartiment fantôme des valeurs radiées s'enrichit périodiquement de nouveaux titres exclus de la cote officielle. Bien entendu, les cotations y sont épisodiques et il est difficile de trouver les cours les plus récents.

Il existe aussi un compartiment spécial créé en septembre 2003 pour le nouveau marché, il était destiné à la cotation des nombreuses sociétés de ce marché en règlement judiciaire. Avec la réforme de la cote de 2005, ce compartiment a été conservé et étendu à toutes les valeurs de l'Eurolist. Beaucoup d'entre elles sont d'ailleurs finalement radiées.

E Les marchés de dérivés : Euronext.liffe intègre Matif et Monep

Après une grave crise, Matif SA (Marché à terme international de France) n'existe plus et ses principaux contrats ont été intégrés, comme les options du MONEP (Marché des options négociables de Paris) sur la plateforme Euronext.liffe à Londres sur laquelle l'entreprise de marché française a centralisé tous ses marchés dits de dérivés (options et contrats à terme appelés aussi futures). À signaler que l'emprunt notionnel, ex-gloire du Matif, n'existe plus. Il reste des contrats sur les taux courts, les matières premières, les indices boursiers. On trouvera (chapitre 5 partie VIII) un exemple d'opération sur l'indice CAC 40. Les options sur actions françaises et sur l'indice CAC 40 et sur des indices européens sont toujours négociées.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) **Ne pas hésiter à s'adresser à l'AMF** si on s'estime victime de manquement de la part d'un intermédiaire sur le marché.
- 2) **Pour ce qui concerne les incidents liés au fonctionnement du marché**, on peut s'adresser d'abord à son intermédiaire, puis à Euronext si le premier ne vous donne pas satisfaction.
- 3) **Le marché auquel appartient la valeur à laquelle on s'intéresse est une indication précieuse.** L'éligibilité au SRD permet des opérations à terme et suppose l'existence d'un marché assez liquide. Pour tous les titres non éligibles au SRD, il est fortement conseillé de passer des ordres à cours limite.

L'ART DE PRENDRE POSITION EN BOURSE ET LE SRD

Ce qu'il faut savoir

- 1) Il existe un marché à terme appelé **Service à Règlement Différé (SRD)**.
- 2) **En SRD, il est possible d'acheter pour la liquidation qui a lieu la cinquième séance avant la fin du mois**, soit en ne réglant qu'en fin de mois et en prenant possession des titres, soit en soldant son gain ou sa perte en liquidation, soit en prolongeant son opération pour un nouveau mois.
- 3) **Il est également possible de vendre en SRD à découvert**, c'est-à-dire de céder des titres que l'on ne possède pas. On réalisera un gain si le titre vendu a baissé ou une perte s'il a progressé.
- 4) **Le marché à terme offre un effet de levier**. On peut prendre position avec une mise représentant 25 % du montant de la transaction. Si l'opération à terme permet de gagner par exemple 25 % également, la mise est doublée.

Les marchés à terme en question

Les matières premières sont à l'origine des marchés à terme : permettre à un producteur de s'assurer à l'avance de son prix de vente et à un acheteur de stabiliser son coût d'approvisionnement. Ainsi, fournisseurs et utilisateurs « se couvrent » contre les aléas des variations de cours.

Ces techniques ont été étendues à la fin du XIX^e siècle aux valeurs mobilières. On a la faculté en quelque sorte de « cristalliser » un cours. Un actionnaire profitera d'un niveau qui lui paraît élevé pour vendre des titres dont il ne désire pas se défaire immédiatement, un acheteur s'assurera d'un prix intéressant pour les actions qu'il ne pourra payer que plus tard.

Toutefois, ces marchés ne fonctionnent que par l'intervention de contreparties, assurées par des opérateurs que l'on qualifie volontiers de spéculateurs. Ils prévoient une hausse ou une baisse et cherchent à en tirer profit. C'est ainsi que François Michelin distinguait deux actionnariats : celui fidèle sans lequel une entreprise n'aurait pas les moyens de travailler et celui plus versatile qui crée la liquidité des marchés et permet au premier d'acheter et de vendre dans de bonnes conditions.

Interdiction des ventes à découvert pour les valeurs financières

L'utilité des marchés à terme n'a donc jamais été vraiment remise en cause. Pourtant, en septembre 2008, en pleine crise financière, les ventes à découvert sur les seules valeurs financières ont été interdites en France, mais aussi dans d'autres pays (Allemagne, Grande Bretagne.) et cette mesure était toujours en vigueur à l'automne 2009. Cette décision dictée par la peur qui entourait les banques à l'époque et par une certaine démagogie n'est guère logique, car elle ampute la contrepartie des acheteurs à terme. On veut interdire les excès à la baisse, mais on laisse faire les folies à la hausse qui engendrent les krachs. Or les marchés à terme sont encadrés et une simple augmentation des taux de couverture donne les moyens aux autorités de les calmer.

Il y a deux manières d'opérer en Bourse : mettre des titres en portefeuille, avec l'intention de les conserver un certain temps, ou essayer de réaliser des « différences » dans des délais plus rapides en mettant à profit les mécanismes du marché à terme, représenté maintenant à Paris par le service à règlement différé (SRD), ou ceux du marché à terme conditionnel constitué par les options, voire en utilisant des warrants ou des bons de souscription. Cette seconde stratégie est plus spéculative. Mais, elle offre une multiplicité de combinaisons : **report, vente à découvert...**, qui, pour l'opérateur habile, multiplient les occasions de gagner de l'argent, notamment en jouant sur l'effet de levier, ou permettent de limiter les risques.

I PRINCIPES DU SRD

A Organisation

Après la suppression du règlement mensuel (RM) en septembre 2000, Euronext a mis sur pied le service à règlement différé (SRD) pour le remplacer.

Comme pour le RM, c'est Euronext qui assure l'organisation du SRD et qui, pour faciliter un fonctionnement plus harmonieux, a créé un marché du prêt-emprunt de titres quotidien et mensuel pour permettre de reporter (on dit prôger) les positions.

Le service à règlement différé est réservé à des valeurs de premier plan qui donnent lieu à des transactions actives. Actuellement, environ 130 actions françaises y sont éligibles et 9 valeurs étrangères dont 2 de la zone euro ainsi que

la plupart des trackers (voir p. 135). L'éligibilité au SRD exige des conditions de capitalisation boursière et de transactions minimums. Si elles ne sont plus remplies, la valeur peut être éliminée. Les « sorties » et entrées ont lieu chaque année.

B Fonctionnement

Le jour où vous achetez (ou vendez) à terme, vous prenez l'engagement d'acquiescer les titres et de les payer (ou au contraire de les céder), mais le dénouement de ces ordres de Bourse est différé jusqu'à une échéance appelée la liquidation. C'est pourquoi on parle de terme ferme par opposition au terme conditionnel (où l'on peut se dédire de son engagement), représenté par les options.

II SAVOIR ACHETER À TERME

A La liquidation

La liquidation est la séance de Bourse au cours de laquelle les opérations à terme sont dénouées. Il y a une liquidation chaque mois. Elle a lieu toujours à la cinquième séance avant la fin du mois.

B Que se passe-t-il ce jour-là ?

Pour le comprendre, il faut raisonner sur un exemple : A la séance du 28 juin, j'achète dix actions de la société imaginaire Valjean à 340,50 €. Le jour de la liquidation (25 juillet), j'ai le choix entre trois possibilités :

✓ **Prendre livraison**

Je peux **prendre livraison** des dix actions Valjean que j'ai achetées à terme. On dit que je lève mes titres. Je devrai donc régler à la liquidation la somme de $340,50 \text{ €} \times 10 = 3.405 \text{ €}$, plus les frais. Je mets donc ces actions Valjean en portefeuille. C'est la première manière d'opérer en Bourse que nous avons distinguée. Les deux autres possibilités se rattachent au second style de stratégie, plus spéculatif.

✓ Reporter

Je peux **prolonger mon engagement à terme** jusqu'à la prochaine liquidation, celle d'août. Je n'aurai pas à régler le prix de mes actions Valjean. Mais je devrai payer un intérêt appelé report pour avoir le droit de reporter ainsi mon achat d'un mois.

Je choisirai cette solution, en général, dans le cas où le comportement de l'action Valjean n'aura pas répondu à mon attente. J'escomptais une hausse qui ne s'est pas produite, mais mon analyse est inchangée et je pense que le titre va monter ou bien je prévois que sa progression va se poursuivre et s'amplifier.

Dans l'hypothèse où je reporte (ou proroge) ma position, le cours atteint par Valjean en liquidation a tout de même une importante conséquence. La différence entre ce cours et mon prix d'achat est imputée en fin de mois dans mon compte de liquidation.

Si l'action Valjean a grimpé à 360,50 €, je percevrai $360,50 \text{ €} - 340,50 \text{ €} = 20 \text{ €} \times 10$, soit 200 €, moins les frais entraînés par mon report. J'aurai un compte créditeur.

Si l'action Valjean baisse à 320,50, je devrais payer $340,50 - 320,50 = 20 \text{ €} \times 10$, soit 200 €. J'aurai un compte débiteur.

✓ Prendre son bénéfice ou sa perte

Je peux **prendre mon bénéfice**, si l'action Valjean a gagné du terrain comme je le prévoyais. Si le 25 juillet elle cote 358,50, je vais encaisser la différence positive: $358,50 - 340,50 = 18 \text{ €}$. J'aurai gagné $18 \text{ €} \times 10 = 180 \text{ €}$, moins les frais.

Pour réaliser ce gain, il me suffit simplement de revendre le jour de la liquidation les dix actions que j'avais achetées à terme le 28 juin. Je serai crédité de la différence sans avoir jamais été effectivement propriétaire de dix actions Valjean. C'est un exemple parfait d'une opération spéculative à la hausse heureusement dénouée. Il est d'ailleurs possible de revendre dans le courant du mois boursier et d'assurer ainsi sa plus-value.

En cas de baisse du titre, je peux aussi décider de renoncer à poursuivre l'opération que j'estime avoir été une erreur et accepter ma perte. Je vendrai par exemple à 320,50 mes actions Valjean achetées 340,50, supportant une perte de 20 euros par titre plus les frais.

III LA VENTE À DÉCOUVERT

C'est l'inverse de l'achat à terme spéculatif. Mais l'opération est plus risquée puisque je m'engage à livrer, lors de la liquidation, des titres que je ne possède pas.

Le 28 juin, je vends à terme dix actions Valjean à 340,50, car je pense que le titre a des chances de baisser fortement d'ici à la liquidation.

A Rachat

✓ Gain

Le jour de la liquidation, mes vœux seraient comblés si Valjean fléchissait par exemple à 310,50. Il me suffirait alors d'opérer comme dans la troisième hypothèse de l'achat à terme, mais à l'envers.

Je rachèterais les 10 Valjean que j'ai vendues sans les posséder et je pourrais encaisser la différence entre ma vente à terme et mon achat en liquidation, soit, dans notre exemple, $340,50 \text{ €} - 310,50 \text{ €} = 30 \text{ €}$ par titre, ce qui me donnera un gain total de 300 € (toujours moins les frais).

Là encore nous avons l'illustration des possibilités de spéculation offertes par le marché à terme, sur lequel j'ai pu gagner de l'argent sur la vente de titres que je n'ai jamais eus réellement en ma possession.

✓ Perte

Que se passera-t-il si je me suis trompé et que l'action Valjean monte fortement à 390,50 par exemple ?

Je devrai racheter les titres en hausse alors que je les ai vendus. Je subirai ainsi une perte de $390,50 - 340,50 = 50 \text{ €}$, soit 500 € pour mes 10 titres, auxquels s'ajoutent les frais.

B Report

Je peux aussi, si je continue à tabler sur une baisse, miser sur un retournement prochain de la situation. Dans ce cas, je pourrais faire reporter le dénouement de ma vente à la liquidation prochaine, de la même manière que dans la deuxième hypothèse de l'achat à terme ; on parle alors de déport. Un intérêt peut être à verser pour cette opération.

Comme, en cas d'achat à terme, il y aura, dans l'hypothèse d'un report de vente à terme, l'encaissement d'un compte créditeur ou le versement d'un solde débiteur selon que l'opération sera gagnante ou perdante à la liquidation.

C Dangers de la vente à découvert : le « corner »

Alors que, dans la pire hypothèse (celle où le titre acquis tomberait à zéro), le risque d'un achat à terme est limité au montant de l'opération, dans la vente à découvert, la perte peut être presque infinie. Si le cours de l'action vendue est multiplié par dix, il faut racheter les titres que l'on ne possède pas à dix fois le prix auquel on est censé les avoir cédés.

Il y a, dans l'histoire de la Bourse, des exemples de ce genre de situation. En général, un fort courant de ventes à découvert se crée sur une valeur que beaucoup d'intervenants jugent surévaluée. Or, pour une raison ou une autre (par exemple, l'action est ramassée dans la perspective d'une prise de contrôle que son initiateur est prêt à réaliser à un prix très élevé), les cours montent et les titres disponibles se raréfient sur le marché. Le jour de la liquidation, les vendeurs ne peuvent plus trouver d'actions à livrer sinon à des cours extravagants : on dit que les spéculateurs à découvert « courent après le papier ». S'ils veulent proroger leur position, on leur fera payer le prêt de titres à des conditions léonines.

La situation dans laquelle le nombre de titres vendus à découvert est supérieur à celui disponible sur le marché est appelé « corner ».

Exemple de Volkswagen

Le plus bel exemple de « corner » est celui qui s'est produit sur Volkswagen, devenue en 2008, l'espace de quelques jours, la première société au monde par la capitalisation boursière. Les achats d'actions par Porsche (pour prendre le contrôle de l'affaire) avaient entraîné un cours jugé très élevé et suscité des vendeurs à découvert. Mais la valeur n'a pas fléchi et les spéculateurs à la baisse n'ont plus trouvé de « papier » sinon à des prix astronomiques, d'où l'envolée du titre.

IV EFFET DE LEVIER ET COUVERTURE

A Prendre position avec une mise limitée

Le grand attrait du marché à terme est de permettre d'**opérer sur des montants très supérieurs aux capitaux dont on dispose**. Par conséquent, en cas de succès, on peut dégager des bénéfices sans commune mesure avec les gains réalisables au comptant. Cette possibilité qu'offre le marché à terme de « rapporter gros » par rapport à la mise est appelée l'**effet de levier**.

N'oublions pas, tout de même, que « l'effet de levier » joue dans les deux sens. Un engagement malheureux à terme peut, pour la même mise, faire perdre beaucoup plus que s'il avait été effectué au comptant.

Avec un capital de 10 000 €, je peux par exemple me porter sur un titre pour une somme de 40 000 €. Si ce titre monte de 25 %, j'aurai gagné 10 000 €. Ma mise aura été doublée pour une hausse d'un quart seulement.

Cet effet de levier joue aussi en sens inverse. Dans l'exemple de perte présenté plus haut (III – A, page 56), si j'avais pris position avec une couverture de 25 %, soit un effet de levier théorique de 4, celui-ci jouerait dans le mauvais sens. Face à 3 405 euros pour mes dix actions, j'aurais engagé seulement 851,25, mais j'aurais perdu 500 euros (plus les frais), soit 58 % de la somme mise pour une baisse de l'action de moins de 13 %.

B Dépôt d'une garantie

Ce mécanisme multiplicateur du levier pourrait se révéler dangereux. À la limite, des opérateurs qui s'engageraient à terme à la légère se révéleraient incapables de faire face à leurs engagements. C'est pourquoi la réglementation du marché exige que toute opération à terme soit garantie par le dépôt préalable d'une couverture. Cette couverture peut être constituée par une somme en espèces, des bons du trésor, des obligations, de l'or ou des actions. Voici quels sont actuellement les taux de couverture le plus fréquemment imposés.

Les différents taux de couverture

Moyens	En pourcentage de la position à terme
Couverture en espèces ou bons du Trésor	20 %
Couverture en obligations françaises et or	25 %
Couverture en actions	40 %

Tous les titres qui constituent les couvertures sont évalués uniformément à 100 % de leur valeur boursière. Au cas où cette valeur fléchirait, votre intermédiaire vous demandera d'ajuster votre couverture ou de réduire votre position.

Les taux de couverture autorisés permettent donc de jouer à terme en moyenne pour quatre fois sa mise (effet de levier de 4) sur le marché à terme, comme dans notre exemple précédent.

V LA LIQUIDATION ET LES REPORTS

A Cours de compensation ou de référence

Pour faciliter les opérations de liquidation et de report, Euronext fixe chaque mois un cours conventionnel, dit **cours de compensation ou de référence dans le nouveau vocabulaire du SRD**.

Ce cours est très voisin du cours d'ouverture coté le jour de la liquidation, car il est calculé sur la moyenne des cours inscrits pendant la première heure de cotation. C'est lui qui sert de base au calcul de vos gains et de vos pertes en liquidation. Les reports à payer sont également établis en appliquant le taux fixé au cours de compensation.

B Mécanisme des reports

✓ *Respecter les engagements*

Comment s'effectuent les opérations de report (ou prorogation) en liquidation ? Si je me décide à faire reporter mon achat de 10 actions de la société imaginaire Valjean, l'intermédiaire, qui a avancé les fonds pour payer le vendeur qui était en face de moi et a reçu les 10 titres (qu'il a pu il est vrai prêter) est en droit d'exiger que je prenne livraison de ces actions ou que j'apure ma position à l'échéance de la liquidation.

De la même manière, si j'ai vendu à découvert, l'intermédiaire a dû se procurer ou emprunter des titres pour les céder à l'acheteur qui était en face.

✓ *Le marché du prêt-emprunt de titres*

Le report et le système du SRD ne sont donc possibles que par l'intervention d'un marché de prêt-emprunt de titres, organisé par Euronext. Chaque jour, les intermédiaires viennent emprunter les actions que leurs clients ont vendues afin

de pouvoir les livrer aux acheteurs ou viennent prêter les titres que leurs clients ont achetés sans en prendre livraison. Ces opérations donnent lieu au versement d'un intérêt, de même que le report (ou prorogation) en liquidation. Ce marché électronique est double : quotidien et mensuel pour les opérations de prorogation.

✓ *Prorogation*

Si on proroge une position à la liquidation, l'acheteur est censé racheter les titres reportés au cours de compensation et le vendeur les revendre à ce même prix. Les opérations du mois ayant été soldées (voir plus bas : VI les comptes de liquidation), l'achat ou la vente repart sur la base nouvelle du cours de compensation pour un mois supplémentaire.

À qui appartient le coupon ?

Que se passe-t-il quand vous vendez ou achetez à terme des valeurs sur lesquelles un coupon est détaché avant la liquidation ? Dans le cas d'un dividende, vous serez crédité si vous êtes acheteur (le coupon s'ajoutera au titre dont vous prendrez livraison qui, toutes choses égales d'ailleurs, aura vu sa valeur diminuer du montant du dividende) et débité si vous êtes vendeur (ayant encaissé le dividende, vous devez dédommager votre contrepartie qui reçoit un titre désormais dépourvu du coupon). Autrement dit, vous devrez le jour de la liquidation faire abstraction du montant du coupon pour déterminer si vous êtes gagnant ou perdant, ce qui est logique. Il en est de même pour les coupons de droit d'attribution ou de souscription, encore que, de plus en plus souvent, Euronext prévoit la livraison pure et simple des droits en liquidation (au lieu de créditer simplement les acheteurs), ce qui rend plus délicate la position des vendeurs à découvert.

VI LES COMPTES DE LIQUIDATION

À chaque liquidation, votre intermédiaire établira votre compte ; il sera créateur si vos opérations ont été heureuses, ou débiteur si elles ont été perdantes.

A Soldes débiteurs

Attention aux soldes débiteurs si vous faites reporter votre position ! L'intermédiaire vous débitera en effet de la différence entre le cours d'achat de vos titres et leur cours de compensation si celui-ci est inférieur. Vous devrez payer cet écart plus les frais, même si la valeur sur laquelle vous avez misé se reprend brillamment à la liquidation suivante. Pour une vente, le mécanisme

est identique, mais votre solde sera débiteur si le cours de compensation est supérieur à votre cours de vente.

B Soldes créditeurs

Si, au contraire, vos opérations ont été heureuses, vous bénéficierez dans votre compte de liquidation d'un crédit égal à la différence entre votre cours d'achat et le cours de référence (compensation), si ce dernier est supérieur. Si vous êtes vendeur, le solde sera créditeur si le cours de référence est inférieur au prix de vente.

VII COÛT DU SRD : FIN DU CRÉDIT GRATUIT

Contrairement au règlement mensuel, qui permettait d'acheter ou de vendre à terme avec un crédit gratuit jusqu'à la fin du mois, il faut payer un intérêt pour acheter, voire pour vendre en SRD. C'est la commission de règlement différé (CRD) dont le taux et le mode de calcul varient avec les intermédiaires qui sont libres d'offrir ou non le service et de le facturer à leur guise. En effet, l'intermédiaire avance l'argent dans le cas d'un achat, pour désintéresser le vendeur qui est en face, et emprunte des titres dans le cas d'une vente à découvert pour livrer l'acheteur qui est en face.

Il existe aussi, comme aux États-Unis, des « comptes sur marges » : c'est alors l'intermédiaire qui fait directement crédit à son client.

VIII LES MARCHÉS DES CONTRATS À TERME

En dehors du SRD, il est possible d'accomplir des opérations à terme sur le marché dit parfois des « futures » et à travers les options (c'est le terme conditionnel) ou les warrants qui permettent les mêmes stratégies.

Les anciens marchés du Matif et du Monep ont été intégrés dans la plateforme des dérivés Euronext.liffe.

A Le contrat sur l'indice CAC 40

Ce contrat célèbre permet de jouer sur l'évolution de la Bourse en général et non pas sur une ou quelques valeurs en particulier. Par son intermédiaire, on prend position sur l'indice CAC 40 à la hausse ou à la baisse.

B Exemple d'opération sur le contrat CAC 40

✓ *Position de l'acheteur*

Un investisseur achète le 7 août un contrat d'échéance septembre à un cours de 3 505, correspondant sensiblement au niveau de l'indice ce jour-là en Bourse.

La valeur du contrat est de $3\,505 \times 10 \text{ euros} = 35\,050 \text{ euros}$, mais l'investisseur ne verse que le dépôt soit 3 500 euros (le montant de cette couverture peut être différent, car il varie assez fréquemment).

Si dans les jours suivants se produit une hausse de l'indice CAC 40, par exemple, le 22 août, à 4 100, la valeur du contrat sera de $4\,100 \times 10 = 41\,000 \text{ euros}$.

Notre investisseur, satisfait de cette évolution, vend son contrat, récupère son dépôt et réalise un profit de 5 950 euros ($41\,000 - 35\,050$) pour une mise initiale de 3 500 euros.

✓ *Position du vendeur*

Mais, nous n'avons décrit là que le bon côté des choses. Comme dans toute transaction boursière, se trouve, en face de l'acheteur, un vendeur (ou plusieurs vendeurs successifs), qui a, lui, réalisé une très mauvaise opération en perdant 5 950 euros. En outre il a dû régulièrement verser des appels de marge.

Supposons que le lendemain de sa vente, le 8 août, l'indice échéance septembre ait coté 3 600, le vendeur aurait alors dû verser sur son compte 95 (correspondant à la différence entre les deux cotations de l'indice) $\times 10 \text{ euros} = 950 \text{ euros}$.

Bien entendu, si le CAC 40 fléchit, le vendeur de contrat, qui joue à la baisse, est gagnant.

✓ *Dénouement*

Nous avons exposé ici l'hypothèse où les investisseurs « débouclent » leur position avant l'échéance : l'acheteur revend son contrat, le vendeur en achète

un. Mais, il est également possible (dans la pratique, cela arrive dans moins d'un cas sur 200) de conserver son contrat jusqu'à l'échéance : il y a dans ce cas règlement des gains ou des pertes en espèces et jamais de livraison de titres comme pour d'autres contrats.

✓ *Les appels de marge*

Euronext.liffe garantit la bonne fin des opérations. Pour cela, chaque soir, elle demande aux intervenants d'ajuster leurs positions afin de compenser leurs pertes (en fait il s'agit de moins-values potentielles) de la journée tout en maintenant leur dépôt au même niveau. Ces ajustements de positions se nomment les « **appels de marges** ». Parallèlement, les opérateurs en situation de gains potentiels voient créditer leur compte auprès de la chambre de compensation.



Les tactiques d'Investir

- 1) Quand on est persuadé de l'éventualité d'un mouvement vif sur une valeur, **ne pas hésiter à avoir recours au SRD** qui permet de réaliser des bénéfices très supérieurs à ceux d'un achat au comptant. Compte tenu des coûts du SRD, évitez les spéculations pour lesquelles vous n'avez pas une forte conviction.
- 2) Ne jamais oublier que **l'effet de levier**, grande séduction des opérations à terme, **joue dans les deux sens** et provoque de lourdes pertes si les cours n'évoluent pas dans le sens souhaité.
- 3) **Ne jamais s'engager à terme au maximum des possibilités offertes par la couverture**. On risque de manquer de munitions pour s'assurer une liberté de manœuvre précieuse pour se dégager au mieux (par exemple en payant ses titres pour les mettre en portefeuille), quand une opération tourne mal.
- 4) **Les reports sont parfois intéressants pour prolonger une opération**, mais finissent par coûter cher. Trop d'actionnaires sont tentés de prolonger ainsi au-delà du raisonnable une opération qui tourne mal. Sachez vous discipliner en ne reportant, sauf spéculation particulièrement bien engagée, qu'une ou deux fois.

Deuxième partie

LES GRANDES CATÉGORIES DE VALEURS

Chapitre 6

LES ACTIONS OU LE CAPITAL-RISQUE

Ce qu'il faut savoir

1) Une action représente une part de la propriété d'une entreprise. Elle donne une série de droits : être informé, exercer un pouvoir de contrôle des dirigeants notamment lors des assemblées générales, percevoir une part des bénéfices et, en cas de dissolution, une part des actifs.

2) L'action, valeur à revenu variable, est un placement à risque. Son cours traduit les difficultés ou la prospérité d'une entreprise. Si la société décline, perd de l'argent et, à l'extrême, fait faillite, l'action ne vaudra plus grand-chose. Si, au contraire, des profits sont réalisés et si la valeur des actifs s'accroît, l'actionnaire s'enrichit et les cours de bourse refléteront cela tôt ou tard.

3) Les actions peuvent être détenues sous forme nominative ou au porteur. Mais les titres papier ont été supprimés et les actions sont aujourd'hui de simples écritures informatiques qui circulent et sont inscrites dans des comptes.

I LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS

Qu'est-ce qu'une société par actions ?

C'est une affaire dont la propriété, avec tous les droits qui y sont attachés, est divisée en un certain nombre de parts d'égale valeur. Ces parts, ce sont les actions.

Une action, c'est donc tout simplement un titre de propriété représentant une part du capital d'une société.

L'ensemble des actions d'une société forme son capital ou fonds social. Par exemple, le capital de la société imaginaire Velmouse s'élève à 401 464 790 € divisé en 40 146 479 actions de 10 €. On dira que le nominal de l'action (ou le pair) est de 10 €. Aujourd'hui, certaines sociétés ont, comme dans de nombreux pays étrangers, des actions sans valeur nominale.

Si on multiplie le cours par le nombre d'actions existantes, on obtient la **capitalisation boursière**. Celle-ci donne une évaluation de la société cotée en Bourse. Exemple : avec un cours d'un peu plus de 160 €, Velmouse est estimé à quelque 6,4 milliards d'euros.

II UN PLACEMENT À RISQUE

A Droit de propriété

Propriétaires d'une entreprise, les actionnaires ont le droit de contrôler la société et d'exercer le pouvoir dans les assemblées grâce au vote que confèrent les actions, d'encaisser des dividendes (notion de jouissance des titres), de recevoir leur part des actifs en cas de dissolution de la société et d'être informés.

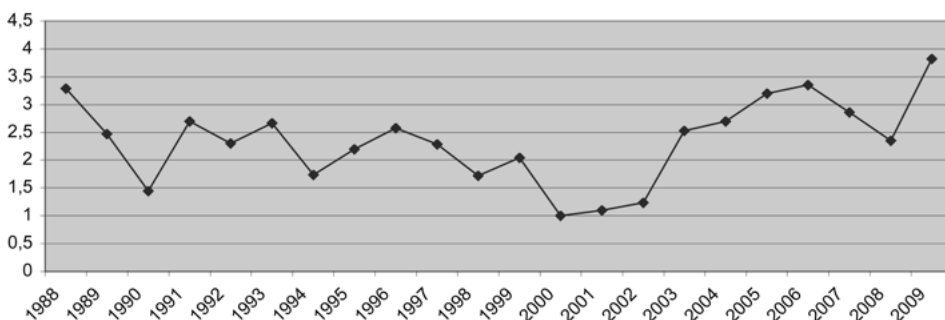
Toutefois les actionnaires prennent des risques. C'est ce qui les distingue des porteurs d'obligations, qui figurent parmi les créanciers des entreprises.

B Droit aux bénéfices

Si la société décline, perd de l'argent et, à l'extrême, fait faillite, l'action risque de ne plus valoir grand-chose. Si, au contraire, comme c'est le plus souvent le cas, des profits sont réalisés, des dividendes distribués, et si la valeur des actifs s'accroît, l'actionnaire s'enrichit et les cours de bourse traduiront plus ou moins rapidement cette évolution favorable.

Le cours d'une action reflète ainsi les difficultés ou la prospérité d'une entreprise. Les actions peuvent se négocier en Bourse au-dessus ou au-dessous du pair. Tout dépendra de la prospérité de l'affaire et du prix auquel les acquéreurs acceptent de payer les actions.

Rendement annuel des actions de l'indice CAC 40 (en %)



Le rendement de l'ensemble des actions françaises, qu'Euronext ne calcule plus, doit être supérieur à celui des seuls titres du CAC 40 qui donnent une vue un peu réductrice de la bourse.

Même si la faillite ou les difficultés prolongées d'une entreprise sont relativement rares, cet aspect capital-risque ne doit jamais être perdu de vue. Le risque est en quelque sorte le prix à payer pour le placement qui, sur la distance, s'est toujours révélé le meilleur. Si une action peut perdre toute valeur, il ne faut pas oublier que, le plus souvent, son cours peut être multiplié par deux, trois, voire par dix ou cent. Les exemples de telles performances sont nombreux dans l'histoire de la Bourse.

III AUTRES VALEURS À REVENU VARIABLE

Nous examinerons ici certains titres qui ne sont pas juridiquement des actions ordinaires, mais s'en rapprochent fortement par la plupart de leurs caractéristiques.

A Les actions à dividende prioritaire (ADP) sans droit de vote

Ces actions assurent à leur propriétaire une **rémunération supérieure à celle des actions ordinaires**. En contrepartie leurs porteurs renoncent à leur droit de

vote. Les ADP ont été en général émises par des sociétés familiales ou contrôlées par un groupe. Ces familles ou ces groupes désiraient recourir au marché financier sans risquer de diminuer leur contrôle de l'affaire.

Les actions à dividende prioritaire, à quelques rares exceptions près, ont rencontré peu de faveur en Bourse, car le marché attribue une grande valeur au droit de vote, élément capital pour le contrôle d'une société.

Toutefois, en cas d'opération, les ADP ont été rachetées, tout comme les actions ordinaires, mais à des prix en général inférieurs, ce qui a suscité de nombreuses contestations. Cas le plus célèbre: les porteurs d'ADP Legrand ont obtenu, de la part de Schneider qui lançait une Offre publique d'échange, un relèvement de la parité d'échange qui leur était proposée.

La plupart des ADP ont été échangées par les sociétés émettrices contre des actions ordinaires, souvent dans de bonnes conditions. Aujourd'hui, ces titres ont presque entièrement disparu.

B Les actions prioritaires et privilégiées

Très proches des actions à dividende prioritaire, **les actions prioritaires conservent le droit de vote, mais bénéficient d'un dividende plus élevé** et qui doit être payé, dès qu'il y a un bénéfice, avant toute distribution aux actions ordinaires.

Il ne faut pas confondre les actions de priorité avec les *actions privilégiées* qui existent à l'étranger et que certaines sociétés françaises y ont émises. Ces titres sont très proches en fait des obligations. Récemment, l'État a souscrit à des actions privilégiées dites de préférence au profit des banques afin de renforcer leurs capitaux face à la crise. Le fait que ces titres rapportent un intérêt et puissent faire l'objet d'un remboursement (un établissement a déjà procédé à cette opération), prouve qu'ils s'apparentent à des obligations.

C Les certificats d'investissement

✓ *Secteur public*

Il s'agit de **titres représentatifs d'actions qui restent détenues par un tiers qui est en général l'État ou un organisme public**. Des organismes coopératifs peuvent aussi en émettre: les certificats coopératifs d'investissement des Caisses du Crédit Agricole sont les plus connus. Ces certificats offrent toutes les caractéristiques de l'action à l'exception du droit de vote.

C'est à la suite des nationalisations décidées en 1981 que les certificats d'investissement ont pris leur forme actuelle.

À l'occasion d'opérations de privatisation, les certificats d'investissements de sociétés à capitaux publics ont été le plus souvent transformés en actions dans des conditions correctes (1 action pour 1 certificat).

✓ *Émissions de sociétés privées*

L'accueil initial réservé aux certificats d'investissement a conduit des entreprises privées à se glisser dans la foulée et à faire usage de cette formule pour se procurer des fonds sans réduire le contrôle de la société. Il y a alors démembrement de l'action entre le certificat et le droit de vote qui reste la propriété des anciens actionnaires.

✓ *Reconstitution d'une action*

Les certificats des sociétés privées tendent à disparaître par reconstitution de l'action. Les anciens actionnaires ont reçu, en effet, gratuitement les droits de vote correspondant aux certificats lors de l'émission de ces derniers. S'ils achètent un certificat, ils peuvent reconstituer ainsi une action à part entière. Pour faciliter l'opération, certaines sociétés ont autorisé la cotation des certificats de droit de vote. Mais seuls les possesseurs de certificats d'investissement ont le droit d'acquérir en Bourse ces droits de vote.

✓ *Les derniers certificats cotés*

À présent, les certificats se raréfient. On citera celui d'Areva, entreprise à capitaux publics, dont les actions ne sont pas cotées, celui de Robertet et les certificats des Caisses de Crédit Agricole au nombre de quinze.

D Les parts de fondateur

Les parts de fondateur et les parts bénéficiaires étaient assez répandues autrefois. Ce sont aujourd'hui des survivances, car la plupart ont été échangées contre des actions dans des conditions en général intéressantes. Il ne demeure plus que deux parts en Bourse : celle de la société Explosifs et Produits Chimiques et celle de FIEBM (Immobilière de l'Étang de Berre).

IV ACTIONS NOMINATIVES ET AU PORTEUR

Les actions, comme les obligations, peuvent être détenues sous deux formes : nominativement ou au porteur. Mais la dématérialisation des titres a enlevé une partie de sa portée à cette distinction.

A La dématérialisation des titres

Le 5 novembre 1984, date d'application de la réforme, les titres imprimés ont été supprimés au profit d'une inscription en comptes courants informatisés.

Il faut comprendre que la nature juridique des titres n'a pas changé. Ces titres sont restés, soit au porteur, soit nominatifs. C'est le dépôt des titres qui est obligatoire, avec l'inscription en compte, soit chez la société, soit auprès de l'intermédiaire financier (banque, établissement financier ou société de Bourse).

Il s'agit de simplifier uniquement la circulation des titres et aussi d'améliorer la condition des actionnaires (disparition des risques de vol, encaissement des coupons sans formalités...).

Il n'y a pas de fichier central des valeurs mobilières et l'anonymat des porteurs est garanti.

B Les actions nominatives

Leur possession suppose **l'inscription du nom de l'actionnaire sur les registres de la société**. C'est cette inscription qui constitue la preuve de la propriété du titre. L'actionnaire reçoit simplement un certificat nominatif.

Cette procédure exigeait des formalités de « transfert » qui alourdissaient les négociations que la Sicovam, devenue Euroclear, dans le cadre de la dématérialisation des titres, a simplifié par la création de « bordereaux de référence nominatifs » informatisés qui permettent de mettre à jour rapidement le fichier des actionnaires chez les sociétés ou chez l'intermédiaire financier auquel elles ont confié cette tâche (nominatif délégué). L'action nominative permet aux sociétés de connaître leurs actionnaires et de communiquer aisément avec eux (ainsi, des sociétés paient par chèque les dividendes et envoient directement les rapports annuels).

Pour mieux contrôler leur capital, certaines affaires (par exemple Michelin) exigent que toutes leurs actions soient nominatives. Quelques sociétés, la plupart non cotées sur un marché réglementé, imposent même une clause d'agrément du conseil. Ce dernier peut refuser un actionnaire qu'il juge indésirable.

C Les actions au porteur

Ce sont les plus répandues en France. La simple inscription en compte constitue la preuve de la propriété.

Les sociétés peuvent cependant connaître leur actionnariat grâce au **titre identifiable au porteur** : Euroclear, procède à une enquête pour faire connaître par exemple à la société l'identité des actionnaires possédant plus de 100 titres. Mais cette procédure est relativement coûteuse.



Les tactiques d'Investir

1) Ne pas hésiter à mettre ses titres au nominatif, si vous êtes décidés à les conserver longtemps. Cela procure souvent des avantages : absence de frais de garde, réception de lettres d'information, droit de vote double, parfois dividende majoré.

2) Bien réfléchir avant d'acheter des valeurs à revenu variable particulières (ADP, certificats, parts). Il s'agit souvent de jouer une conversion en actions ordinaires qui peut se faire à des conditions intéressantes, mais de longues années peuvent s'écouler avant que cette opération n'intervienne. Il s'agit souvent d'un placement à long terme.

LES OBLIGATIONS OU LA RECHERCHE DU RENDEMENT

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Une obligation est un titre de créance** qui représente une part d'un emprunt émis par l'État, une collectivité ou une société privée.
- 2) Valeur à revenu fixe, **une obligation donne l'assurance à son porteur de percevoir un intérêt régulier** et d'être remboursé à l'échéance, sauf faillite de l'émetteur.
- 3) Si le **prix de remboursement final d'une obligation est garanti**, son cours, qui évolue en sens inverse des taux d'intérêt, peut connaître des variations d'assez forte amplitude pendant la durée de vie de l'emprunt.
- 4) **La cotation des obligations n'est pas libellée en euro mais en pourcentage du nominal et au pied du coupon** (abstraction faite de l'intérêt). Ainsi, seul le capital est pris en compte, ce qui permet une comparaison aisée entre la valeur en Bourse des différents titres. Mais, quand on vend ou on achète, il faut ajouter l'intérêt (ou coupon couru) au cours, qui ne concerne que le capital, et faire une règle de trois pour, en fonction du nominal, déterminer le prix de l'obligation.
- 5) **Il existe des obligations de type particulier** : à taux variable, destinées à protéger des hausses du loyer de l'argent, indexées pour préserver de la dépréciation de la monnaie, et des emprunts perpétuels, comme les titres participatifs qui bénéficient d'une indexation, ou les obligations subordonnées.

Contrairement à l'action, l'obligation n'est pas un titre de propriété, mais une créance. Elle représente, en effet, une part d'un emprunt émis par l'État, un organisme public ou semi-public ou une société.

I UNE PART D'UN EMPRUNT

De même que le capital d'une société est réparti en un certain nombre d'actions d'une valeur nominale donnée, les emprunts lancés dans le public sont divisés en obligations.

Par exemple, l'emprunt juin 2000-2013 du Crédit Agricole (n° de code FR0000 187601), au taux de 5,2 % d'un montant de 175 millions d'euros est divisé en 175 millions d'obligations (on dit aussi coupures) de 1 € de nominal.

Depuis l'entrée en vigueur de l'euro, une grande diversité de nominal existe entre les obligations. Certains émetteurs ont adopté des montants en euros qui atteignent parfois 50 000 mais sont le plus souvent de 1 000, 500 ou 762,25 pour des émissions anciennes (équivalent de 5 000 francs), d'autres se sont ralliés à la formule adoptée par le Trésor français d'un nominal de 1 euro.

Toutes les obligations sont assorties d'un taux d'intérêt et de conditions d'émission et de remboursement. **Les obligations sont des valeurs à revenu fixe**, terme utilisé comme synonyme d'obligation.

Avec l'émission d'emprunts à taux variable (dont le revenu est indexé sur le taux du marché et change chaque année), cette appellation de valeur à revenu fixe peut paraître moins pertinente. En réalité, elle reste valable. Même si le montant de l'intérêt dépend de l'évolution d'un index (en général un taux), il est fixé d'une manière certaine en vertu d'un contrat d'émission dès que l'index est connu.

Au contraire, les valeurs à revenu variable (les actions principalement) rapportent un dividende qui, même quand le chiffre des bénéfices est parfaitement connu, ne peut pas en être déduit. Son montant dépend en grande partie de la politique de distribution choisie par la société.

II PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES OBLIGATIONS

A Taux d'intérêt

Pour chaque emprunt, on distingue deux sortes de taux d'intérêt, qui ne coïncident pas nécessairement :

✓ *Le taux facial (ou affiché)*

Il indique à quel pourcentage du nominal s'élève le coupon versé chaque année. Par exemple, une obligation 5 % de 1 000 € de nominal rapportera un coupon annuel de 50 €. Ce taux facial et la date de l'emprunt servent à désigner les obligations. Toutefois, du fait que beaucoup d'emprunts donnent lieu désormais, durant leur existence, à l'émission de nouvelles tranches, on tend souvent à désigner les emprunts par leur année de remboursement plutôt que par celle de leur émission ou bien par les deux années à la fois.

Exemple : l'emprunt Crédit Agricole 5,2 % juin 2000-2013 ; l'obligation assimilable du Trésor 6,5 % avril 2011 ; l'emprunt Total octobre 2000-2010.

✓ Le taux (ou rendement) actuariel

C'est le taux de rendement réel qui diffère du taux facial en raison des conditions d'émission ou de remboursement. Si le remboursement doit s'effectuer au-dessus du prix d'émission ou du cours d'achat, le rendement actuariel s'en trouve accru et dépasse le taux affiché. Dans le cas contraire, il sera inférieur au taux facial.

B Conditions d'émission

L'emprunt peut être souscrit au-dessous du pair.

Exemple : un emprunt 6 % offre un rendement actuariel de 6,24 % en raison d'un prix d'émission inférieur à son nominal de 5 000 € : 4 918 €, soit 98,36 % de ce nominal. Comme l'obligation sera remboursée au pair (au nominal), la différence de 1,64 % ou 82 € par titre au profit du porteur vient grossir le rendement. Cette différence est appelée **prime d'émission**.

À l'émission, il y a aussi des **décalages de jouissance**. Le premier coupon peut être payé moins d'un an après la souscription (ce qui accroît le rendement actuariel) ou plus d'un an après (ce qui le réduit).

C Conditions de remboursement

Un emprunt peut être remboursé (on dit aussi amorti) en bloc à l'échéance – on parle alors de remboursement *in fine* – ou en plusieurs fois, un tirage au sort déterminant chaque année les numéros des titres amortis. Depuis la dématérialisation des titres, l'amortissement *in fine* est devenu la règle et le tirage au sort l'exception.

Le remboursement peut s'effectuer au pair ou au-dessus du pair. Dans ce dernier cas, la différence entre le nominal et le prix de remboursement est appelé **prime de remboursement**. Cette prime peut être constante ou croître au fur et à mesure du remboursement. Une forte prime de remboursement peut améliorer facilement d'un point le taux d'intérêt actuariel. Les primes de remboursement sont devenues peu fréquentes pour les obligations ordinaires et ne sont plus guère utilisées que pour les convertibles.

Le remboursement peut être effectué par anticipation si le contrat d'émission le prévoit.

Enfin, les émetteurs se réservent souvent le droit d'amortir une partie des obligations par rachat en Bourse. Ils procèdent de cette manière quand les cours tombent au-dessous des prix de remboursement prévus. Les porteurs remboursés au prix fort seront moins nombreux.

III EMPRUNTS D'ÉTAT ET DU SECTEUR PRIVÉ

On distingue, d'une part, les emprunts émis par l'État (les fonds d'État), une collectivité ou une entreprise publique ou semi-publique et, d'autre part, les emprunts émis par les sociétés privées. Autre distinction parmi les obligations du secteur public : les emprunts émis par la puissance publique (en France actuellement, les Obligation assimilables du Trésor OAT) d'un côté et ceux qui sont placés par les collectivités ou les entreprises nationales.

A Secteur public

La plupart des emprunts du secteur public ou semi-public bénéficiaient naguère de la garantie de l'État. Celle-ci est aujourd'hui de plus en plus rarement accordée. Ces emprunts restent néanmoins considérés comme de **première catégorie**, bien que cette dénomination n'ait plus de valeur officielle et tende à s'estomper.

La garantie de l'État supprime, en théorie, le risque que l'émetteur ne respecte pas ses engagements, puisque, quel que soit le signataire du contrat d'émission, l'État se substituerait à lui en cas de défaillance pour assurer intérêt et remboursement.

B Secteur privé

Les emprunts du secteur privé étaient appelés de **seconde catégorie**. Bien que faible et relativement rare, le risque de voir une société privée incapable de faire face à ses engagements ne peut être écarté. C'est pourquoi les porteurs d'obligations, autrement dit les prêteurs, demandent un intérêt traditionnellement plus élevé pour souscrire aux emprunts du secteur privé. L'écart de taux de rendement entre les obligations de première et de deuxième catégorie est variable. Il se situe en général entre 1 % et 0,5 %. Mais, avec la crise, ils se sont tendus depuis fin 2007, pour dépasser parfois 3 % en moyenne. Les rendements varient aussi à l'intérieur de la seconde catégorie selon la qualité de la signature.

L'écart de rendement se mesure par rapport à l'OAT (obligation assimilable du Trésor) de référence de même durée que l'emprunt considéré. On parle de « spread ». On dira que l'écart ou « spread » de telle émission est de 47 centimes si celle-ci offre du 6 % alors que l'OAT de référence rapporte 5,53 %.

C La signature et le « rating »

✓ *Les agences de notation établissent une véritable hiérarchie*

La tendance actuelle en France est, à l'image des pays anglo-saxons, de tenir de plus en plus compte de la **qualité de la signature**. Toute une hiérarchie allant de l'emprunt d'État à celui de la société privée la plus fragile tend à se substituer à la distinction entre première et seconde catégorie. Aux États-Unis, chaque emprunteur se voit ainsi accorder depuis longtemps par les institutions financières une note (le **rating**). Celle-ci traduit le degré de confiance qui peut être accordé à ses emprunts. Aujourd'hui, la plupart des émetteurs sont notés (voir chapitre IV, III, C).

✓ *À la base des « spreads »*

Cette notion de notation, à laquelle le marché des actions accorde lui-même de plus en plus d'attention, prend une importance grandissante. C'est elle qui commande les « spreads », les écarts de rendement qu'un émetteur doit offrir entre son emprunt et le fonds d'État de référence, en général une OAT. Pour certains emprunts récents, il est même prévu que, si la notation se détériore et que le « spread » s'élargit, le taux d'intérêt versé sera accru pour tenir compte de cette évolution et éviter de pénaliser le porteur qui a souscrit à l'émission.

IV LES OBLIGATIONS ASSIMILABLES DU TRÉSOR (OAT)

À présent, la formule d'emprunt d'État la plus usitée est celle de l'**obligation assimilable du Trésor**.

A Un système d'émission particulier

La particularité de ces fonds d'État réside dans le mécanisme de leur émission :

- chaque OAT, appelée souche, donne lieu périodiquement à une nouvelle tranche d'émission immédiatement assimilée à l'emprunt d'origine ;
- l'émission de ces nouvelles tranches est effectuée sous forme d'adjudication auprès des banques qui proposent chacune un prix de souscription. Celui qui est retenu pour l'adjudication (en fonction de la confrontation

des besoins du Trésor et des offres des banques) est presque toujours très voisin des cours de l'OAT en Bourse.

B Les obligations assimilables du Trésor pour les particuliers

La désaffection des investisseurs étrangers pour les obligations assimilables du Trésor (OAT) en 1994 a fait redécouvrir au ministère de l'Économie les vertus du placement de la dette d'État auprès des particuliers qui n'ont pas accès aux adjudications. Le ministre Edmond Alphandéry a lancé alors des OAT accessibles aux personnes privées. Chaque mois, à compter du 6 jusqu'au 24, les particuliers peuvent souscrire, aux guichets de leurs banques ou de leurs intermédiaires financiers, à des OAT d'une durée de dix ans ce qui conduit à créer une nouvelle obligation tous les six mois. Conséquence : les fidèles de cette « OAT du pauvre » ont plusieurs « lignes » en portefeuille. Bien entendu, le rendement réel de ce placement varie selon les conditions de marché.

Tout serait pour le mieux dans le meilleur des mondes pour ces OAT Alphandéry si, sous la pression des banques, il n'avait été décidé d'infliger aux malheureux souscripteur la charge d'une commission de 2 % qui ampute lourdement le rendement actuariel du titre. Jamais dans l'histoire financière, on avait osé faire supporter un tel coût aux souscripteurs.

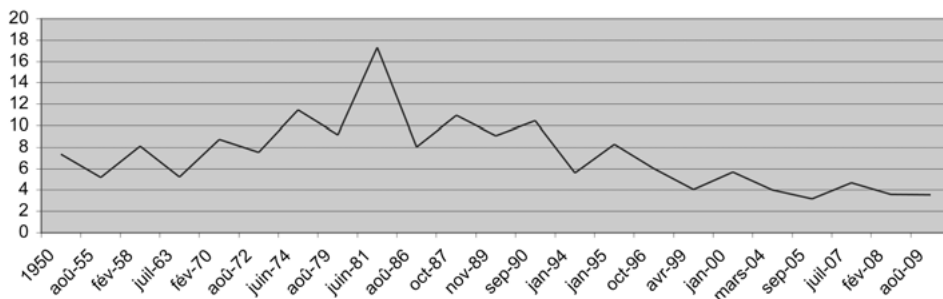
Heureusement, depuis le début de 2006, toutes les OAT sont cotées en continu et des établissements financiers se sont engagés à animer les transactions afin que les particuliers puissent acheter et vendre facilement. Les courtages sont les mêmes que pour les actions ce qui peut être cher quand les titres sont proches du remboursement. En effet, un courtage de 1 % est prohibitif pour une obligation rapportant 5 % avec une échéance à un an, puisque le rendement est réduit de 5 à 4 % environ ; il est en revanche presque indolore avec un titre d'une durée de vie de 10 ans (le rendement est réduit sensiblement de 0,1 % par an).

V COMMENT SONT COTÉES LES OBLIGATIONS

Pour acquérir des obligations, il est possible, soit de souscrire à l'émission, soit d'acheter les titres en Bourse.

Pour suivre les cotations en Bourse des titres, il faut savoir que, contrairement aux actions, **les obligations ne sont pas cotées en euros, mais en pourcentage et au pied du coupon.**

Rendement des obligations depuis 1950
Emprunts du secteur public puis OAT à 10 ans, en %



En soixante ans, les taux ont varié du simple au quintuple, ce qui a provoqué des écarts de cours de grande amplitude.

A En pourcentage

Tout se passe comme si le nominal de toutes les obligations était ramené à 100 €. C'est la cotation en pourcentage. Ainsi, une obligation de 1 000 € nominal cotera 99,6 % et non 996 €. Une obligation de 2 500 € cotera 99,7 % et non 2 492,50 €.

La comparaison entre les obligations est donc simplifiée.

B Au pied du coupon

Pour que cette comparaison soit pleinement valable, encore faut-il que les cours ne soient pas faussés par la partie de l'intérêt annuel écoulé, appelée le coupon couru.

Une obligation avec intérêt de 10 % coterait alors près de 10 % de plus que la valeur de son capital dès lors que, à la veille de l'échéance annuelle, son cours serait grossi de presque tout l'intérêt à recevoir. Inversement, un titre dont le coupon viendrait d'être détaché récemment vaudrait à peine plus que la valeur de son capital.

C'est pourquoi la cotation des obligations fait abstraction de l'intérêt couru. D'où le nom de cotation au pied du coupon ou de l'obligation « nue ». Seul le capital de l'obligation se trouve ainsi coté et il convient d'y ajouter la partie courue du coupon pour avoir le prix global du titre.

La cote des obligations indique, à côté du cours, la portion de coupon couru, ramenée elle aussi en pourcentage ou, parfois, le cours en euro déjà calculé est publié à sa place.

C Calcul du prix de l'obligation

Le système de cotation simplifie les comparaisons, mais exige un petit calcul de la part de celui qui veut savoir combien lui coûtera exactement l'achat d'une obligation ou lui rapportera sa vente. Il faut ajouter au cours (en %) la portion de coupon couru (toujours en %) et ramener le résultat au nominal de l'obligation.

Exemple : une obligation de 5 000 € de nominal cote 99,6 % avec 3,55 % de portion de coupon couru.

Il faudra déboursier : $99,6 \% + 3,55 \% = 103,15 \%$.

Une simple règle de trois suffit à ramener au nominal de 5 000 € :

$$\frac{103,15 \times 5\,000 \text{ €}}{100} = 5\,157,50 \text{ €}$$

La cotation en pourcent et au pied du coupon donne une véritable transparence au marché. Deux obligations de caractéristiques identiques doivent coter exactement le même cours.

D Catégories et contrats d'animation

Le mécanisme des cotations, pour le reste, est identique à celui appliqué aux actions. Il est effectué par le système de cotation par ordinateur CAC. Les obligations, comme les actions, sont réparties en catégories : « **Continu** » pour les marchés les plus larges, et « **Fixage** » pour ceux qui sont étroits.

L'existence de contrats d'animations (analogues à ceux qui ont été créés pour les actions) sur quelques grands emprunts assure normalement de pouvoir opérer sans entrave pour des quantités raisonnables de titres sur les obligations des Caisses d'Épargne, de nombreuses banques (Crédit Lyonnais, Crédit Coopératif, Banques Populaires, Crédit Agricole, Crédit du Nord...), de la Compagnie de Financement foncier, de Finansder... c'est devenu aussi le cas pour les OAT depuis début 2006, comme on l'a vu.

E Une évolution inquiétante

Il reste que le marché des obligations est de moins en moins accessible aux particuliers. Le nombre de valeurs à revenu fixe effectivement à leur disposition tend à se raréfier. L'essentiel des transactions s'effectue de gré à gré, entre grands investisseurs en dehors du marché d'Euronext sur des titres qui ne sont souvent même pas inscrits à la cote ou qui sont émis au Luxembourg. Toutefois, certains intermédiaires peuvent procurer des obligations négociées de gré à gré.

La plateforme de cotation Euro MTS monopolise par exemple à hauteur de 90 % environ les échanges effectués en Europe sur les fonds d'État. Elle a ses propres indices (auxquels Euronext est associé) des emprunts des Trésors publics.

Il y a une espèce de privatisation des marchés qui tend à exclure l'épargnant individuel et à le pousser vers les sicav. C'est dommage car les tactiques simples (voir plus loin les tactiques d'histoire 4^e) à appliquer sur les valeurs à revenu fixe – par exemple acheter un titre dont l'échéance coïncide avec un futur besoin d'argent – deviennent difficiles à mettre en œuvre. Heureusement, les besoins de financement actuels semblent conduire l'État et les entreprises à redécouvrir les particuliers. Témoins, le projet de grand emprunt national du gouvernement et l'émission d'obligations lancée par EDF en juin 2009, à destination du grand public. Cette dernière initiative devrait faire école.

F Cotations et loyer de l'argent

L'évolution générale des cours des obligations épouse fidèlement la courbe inverse du mouvement des taux d'intérêt à long terme. Toute hausse des taux entraîne une baisse des cours des obligations anciennes, afin que le rendement actuariel de ces dernières s'aligne sur le nouveau niveau du marché. À l'inverse, toute baisse des taux fait remonter les obligations anciennes en Bourse. Toutefois, ces mouvements mécaniques peuvent ne pas être valables pour les obligations proches de leur remboursement final.

VI LES OBLIGATIONS DE TYPE PARTICULIER

Le principal avantage offert par les obligations est la certitude d'un revenu régulier et élevé. Mais, les rendements des obligations sont souvent dévorés par l'inflation. En outre, même leur valeur nominale est parfois amputée par une baisse des cours, provoquée par une hausse des taux d'intérêt, qui entraîne en Bourse une dépréciation des obligations anciennes, qui rapportent moins.

C'est pourquoi un certain nombre de nouvelles formules d'emprunts visent à conserver la valeur du capital, voire à l'améliorer.

A Les obligations à taux d'intérêt indexé ou variable

Il ne s'agit pas de garantir le capital, mais de lui assurer une rémunération accrue en cas de hausse des taux d'intérêt sur le marché, ce qui évite une forte baisse des cours en Bourse. Ce sont les obligations baptisées à taux variable, flottant ou révisable. Il n'existe que des différences techniques mineures entre ces vocables.

Le montant des coupons futurs de ces obligations est lié à une référence. On distingue plusieurs indices de référence. Citons le taux du marché obligataire (TMO); le taux moyen du marché monétaire (TMM); le taux moyen des bons du trésor à treize semaines (TMB); l'Euribor; le TEC 10 (taux des emprunts d'État à dix ans); le taux moyen des fonds d'État (TME)...

✓ Coupon couru

La cotation des emprunts en pourcent et au pied du coupon, avec à côté l'indication du coupon couru, entraîne une conséquence pour les obligations à taux variable. Le marché intègre dans la partie capital du cours en pourcent les augmentations (ou les baisses) de coupon qu'il peut anticiper. En effet, la partie coupon couru exprimée en pourcent est calculée de manière intangible d'après le montant du coupon précédent.

B Les obligations avec des clauses de remboursement anticipé ou d'échange

Il existe de nombreuses variétés (dont les titres dits à fenêtres). Ces formules permettent, au cas où l'obligation cesse d'être attrayante, d'en demander, à certaines dates fixées au départ, le remboursement anticipé ou l'échange contre un titre plus rémunérateur ou au taux d'intérêt indexé.

Les obligations comportant une clause d'échange qui permet de passer du taux fixe au taux indexé ou du taux indexé au taux fixe ont connu un bon développement, avant de tomber un peu en désuétude. Elles sont baptisées parfois échangeables, ce qui est un terme inexact.

Certaines obligations sont remboursables de façon anticipée au gré de l'émetteur, ce qui est peu attrayant pour les porteurs, d'autres au gré de l'épargnant, d'autres enfin au gré de l'émetteur ou du porteur.

C Les obligations à coupon zéro ou final

✓ *Description*

Relativement rares en France, ces titres se caractérisent par un prix d'émission très en dessous de leur valeur nominale. La différence entre le premier et la seconde engendre le revenu du titre. Dans la formule du coupon final, le prix d'émission est au pair mais tous les coupons sont payés d'un coup au moment du remboursement qui s'effectue donc très au-dessus du nominal.

L'État est le principal émetteur des coupons zéro avec les OAT démembrées (on dit aussi déshabillées, traduction de l'anglais « strip »). L'obligation est divisée entre son principal et autant de lignes de cotation qu'il y a de coupons à percevoir. Exemple : une OAT démembrée à sept ans sera cotée en huit lignes, une pour le capital et sept pour les coupons. On obtient ainsi huit emprunts à coupon zéro. Récemment, des sociétés privées ont émis des obligations convertibles à taux zéro.

✓ *Avantages*

Les emprunts à taux zéro peuvent permettre de transformer des revenus en plus-values, à condition de vendre le titre en Bourse avant l'échéance, sinon l'imposition est celle des revenus. Celle-ci, il est vrai, peut s'effectuer pour les obligations, sous la forme d'un prélèvement libératoire de 30,1 % moins lourd que le taux de la dernière tranche de l'impôt sur le revenu.

D Les obligations à capital indexé sur les prix

Après avoir connu leur heure de gloire, les emprunts indexés ont été interdits en 1959. Toutefois, la loi du 2 juillet 1998 a autorisé l'État à lancer des emprunts indexés sur l'indice des prix à l'exemple de ce qui avait été fait par plusieurs pays étrangers dont les États-Unis. Il s'agit d'OAT baptisées OATi. Le taux d'intérêt facial s'applique chaque année à un capital réévalué en fonction de la hausse des prix, ce qui est le cas aussi pour le remboursement final à l'échéance.

E Les titres participatifs

Ils ont été voulus comme une nouvelle catégorie de valeurs mobilières intermédiaire entre l'action et l'obligation. Ils se rapprochent en fait un peu des anciennes obligations indexées. Leur émission est réservée aux entreprises publiques ou aux coopératives.

✓ *Non remboursables*

Comme les actions, les titres participatifs présentent le caractère de ne pas être en principe remboursables (ce qui permet aux entreprises émettrices de les considérer comme des fonds propres). Ce qui conduit à une renaissance inattendue de la rente qui avait fleuri au XIX^e siècle.

✓ *Un revenu assuré et indexé*

Comme les obligations, les titres participatifs bénéficient des conditions de rémunération prévues par le contrat d'émission, et se présentent donc comme des valeurs à revenu fixe. L'intérêt est constitué en général d'une partie à taux fixe ou à taux variable et d'une partie indexée sur le chiffre d'affaires ou les résultats financiers de l'entreprise émettrice. L'ensemble de ce coupon comporte en général un plancher et un plafond. À noter que certains titres participatifs, émis par des banques, ont la particularité de voir leur indexation repartir à zéro au bout de quelques années : on parle de titre « renouvelé ».

✓ *Exemple de titre participatif*

Le titre participatif Renault, émis en 1983, jouit d'un taux fixe de 6,75 %, auquel s'ajoutent 2,25 % minimum de rémunération indexée sur le chiffre d'affaires du constructeur automobile. En octobre 2009, le coupon total de ce titre a pu représenter ainsi 13,2 % de son nominal.

F Les titres subordonnés à durée indéterminée

Véritables rentes perpétuelles, ce sont des obligations à taux variable dont le remboursement n'est pas prévu, sauf dissolution de la société et encore, dans

cette hypothèse, leurs porteurs passent après tous les autres créanciers au désintéressement desquels leur propre remboursement est subordonné, d'où la dénomination de ces titres. Le paiement du coupon, dans certains cas, peut être lui-même subordonné à l'existence d'un bénéfice ou, pour les banques et les assurances, au maintien de certains ratios à un niveau déterminé.

Il n'y a pas pour ces valeurs à revenu fixe de supplément d'intérêt indexé sur l'activité ou les résultats de la société émettrice.

Ce sont essentiellement les banques qui ont recours à cette formule. Les titres, fréquemment, ne sont pas placés dans le public et sont donc d'un accès difficile.

Signalons qu'il existe des titres subordonnés remboursables : il s'agit d'obligations ordinaires plus risquées puisque leur remboursement est subordonné à celui des autres créanciers, tandis que, en général, leur coupon est subordonné à l'existence d'un bénéfice.

G Les obligations à bons de souscription

Ces titres n'ont pas d'existence boursière propre. Dès le lendemain de leur émission, ils sont scindés en, d'un côté, une obligation et, de l'autre, un bon de souscription (ou warrant) d'action ou d'obligation. Il y a cependant, depuis quelques années, un petit nombre d'exceptions à la scission immédiate de ces OBSA : le titre est coté ainsi de trois façons à la fois en tant qu'obligation à bon (bon compris) en tant qu'obligation simple et en tant que bon séparé.



Les tactiques d'Investir

1) Passer des ordres à cours limité. Les anomalies ne durent pas et il faut se hâter d'en profiter et surtout éviter d'en créer par des ordres de Bourse désordonnés. C'est pourquoi tout ordre d'achat ou de vente sur les obligations doit être passé à un cours limité

2) OAT ou titres du secteur privé ? Compte tenu du fait que les OAT rapportent moins que les obligations du secteur privé, on privilégiera ces dernières en choisissant cependant de grandes signatures : il y a peu de chances pour que Danone, Carrefour ou Lafarge fasse faillite.

3) Tirer parti des variations de cours. Contrairement à une idée reçue, les cours des obligations peuvent varier fortement. Il ne faut donc pas hésiter à prendre des bénéfices ou à acheter quand les taux sont très élevés.

4) En ce qui concerne le choix de la durée du placement, pour un particulier, il est conseillé de **conserver longtemps ses obligations**, si possible jusqu'au remboursement final. L'épargnant connaît dès le départ le rendement de son placement, intérêts et capital qu'il récupérera *in fine*. De même celui qui prévoit des besoins d'argent à un horizon précis peut choisir une obligation dont le remboursement intervient précisément à cette échéance.

5) Dans les périodes où les risques de hausse des taux sont forts, il peut être intéressant de se porter sur les obligations à taux variable. De même, face au risque d'inflation, on s'intéressera aux OATi indexés.

6) Un emprunt à taux zéro permet de disposer à une échéance précise, lors du remboursement final, d'une somme très supérieure à la mise de départ.

LE RENDEMENT ACTUARIEL

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Avoir la même somme d'argent aujourd'hui ou dans quelques années est complètement différent.** L'actualisation permet de calculer combien vaut à présent une somme que l'on percevra dans quelques années.
- 2) **L'actualisation s'applique avec évidence aux obligations dont le rendement réel est le rendement actuariel** et non celui qui est affiché dans la dénomination du titre.
- 3) **Pour les options, la notion de valeur actuarielle est déterminante.**
- 4) **L'actualisation permet de mesurer le rapport de l'argent et du temps.** Parce que les marchés financiers anticipent toujours, elle fournit une des clefs de toute analyse boursière. L'actualisation des flux de résultats figure parmi les méthodes les plus utilisées pour essayer de déterminer l'évaluation d'une action.

Qu'il s'agisse des obligations convertibles ou classiques, des bons de souscription, des actions elles-mêmes, on rencontre fréquemment la notion de rendement actuariel et d'actualisation.

I LA VALEUR DE L'ARGENT AUJOURD'HUI ET DEMAIN

Inutile d'entrer dans des calculs mathématiques complexes. Le raisonnement est simple : être riche d'une somme d'un million d'euros aujourd'hui ou l'être dans trois ans sont deux choses totalement différentes. En disposer sans délai, c'est pouvoir dépenser cette somme immédiatement ou la placer pour obtenir davantage d'argent dans trois ans. La percevoir au bout d'un long délai implique de ne pas jouir de l'agrément ou du revenu que peut procurer cet argent et de disposer, probablement, d'un pouvoir d'achat rogné à l'échéance.

Comment calculer l'avantage que présente l'encaissement d'une somme maintenant, par exemple, et non trois ans après ?

II UTILISER LES INTÉRÊTS COMPOSÉS

Il faut utiliser le taux d'intérêt en vigueur, puisque c'est celui qui permettrait de placer ces fonds. Si les obligations rapportent par exemple 5 %, 100 € d'aujourd'hui représenteront dans cinq ans 127,63 € et non 125 €, car il faut raisonner en intérêts composés, c'est-à-dire réinvestir chaque année les intérêts acquis. À l'inverse, on peut vérifier que, avec le même taux de 5 %, 100 € recueillis dans 5 ans ne valent à présent qu'un peu plus de 78,35 €.

Il revient donc au même, avec un taux de 5 %, d'avoir 78,35 € maintenant ou 100 € dans cinq ans.

Limite de ce raisonnement : il suppose que les intérêts peuvent être réinvestis chaque année au taux de départ, ce qui reste théorique, puisque, dans la pratique, les taux en vigueur évoluent sans cesse.

III TAUX AFFICHÉ ET REVENU RÉEL

La première application de la notion d'actualisation se rencontre en matière d'obligations, et ce n'est pas un hasard si la plupart de leurs spécialistes sont des actuaires. Trop d'épargnants se contentent d'observer le taux facial (ou « affiché ») d'un emprunt sans essayer d'appréhender son revenu réel, résultat du seul calcul actuariel.

A Des rendements identiques malgré les apparences

Par exemple, une obligation à 8 % qui cote un peu au-dessous de 89 % de son nominal et qui est remboursable à 100 % dans 5 ans rapporte environ 11 %, exactement comme un titre à 11 % facial qui se négocie à 100 % en Bourse. Un emprunt qui affiche du 14 % mais vaut 109 % alors qu'il est remboursable au pair dans moins de 4 ans offre, lui aussi, en réalité un rendement d'un peu plus de 11 % seulement.

B Exemples de titres qui cotent au-dessous et au-dessus de leurs prix de remboursement

Reprenons ces exemples. L'emprunt 8 % procure 9 % si l'on s'en tient au coupon de 8 rapporté au cours de 89. Mais lors du remboursement à 100 dans 5 ans, son porteur percevra un supplément de 11, différence entre le nominal

et son prix d'achat. Ces 11 points actualisés, répartis sur les 5 ans qui restent à courir, donnent 2 % par an, ce qui, ajouté aux 9 % apportés par le coupon, aboutit bien à 11 %.

Une formule mathématique qui actualise le coupon de chaque année et le remboursement final (c'est-à-dire tous les flux financiers à percevoir) permet d'effectuer le calcul de manière précise (voir plus bas).

L'obligation à 14 % qui cote 109 permet, elle, de toucher près de 12,8 % grâce à son coupon, mais inflige une perte de 9 au moment de son remboursement dans un peu moins de quatre ans. Celle-ci, actualisée, ramène le rendement à un peu plus de 11 %.

IV APPLICATION AUX OBLIGATIONS CONVERTIBLES

L'application de la notion de rendement actuariel est particulièrement intéressante en matière d'obligations convertibles. Ces titres offrent en général un coupon inférieur à celui des emprunts ordinaires, mais corrigé par une prime de remboursement.

A Rendement

Prenons comme hypothèse une obligation convertible au nominal de 600 €, remboursable à 660 € dans 5 ans et offrant un rendement de 5,5 %, soit un coupon de 33 €. Quand il cote 600, ce titre rapporte non pas du 5,5 % mais près de 7 %. À l'échéance, dans 5 ans, l'obligation, si elle n'est pas convertie, sera remboursée avec une prime de 60 €. Ces 60 € actualisés à un taux de 7,5 % (supposé être celui en vigueur sur le marché pour les obligations ordinaires) valent environ 42 €, ce qui ajoute plus de 8 € au coupon annuel, porté ainsi de 33 € à plus de 41, ce qui donne bien près de 7 % au cours de 600.

B Risque de perte

En poursuivant le raisonnement, on peut calculer le risque de perte sur l'obligation convertible. En effet, si l'action s'effondrait, la valeur du titre deviendrait celle d'une obligation pure et simple.

V ILLUSTRATION DE L'EFFET DE LA VARIATION DES TAUX SUR LES COURS

Quel serait le cours d'un emprunt de 600 € de nominal à 5,5 % remboursable dans 5 ans à 110 % de son nominal quand le taux du marché est de 10 % ?

Réponse : environ 89 % de son nominal de 600, soit 534 €. Au coupon de 5,5 % s'ajoute la différence entre ce prix et un remboursement à 110 %. Autrement dit, au cours de 600, le risque maximum de perte est de 11 % avec un taux du marché de 10 %.

Le même raisonnement appliqué à un taux du marché de 5 % montre que notre obligation à 5 ans de 5,5 % d'intérêt facial et remboursable à 110 vaudrait alors près de 110 %, soit 660 €.

On voit les énormes différences de cours qu'engendre un déplacement du loyer de l'argent de 10 % à 5 % : la hausse est de l'ordre de 24 % !

VI UNE DES CLEFS DE L'ANALYSE FINANCIÈRE

A Utilisation pour les options, bons et warrants

Autre domaine d'application de l'actualisation : les options, bons de souscription d'actions ou warrants. On calcule fréquemment leur valeur actuarielle. Cette méthode consiste à estimer de quelle somme profitera l'acquéreur d'un warrant en plaçant l'argent qu'il a économisé lorsqu'il a choisi d'acheter le bon (ou warrant) plutôt que directement l'action.

B Les flux financiers futurs

Enfin, l'actualisation est une donnée de base de l'analyse financière. Pour les obligations comme pour les actions, l'actualisation consiste à prendre en considération les « flux » financiers futurs, qu'il s'agisse d'intérêts et de remboursements pour les unes, de dividendes ou de bénéfices pour les autres.

De nombreuses méthodes cherchent à déterminer la valeur d'une action, en particulier à partir d'hypothèses sur la croissance des bénéfices de la société, de ses dividendes ou de ses « cash flow ».

C Mieux apprécier les profits de demain

En supposant que dans sept ans, par exemple, le bénéfice d'une société en forte expansion soit de 100 par action, on peut considérer que, actualisé à 10 %, il représente un peu plus de 50 d'aujourd'hui et justifierait, par exemple, un cours de l'ordre de 500 en retenant un rapport cours-bénéfice de 10.

On peut aussi calculer en combien d'années le prix d'achat d'une action est récupéré avec une croissance donnée. C'est la méthode du délai de recouvrement. Plus les années de bénéfices prévus s'éloignent dans le temps, plus elles sont affectées d'un coefficient de réduction élevé par le jeu de l'actualisation, ce qui tend à freiner l'avantage des valeurs de croissance.

D Le rapport du temps et de l'argent

Dans la mesure où les marchés financiers anticipent toujours, l'actualisation, qui permet de mesurer le rapport de l'argent et du temps, est une des clefs essentielles de toute analyse boursière.

Comment les obligations commandent les actions

On dit souvent en Bourse que la hausse des taux enlève tout attrait aux actions et incite plutôt à acheter des obligations par le seul fait de la rémunération supérieure qu'elles assurent. En vérité, la comparaison entre rendement des actions et rendement des obligations n'est pas directe. Elle découle aussi de l'actualisation qui fait que le rendement réel des actions est à peu près égal à celui des obligations, bien que, en apparence, les premières rapportent 3 % face à plus de 5 % pour les secondes (les chiffres retenus dans cet exemple sont conformes à la moyenne observée sur le long terme, mais depuis fin 2007, la crise les a rendus différents et instables). Le revenu inférieur des actions suppose en partie une augmentation des dividendes d'un rythme suffisant pour que leur hausse rende les rendements actuariels, c'est-à-dire déroulés dans le temps, égaux entre les deux catégories de valeurs, voire supérieurs en ce qui concerne les actions.

VII À VOS CALCULS !

Voici, pour les matheux, la formule actuarielle la plus simple qui permet de calculer la valeur actuelle d'un capital payable dans un certain délai.

$$V = \frac{C}{(1+t)^n}$$

Avec V = valeur actuelle

C = capital

t = taux annuel retenu, celui-ci s'écrivant en centième: 11 % devient 0,11 et 5 % devient 0,05

n = nombre d'années

Exemple: avec un capital de 10000 € payable dans cinq ans, on obtient au taux de 10 %:

$$V = \frac{10.000}{(1 + 0,1)^5} = \frac{10.000}{(1,1)^5} = \frac{10.000}{1,65105} = 6.209,21$$

Pour les obligations, une autre formule peut être utilisée. Les revenus futurs sont constitués par les coupons annuels (C) et le prix de remboursement (R).

Pour connaître la valeur actuelle (VA) de ces flux, c'est-à-dire le prix qu'il convient de payer pour obtenir un rendement actuariel (i) du placement, la formule de calcul est la suivante :

$$VA = \frac{C_1}{(1+i)} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \frac{C_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C_n + R}{(1+i)^n}$$

Enfin, pour calculer le taux actuariel (i) lui-même, le plus simple est de procéder par approximations successives.

Des calculatrices financières ou des ordinateurs permettent de déterminer ce taux automatiquement.



Les tactiques d'Investir

- 1) En matière d'obligation**, s'attacher toujours au rendement actuariel et non au taux d'intérêt facial.
- 2) Pour les options**, la valeur actuarielle reste une excellente boussole, qui peut éviter à la fois la timidité d'une estimation par la valeur arithmétique et l'exubérance d'un jugement fondé sur la seule volatilité.
- 3) Procéder à des raisonnements actuariels simples** donne le moyen de mieux apprécier quel doit être le prix d'une valeur de croissance aujourd'hui. Ramener un bénéfice prévu dans dix ans à son montant actuel peut parfois éviter des emballements fâcheux.
- 4) Actualiser la valeur d'un flux de bénéfice ou de dividende futur** permet de mieux apprécier ce que pourrait être le prix raisonnable d'une action aujourd'hui. On peut surtout établir une comparaison valable entre un placement en action ou en obligation en faisant appel à leurs rendements actuariels respectifs.

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES EN ACTIONS ET LES OCÉANES

Ce qu'il faut savoir

- 1) L'**obligation convertible est souvent présentée comme un placement idéal**, synthèse des avantages de l'obligation ordinaire et de ceux de l'action.
- 2) Comme une obligation classique, **ce titre assure un rendement et un remboursement garantis**, sauf faillite de l'émetteur. Comme l'action, il peut se valoriser fortement, puisqu'il est échangeable à tout moment contre une action.
- 3) De plus en plus aujourd'hui, **les obligations convertibles revêtent la forme d'océanes**. Seule différence avec les convertibles classiques : les actions remises en échange à l'échéance peuvent être, au choix de l'émetteur, des titres spécialement créés ou des actions déjà existantes détenues par la société.
- 4) Dans la pratique, **il est conseillé de n'échanger ses convertibles contre des actions qu'à l'échéance**, dans le cas bien sûr où le cours de l'action est suffisamment haut.

Il existe un titre presque idéal qui permet de perdre peu en cas de chute de la Bourse et de gagner beaucoup en période de hausse. C'est l'obligation convertible, seul placement à offrir de tels avantages, à condition de l'utiliser à bon escient.

I LA DOUBLE NATURE DE LA CONVERTIBLE

A Caractéristiques

Ses attraits, l'obligation convertible les doit avant tout à sa double nature :

- Il s'agit d'une obligation, c'est-à-dire d'un titre qui, sauf faillite de la société émettrice, donne droit au paiement d'un intérêt régulier (exception faite des convertibles à coupon zéro dont le revenu est perçu en fin de période en cas de remboursement s'il n'y a pas conversion), et, si le porteur le désire, au remboursement de sa créance ;

- Cette obligation peut être échangée (on dit convertible) de manière (en général) permanente contre une action de la société, ce qui lui donne son caractère de placement hybride.

L'épargnant joue donc sur les deux tableaux : obligataire, il bénéficie du rendement assuré et de la sécurité des valeurs à revenu fixe ; actionnaire en puissance, il récolte les fruits d'une hausse éventuelle de l'action.

La formule de l'obligation convertible met le temps du côté de l'épargnant. Durant la période où il reste obligataire, il peut regarder avec un relatif détachement les tribulations du cours de l'action.

B Exemple

En juin 2007, une société a émis des obligations convertibles 2 % au prix de 80 €, chacune d'elles pouvant être échangée contre une action qui cotait alors 68,50 €.

Comme la convertible est fort attrayante, les sociétés lui font supporter à la naissance un handicap par rapport à l'action, appelé prime de conversion, 16,6 % dans le cas présent. L'échange ne sera donc intéressant que si l'action monte d'autant et, en fait, d'un peu plus, car le remboursement des obligations pourrait être obtenu à 88 € (il y a une prime de remboursement de 8 €) au moment de l'amortissement prévu en bloc le 1^{er} janvier de l'an 2012. Si, d'ici là, l'action de la société émettrice, atteignait, par exemple 150 €, le souscripteur de la convertible qui « troquerait » cette dernière contre l'action ferait une belle plus-value.

En attendant, un rendement de 2 % jusqu'à fin 2011 est assuré. Du fait du remboursement au-dessus du nominal, le rendement actuariel de l'emprunt atteint un peu plus de 4,5 % au cas, qui n'est souhaité par personne, où il n'y aurait pas de conversion. Toutefois, ce taux était inférieur à celui des emprunts ordinaires qui, à la même époque, s'inscrivait un peu en dessus de 5 %.

III LA PARITÉ DE CONVERSION

Attention ! La parité de conversion n'est pas toujours d'une pour une. Il arrive qu'une obligation donne droit à plusieurs actions (1 pour 3 actions par exemple) ou, plus rarement, qu'il faille plusieurs obligations pour une action.

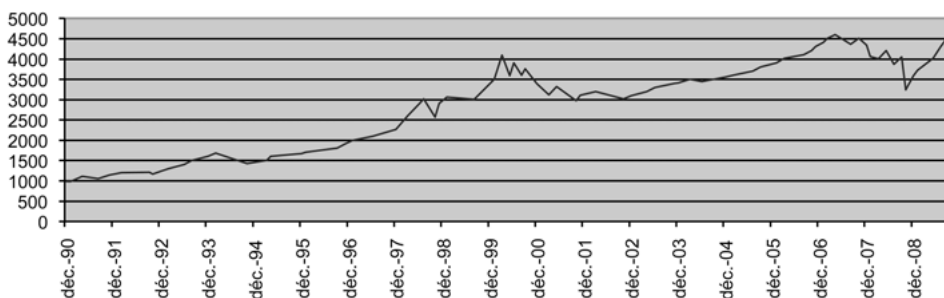
Mais les parités sont souvent compliquées par les opérations sur le capital réalisées après l'émission de l'emprunt convertible.

Ainsi, une attribution gratuite de 1 pour 10 fera passer une parité de 1 pour 1 à 1,1 action pour 1 obligation. Une division en 2 du titre transformera le rapport en 2 actions pour 1 obligation. En cas de souscription en numéraire, on applique le coefficient d'ajustement, ce qui aboutit à des parités souvent « boîtes » du style de 1,11 ou 1,04 action pour 1 obligation.

Pour tomber sur un compte juste, il est par conséquent nécessaire, au moment de l'émission de l'action remise en échange de la convertible, de verser une soulte en numéraire, soit de la part de la société, soit du futur actionnaire.

Indice SBF FCI des obligations convertibles

Base 1000 fin 1990 - source: Exane Derivatives



La belle performance des convertibles s'explique en partie par l'intégration dans l'indice des coupons encaissés.

III LES TROIS TYPES DE CONVERTIBLES

On distingue trois cas de figure parmi les obligations convertibles, qui correspondent à trois types de titres :

✓ *Type obligation*

Le premier se rencontre parfois au début de la carrière de la convertible ou après une baisse de l'action : les cours de cette dernière sont très au-dessous de la valeur du titre en tant qu'obligation ordinaire, si bien que le comportement de la convertible est complètement assimilable à celui d'une obligation classique.

✓ *Type action*

Le deuxième est surtout fréquent pendant les dernières années de vie du titre ou en période d'euphorie. L'action a grimpé et son cours est très supérieur au prix de remboursement. La convertible se comporte alors, à quelques nuances près, comme l'action dont elle tend à épouser l'évolution. Il est cependant fréquent qu'elle cote un peu au dessus de l'action en raison du rendement supérieur qu'elle peut offrir et de la sécurité plus grande qu'elle assure.

De ce fait, les risques de baisse de ces titres sont aussi grands que ceux des actions correspondantes, au moins jusqu'au moment où, après une lourde chute, le caractère d'obligation classique reprend le dessus. On dit que le « parachute obligataire » s'ouvre, mais tardivement.

✓ *Type mixte*

Le troisième cas de figure est le plus intéressant, car il permet de jouer à plein la double nature de l'obligation convertible, qui a alors un caractère mixte. L'action a progressé, mais pas suffisamment pour qu'elle ait porté la convertible largement au-dessus de sa valeur d'obligation classique. C'est l'instant privilégié où un démarrage parallèle des deux titres peut s'amorcer.

Mais si ce mouvement avorte, la convertible ne pourra pas retomber bien loin : elle sera vite retenue par son « plancher actuariel », car, à tout moment, il est possible de déterminer le « risque de perte » (voir au chapitre précédent, IV), en calculant à quel prix fléchirait la convertible si elle n'était qu'obligation (c'est-à-dire ne bénéficiait pas d'une clause d'échange contre une action).

IV LES CRITÈRES DE JUGEMENT

Pour juger une convertible et déterminer si elle a un caractère d'obligation, d'action ou de mixte, il faut recourir à certains critères.

A La valeur (ou prix) de conversion

Elle est facile à déterminer, à partir de la parité de conversion :

- Quand la parité est d'1 pour 1, ce qui est, on l'a vu, le cas le plus fréquent, elle se confond avec le cours de l'action ;
- Sinon on multiplie ce dernier par la parité. On trouve la valeur des actions obtenues en cas de conversion.

B La décote ou surcote de conversion

À partir de là, on calcule la décote ou la surcote de conversion, c'est-à-dire l'écart négatif dans le premier cas, positif dans le second entre le cours de l'obligation convertible et celui de l'action correspondante. On distingue parfois une décote (ou surcote) nette et brute. La première est celle que nous venons de présenter, la seconde s'en distingue par l'inclusion du coupon couru de l'obligation dans sa valeur et de la partie courue du dividende dans celle de l'action.

S'il y a décote, c'est que l'obligation n'a pas suivi à plein le cours de l'action. La décote est en général faible et concerne les convertibles qui ont un caractère d'action.

La surcote s'applique au contraire systématiquement aux convertibles qui ont le caractère d'obligation puisque, en tant que valeur à revenu fixe, elles valent plus que le prix que leur assigne la possibilité d'un échange avec l'action.

Exemple : quand la convertible Publicis Groupe 1 % 2002-2018 vaut en Bourse 44,90 € et l'action 25 seulement, sa surcote est de 79,6 %.

C La valeur de l'obligation

Elle est commandée par son rendement actuariel qui dépend de son coupon et de son prix de remboursement. Celui-ci est presque toujours supérieur au nominal et constitue une indication intéressante, puisque la conversion n'est attrayante que quand ce prix de remboursement est dépassé par le cours de l'action. On prend aussi de plus en plus en considération la signature de l'émetteur, tenant compte ainsi du risque de non-remboursement dans le calcul de la valeur de l'obligation. C'est pourquoi certaines convertibles de sociétés jugées fragiles offrent des rendements très élevés en tant qu'obligation pure.

D Le risque de perte

Il se calcule à partir de la valeur actuarielle de l'obligation qui constitue le plancher au-dessous duquel le titre normalement ne baisse pas, niveau auquel on dit que « le parachute obligataire » se déclenche. C'est donc la différence entre le cours et la valeur actuarielle quand le premier est supérieur à la seconde.

E Les rendements

On peut comparer celui de l'action et de la convertible qui est parfois plus élevé. C'est pourquoi, on peut préférer la convertible à l'action, même quand son cours a beaucoup monté dans le sillage de la seconde.

F Remboursement anticipé ou conversion « forcée »

On prendra garde aux clauses de remboursement anticipé qui permettent aux sociétés de rembourser leurs convertibles dès que les cours moyens de leur action dépassent un seuil correspondant au niveau auquel la conversion s'impose. Le remboursement anticipé consiste alors à « forcer » la conversion. Mais, en abrégant la carrière des obligations, on enlève une partie de leur attrait aux convertibles. La clause de remboursement avant l'échéance au gré du porteur (intéressante si les chances de hausse de l'action semblent devenues minimales) est plus rare.

V FORMULES VOISINES DE L'OBLIGATION CONVERTIBLE

A côté des obligations convertibles, il existe des obligations échangeables et des obligations remboursables en action :

A L'obligation échangeable

Il s'agit de convertibles qui peuvent être échangées contre des actions déjà existantes et non pas à créer. Il en existe deux « races ».

- La première, dont l'émission est devenue rare, fait appel à des titres souscrits par une filiale, une société sœur ou amie de l'émetteur. Elle permet à ce dernier de profiter immédiatement d'une augmentation de capital.
- La seconde, assez fréquente aujourd'hui, consiste pour une entreprise à émettre un emprunt qui sera remboursé par des titres qu'elle détient en portefeuille. C'est ce dernier cas de figure qui est à la base de l'option d'échange des océanes (voir plus bas).

B L'obligation remboursable en actions (ORA)

Elle est plus dangereuse. Son détenteur n'a pas le choix entre le remboursement et la conversion puisque cette dernière est obligatoire et constitue la seule forme d'amortissement prévue. Cela signifie que si, à l'échéance, l'action est tombée au-dessous du nominal de l'obligation, l'épargnant subira une perte en capital, ce qui n'est pas possible avec une convertible.

Pourquoi des sociétés ont-elles lancé des titres aussi dangereux ? Pour elles, l'avantage des obligations remboursables est que le produit de leur émission vient accroître immédiatement les fonds propres au bilan, alors que, jusqu'à la création des actions correspondantes, les convertibles sont considérées comme une dette à long terme.

C L'obligation indexée sur le cours de l'action

Cette formule a été pratiquée à l'étranger par certaines sociétés françaises (Carrefour, LVMH, Lafarge) et désormais des émissions ont eu lieu en France. Dans la pratique, elle est voisine de celle de la convertible. Mais les conditions de l'indexation sont souvent moins favorables que la clause d'échange pur et simple contre une action.

VI LA VOGUE DES OCÉANES

A Une plus grande liberté pour les sociétés

L'obligation convertible ou échangeable, baptisée Océane, ce qui signifie obligation à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes, est devenue une formule à la mode. Au moment où les sociétés cherchent souvent à réduire le nombre de leurs actions et à racheter une partie de leur capital, ce mélange de convertible et d'échangeable leur permet au moment de l'échéance de proposer éventuellement aux porteurs d'obligations des actions qu'elles possèdent en portefeuille plutôt que d'en créer de nouvelles.

B Des avantages identiques pour l'épargnant

Pour l'épargnant, il n'y a guère de différence avec des convertibles classiques. Seul problème : on ne sait pas à l'avance si l'amortissement de l'emprunt entraînera

nera ou non la création de titres et dans quelle proportion. Du coup, il n'est pas possible de calculer un résultat par action dilué, c'est-à-dire tenant compte des futures actions, et, au moment où la société prendra sa décision, il y aura des conséquences sur ce bénéfice par action qui n'auront pas forcément été anticipées par le marché, puisqu'elles seront différentes suivant la solution retenue (création ou échange).



Les tactiques d'Investir

1) Quand est-il bon d'acheter? Quand faut-il acheter une obligation convertible? Saisissez-la dans les périodes où son caractère mixte est le plus accusé. À certains moments, les titres dans cette situation se révèlent peu nombreux. Il est alors possible de se « rabattre » sur des convertibles de type obligation dont la surcote n'est pas trop élevée et dont l'échéance est suffisamment lointaine pour qu'une hausse raisonnable de l'action puisse être envisagée.

2) Quand faut-il convertir? La situation d'obligataire étant plus confortable que celle d'actionnaire, la réponse est simple: il faut attendre le moment où le titre arrive à échéance pour choisir de l'échanger contre une action plutôt que d'être remboursé, à condition, bien entendu, que le cours de l'action soit supérieur à la valeur d'amortissement.

3) De combien de temps dispose-t-on pour convertir? Il est bon de savoir que, en règle générale, le porteur dispose d'un délai de trois mois entre le jour de l'échéance et celui de sa décision finale. Cela lui accorde une période de réflexion utile si le cours de l'action varie fortement autour du niveau à partir duquel l'échange s'impose. À noter aussi que la conversion immédiate s'effectue contre une action avec droit au prochain dividende détaché mais elle suppose, en contrepartie, de renoncer au coupon de l'obligation. Au contraire, la conversion au bout de trois mois permet de conserver le revenu de l'emprunt obligataire mais l'action reçue en échange ne procurera de dividende que plus d'un an après.

4) Attention aux émissions à risque. Toutes les émissions d'obligations convertibles ne sont pas à saisir. En particulier, beaucoup d'affaires qui traversent une passe plus ou moins difficile choisissent ce mode de financement, seule manière de se procurer des capitaux dans des conditions convenables.

LES VALEURS ÉTRANGÈRES

Ce qu'il faut savoir

- 1) **La diversification internationale d'un portefeuille est une nécessité.** On peut acheter des valeurs étrangères cotées à Paris ou bien, pour avoir un plus large choix, sur leurs places d'origine.
- 2) On prendra garde que, sauf pour les pays de la zone euro, **l'achat de titres étrangers implique un risque de change.**
- 3) **La Bourse de New York reste la plus grande** et celle qui offre le plus large éventail de valeurs intéressantes.

Il est nécessaire de diversifier son portefeuille en réservant une part plus ou moins grande, selon la conjoncture, aux titres étrangers, actions ou obligations.

I RISQUE DE CHANGE ET FISCALITÉ

A Devise et euro

Les critères de choix des valeurs sont les mêmes que pour les valeurs françaises avec une complication supplémentaire : l'achat de titres étrangers équivaut à l'achat de devises.

Avant de prendre une décision, on devra donc considérer les perspectives d'évolution de la monnaie dans laquelle est libellée la valeur. Il s'agit d'un examen indispensable, qui conditionne, pour une large part, le succès du placement. D'où l'intérêt de l'entrée en vigueur de l'euro qui dispense de ce travail pour les achats des nombreuses valeurs des pays de la zone euro.

B Rapprochement avec le statut fiscal des actions françaises

Un autre élément doit être pris en compte : les valeurs françaises (actions et obligations) bénéficient d'avantages fiscaux particuliers. L'épargnant a tout inté-

rêt à les utiliser au maximum avant d'acquérir des valeurs étrangères. Leur achat ne donne droit à aucune exonération.

C'est ainsi que les intérêts des obligations étrangères ne bénéficient pas du prélèvement libératoire de 30,1 % mais supportent à plein l'imposition sur les revenus.

Il en va tout autrement en ce qui concerne les actions. La suppression de l'avoir fiscal, qui a créé un nouveau système d'imposition, a rapproché le statut fiscal des actions françaises et étrangères. Ces dernières ont désormais droit soit à l'abattement de 40 % et au deuxième abattement de 1 525 euros pour une personne seule et de 3 050 euros pour un couple, soit au prélèvement libératoire de 30,1 %. Les actions étrangères peuvent même offrir une supériorité sur les françaises : le remboursement sous forme de crédit d'impôt des retenues à la source perçues dans la plupart des pays d'origine, en vertu des conventions internationales. Il s'agit en général de 15 % du montant du dividende net. En principe, votre banque doit faire le nécessaire. En revanche, les 10 % supplémentaires qu'il est possible de récupérer dans plusieurs pays exigent en général des démarches particulières (documents à demander et à remplir). À noter que si l'on choisit le prélèvement libératoire de 30,1 % on perd le bénéfice des crédits d'impôts correspondant aux retenues à la source.

Le seul avantage fiscal que conservent les actions françaises est la possibilité de les installer dans un plan d'épargne en actions (PEA).

Heureusement, l'Europe apporte ici aussi des avantages. Le plan a été ouvert récemment aux actions des sociétés de l'Union européenne. Désormais avec un PEA, il est donc possible de s'intéresser aux actions de vingt-sept pays (plus l'Islande et la Norvège) avec les mêmes avantages de non-imposition à l'impôt sur le revenu des dividendes et d'exonération de l'impôt sur les plus-values, sauf pour les prélèvements sociaux. Comme, pour seize de ces pays, les titres sont libellés en euro, ce qui supprime le risque de change, on se trouve dans la même situation que pour les valeurs françaises.

III ACHETER SUR LA PLACE DE PARIS

La première possibilité est d'acquérir des titres cotés en France, la seconde de les acheter directement sur les places d'origine.

La première solution est la plus simple. Il suffit pour cela d'opérer de la même façon que pour les valeurs françaises, en passant des ordres par l'intermédiaire de sa société de Bourse ou de son banquier.

A Un assez large éventail

La Bourse de Paris offre un assez large éventail de placements internationaux : environ 88 actions de sociétés étrangères (dont quatorze éligibles au service de règlement différé) appartenant aux pays les plus divers y figurent.

Toutefois, la cote des valeurs étrangères à Paris ne cesse de s'étioler. Un grand nombre de sociétés trouvent peu d'avantages à une présence à Paris et s'en retirent pour économiser les frais de cotation sur le marché français.

B Informations obligatoires

Les autorités boursières françaises (AMF et Euronext) exigent que les sociétés étrangères jouent le jeu, en tenant leurs actionnaires français régulièrement informés et en leur donnant les mêmes droits qu'aux actionnaires du pays d'origine (par exemple en cas d'augmentation de capital).

Elles doivent faire traduire en français les rapports d'assemblée générale ou des extraits substantiels de ceux-ci et tenir ces traductions à la disposition du public français.

III L'ACHAT DIRECT SUR LES PLACES ÉTRANGÈRES

Ceux qui estiment que l'éventail des valeurs étrangères cotées à Paris est trop étroit, peuvent très bien acheter des actions en direct sur les principales Bourses mondiales et notamment à Londres qui offre un grand choix d'actions de nombreux pays.

A Compte auprès d'un intermédiaire étranger

Depuis la suppression du contrôle des changes, le 1^{er} janvier 1990, il est possible d'ouvrir un compte auprès d'un intermédiaire étranger, membre des principales Bourses mondiales, ce qui évite de multiplier les intermédiaires et limite les frais (courtages de la société de Bourse ou de la banque française plus celles de son homologue étranger).

Il est bon aussi d'explorer les possibilités souvent très attrayantes offertes par les « brokers » ou courtiers en ligne français. Internet permet de réduire les frais de négociation à l'étranger et de mieux suivre les marchés minute par minute.

Selon une enquête du journal *Investir* de septembre 2009, les frais pour un ordre de 3 000 € à la Bourse de New York, par l'intermédiaire d'un courtier en ligne, s'étagaient sensiblement d'une vingtaine (0,7 %) à une bonne cinquantaine d'euros (1,7 %), soit nettement le double d'une opération sur les actions françaises. Explication: le courtage américain vient se greffer sur la rémunération de l'intermédiaire. Certains affichent même un tarif qui l'ajoute (sans préciser le montant) à leur propre facture souvent proche de 40 €, ce qui porte l'addition à 50 ou 60 €. En outre, il faut compter généralement sur des frais dits annuels d'une centaine d'euros par mois en moyenne. Toutefois, leur gratuité est accordée, par presque tous les brokers, dès que l'on passe trois ou quatre ordres par mois. Du coup, recourir aux courtiers en ligne est surtout avantageux pour des investisseurs actifs.

Ainsi, l'investisseur « haut de gamme » (une centaine de milliers d'euros est nécessaire pour ouvrir un compte) peut désormais diversifier les risques et répartir ses actifs dans plusieurs pays, mais il aura à régler des frais plus importants que s'il s'était contenté d'un achat de valeurs étrangères à Paris.

B Frais à payer

Le seul inconvénient relatif à l'achat de valeurs étrangères sur leur place d'origine tient dans le montant des frais à payer. Aucune indication précise ne peut être donnée à ce sujet, car chaque place financière a ses règles propres. Les courtages appliqués par les intermédiaires financiers sont libres et varient en fonction de l'importance des ordres. Une règle cependant: il vaut mieux éviter les petits ordres. Il est conseillé de passer des ordres d'au moins 100 titres aux États-Unis et 1000 au Japon.

Une enquête d'*Investir* montre que si les frais engagés sont plus élevés, ils ne sont pas prohibitifs, il serait donc dommage de se priver d'intervenir sur certaines sociétés intéressantes sous prétexte qu'elles ne sont pas cotées à Paris.

IV PANORAMA DES PLACES INTERNATIONALES

Toutes les bourses ont perdu leur caractère de service public pour se transformer en entreprises de marché à but lucratif. Elles cherchent à abaisser leurs coûts, d'où de nombreuses alliances et opérations de concentration, dont Nyse Euronext est le meilleur exemple. En dehors des courtages, les frais de compensation, de règlement et de livraison des titres et de conservation des valeurs ont une forte influence sur la clientèle des grands investisseurs et les places

financières font donc des efforts dans ces domaines, exploités en général par d'autres sociétés auxquelles les entreprises de marché font appel.

Dans cette course à la productivité, les acteurs historiques se heurtent à la concurrence de marchés de gré à gré, c'est-à-dire de plates-formes de cotation privées, créés en vertu de la déréglementation. Les entreprises de marché traditionnelles les accusent d'être faites par les banques pour les banques sans souci de rentabilité et donc de leur faire une concurrence déloyale. Il existe aussi des « dark pools » destinés aux échanges de blocs de titres entre banques, sans publicité, ni information du marché. Discrètement, la Bourse de Londres a d'ailleurs créé un marché de blocs dénommé Baikal.

A New York

✓ Un marché automatisé mais à visage humain

Après plus de 200 ans d'existence, le New York Stock Exchange (NYSE) demeure de loin le plus grand marché du monde. Le volume des transactions est énorme et en progression presque constante. Le record établi le 10 octobre 2008 est de 7,34 milliards de titres échangés. Le cap du milliard en une seule journée avait été franchi en 1997, celui des 2 milliards en 2001, des 3 milliards en 2005, des 4 en 2006, des 5 en 2007.

Comme ses « collègues », la Bourse américaine s'est transformée en 2006 en société cotée, puis a fusionné avec Euronext pour créer Nyse-Euronext.

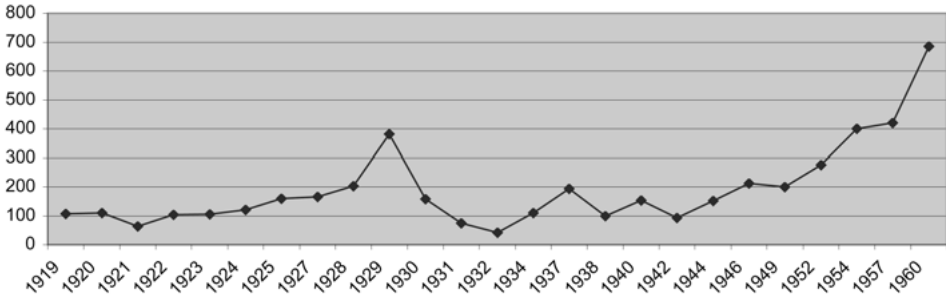
Wall Street reste fidèle à un système hybride, qui associe des transactions à la criée avec des échanges électroniques. Bien qu'en déclin, les « spécialistes » offrent toujours des fourchettes de prix sur les valeurs dont ils ont la charge. Ainsi, la Bourse de New York, qui est une des plus automatisées du monde, demeure peut-être la dernière à visage humain. La présence physique d'un grand nombre de professionnels sur le « floor » (le parquet) préserve encore toute l'influence des contacts directs.

En 2001, une modernisation révolutionnaire a été adoptée : New York s'est convertie au système décimal qui a remplacé les huitièmes et seizièmes de points pour les variations de cours.

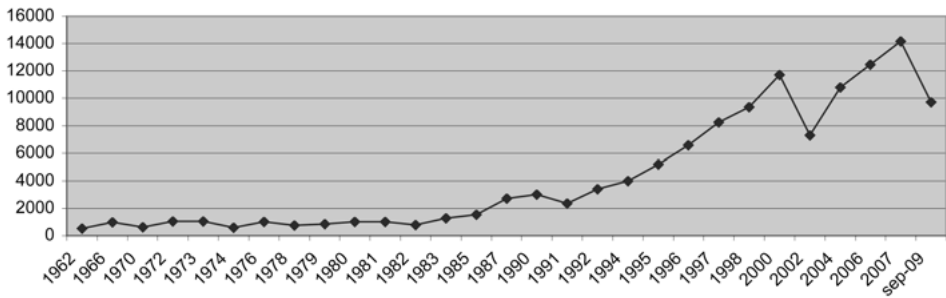
Malgré sa taille, le NYSE doit faire face à la concurrence. Celle du Nasdaq, totalement informatisé et délocalisé, commence à être ancienne. Il s'y ajoute des plates-formes électroniques privées, comme BATS ou Direct Edge. Cette dernière a conquis plus de 12 % du marché.

La Bourse de New York indice Dow Jones

1919 à 1961



1962 à 2009



Wall Street a accompli un parcours prodigieux. Mais il lui a fallu une trentaine d'années pour dépasser son niveau de 1929.

✓ La SEC

Modèle des institutions de « régulation » des marchés comme notre COB-AMF, la Securities and Exchange Commission (SEC) a longtemps été redoutée à juste titre : elle peut traîner les fraudeurs en justice et ceux qui sont reconnus coupables doivent acquitter des amendes parfois colossales et même subir des peines de prison. Mais elle a perdu de sa superbe devant les insuffisances et les dérives de la comptabilité américaine dès la crise de 2000. Ensuite, des critiques sévères se sont élevées en raison de son aveuglement et de son impuissance dans la crise de 2007-2008. Dès 2002, la loi Sarbanes-Oxley avait renforcé le contrôle interne des entreprises avec des règles très strictes entraînant

pour elles des coûts élevés. En 2009, de nouveaux projets devraient aboutir à réformer la SEC pour la rendre plus efficace et étendre son rôle de surveillance.

B Londres : une place internationale

Longtemps surclassé sur le plan technique, le London Stock Exchange (LSE) a comblé son retard à partir de 2007 avec un nouveau système de cotation, TradElect, qui accroît la vitesse d'exécution des ordres, ramenée de 140 à 10 millièmes de seconde, et la capacité de traitement, portée à 480 000 transactions par jour. Pour gagner encore des nanosecondes, Londres a racheté Millenium-IT, société du Sri-Lanka, spécialisée dans ce genre de prestations.

Une véritable bataille boursière avait eu lieu autour du capital du LSE. À présent, 20 % de la société appartient à Dubaï, 15,5 % au Qatar, 28 % à la Bourse italienne, tandis que 36,5 % sont sur le marché. Le Nasdaq, qui avait fait une tentative de prise de contrôle, a vendu ses titres aux pays du Golfe.

1 140 sociétés britanniques sont cotées sur le marché principal de Londres, presque autant (1 100) sur l'AIM (Alternative Investment Market), nouveau compartiment créé en 1995 pour accueillir de jeunes sociétés, qui a connu un immense succès.

Il faut souligner qu'il y a, en outre, près de 330 valeurs étrangères, auxquelles s'ajoutent plus de 260 à l'AIM. Beaucoup d'investisseurs européens font leur marché dans la City, d'autant que les brokers londoniens peuvent leur procurer des titres non inscrits à la cote par des transactions hors marché. Plus qu'une Bourse, Londres est avant tout une place financière internationale, où il y a plus de banques étrangères que dans n'importe quelle autre ville au monde. Les analystes financiers et les spécialistes des montages financiers (beaucoup sont d'ailleurs français) sont les plus réputés au monde.

La finance représentait ainsi 10 % du PIB britannique C'est pourquoi la crise récente a durement frappé la City, mettant à mal sa suprématie en Europe pour les changes et les marchés dérivés. La baisse des activités sur ces derniers, notamment pour les « véhicules de crédit structurés » comme les CDO (Collateralised Debt Obligations), considérés souvent aujourd'hui comme toxiques, est fortement ressentie.

C Tokyo

Malgré une conjoncture déplorable depuis sa chute entamée au tout début de 1990 et qui fait paraître ses performances bien pâles par rapport aux autres mar-

chés d'Asie en plein boom, la Bourse du Japon demeure la deuxième du monde par sa capitalisation boursière.

Près de 2400 sociétés sont inscrites à Tokyo sur deux marchés, la première section (plus de 1 700) et la seconde section pour les entreprises moins grandes (environ 460), auxquels s'ajoute un compartiment baptisé Mother destiné aux « start up » (près de 200 actions).

Kabuto-Cho (c'est le nom de la Bourse) vient de surmonter une série de difficultés techniques (défaillances du système de cotation, ordres erronés non décelés provoquant des mini-krachs, scandale des comptes truqués de la troisième maison de courtage du pays, faillite frauduleuse de la société internet Livedoor...) grâce à de gros investissements informatiques. Surtout, sous la pression des investisseurs étrangers, des mesures sont prises pour protéger les actionnaires individuels et rapprocher Kabuto-Cho de la culture des autres places internationales en gommant certains aspects déplaisants qui en faisaient encore un marché un peu exotique.

La Bourse a été « démutualisée » pour devenir une société de capitaux. Elle est prête à s'introduire sur sa propre cote dès que la conjoncture y serait favorable et à participer alors à des alliances et à des acquisitions.

D Les autres places d'Asie

Elles ont pris une grande place dans les dernières années du XX^e siècle et l'ont confirmé au début du suivant.

Héritière de quatre marchés, la Bourse de Hong Kong date de 1891. Elle a acquis une envergure internationale en cotant les entreprises de la Chine continentale à partir de 1993. Aujourd'hui elle est concurrencée par la Bourse de Shanghai. Mais Hong Kong, qui a longtemps tiré parti de son statut politique particulier, s'est affirmé comme une place financière importante. La plupart des grandes banques du monde y sont présentes. Son activité est stimulée par une fiscalité accommodante et de solides règles de protection des investisseurs. Sa plate-forme électronique est en prise directe avec New York et le Nasdaq. Les marchés de dérivés ont été développés.

La Bourse de Bombay, qui remonte à 1875, a profité d'un afflux de liquidités, en raison de l'ouverture financière du pays, plus souple que celle de la Chine, et d'une organisation des sociétés inspirée du modèle britannique. Cependant, les étrangers ne peuvent prendre plus de 24 % du capital d'une société cotée. Près de 5000 affaires sont inscrites. Depuis 1992, le Stock Exchange of India est venu concurrencer Bombay, qui a pâti aussi récemment de la fraude d'un milliard de dollars de la société informatique Satyam.

Au plus haut, la Bourse de Shanghai avait dépassé Londres. C'est dire qu'elle s'est hissée dans les premiers rangs : Elle a été créée en 1990 pour accompagner l'impulsion libérale du gouvernement. Longtemps dans l'ombre de Hong Kong, elle décolle en 2005 avec la possibilité pour les étrangers d'investir directement en Chine et l'alignement des intérêts des grands actionnaires sur ceux des petits. Il s'en est d'ailleurs suivi une véritable « bulle ». Les sociétés de taille plus modeste sont en général inscrites à la Bourse de Shenzhen. La concurrence vient toujours de Hong Kong, qui cote les actions de catégorie H de sociétés chinoises, parfois traitées en même temps sur les deux places avec des cours différents ! Un Nasdaq chinois, ChiNext, a été lancé en octobre 2009. Il s'agit d'attirer de jeunes entreprises, qui vont souvent chercher encore leurs capitaux à l'étranger en s'inscrivant au Nasdaq américain, voire à Londres et même Paris. Singapour, Séoul et Taipei sont également des bourses importantes en Asie.



Les tactiques d'Investir

- 1) En raison de l'étroitesse du marché de certaines valeurs étrangères à Paris, **essayez de passer des cours limites qui correspondent au cours du titre au même moment sur sa place d'origine.** Vous ne risquerez pas ainsi de surpayer votre achat pour le plus grand bien des intermédiaires.
- 2) **N'hésitez pas à intervenir directement sur les places étrangères,** soit par votre intermédiaire habituel, soit par un compte ouvert chez un broker étranger. Efforcez-vous de passer des ordres d'un certain montant (6 000 à 7 500 euros) et de respecter les quotités en vigueur à New York (100 titres) et à Tokyo (1 000).
- 3) Intéressez-vous à certaines actions étrangères dans le vent qui ne sont pas inscrites à la cote à Paris mais y sont présentes par **l'intermédiaire de warrants.**
- 4) **Pour les marchés exotiques ou les actions de secteurs difficiles** à appréhender, il est possible de passer par l'intermédiaire de sicav et surtout de Fonds communs de placement spécialisés.

LA GESTION COLLECTIVE : SICAV ET FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Sicav et fonds communs de placement (FCP)** constituent des placements collectifs (OPCVM). Le souscripteur est dispensé de tout souci de gestion une fois choisi sa sicav ou son fonds, mais il est totalement dépendant du résultat de la gestion de l'OPCVM.
- 2) **Les sicav et les FCP répondent à tous les besoins** : placement à court terme, en obligations, en actions...
- 3) **Leur grand attrait est de permettre de s'intéresser à des valeurs peu accessibles** : titres étrangers et notamment de pays émergents, ou de secteurs particuliers (technologie, biotechnique,...).
- 4) Dans le choix d'un OPCVM, un critère important est **le montant des frais de gestion prélevés**.

Les OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) se subdivisent en deux catégories : les Sicav et les FCP (Fonds Communs de Placement).

Ils gèrent des portefeuilles d'un montant en général élevé (souvent plusieurs centaines de millions d'euros pour les Sicav, voire quelques milliards), ce qui permet une diversification des actifs. Du coup, les variations des valorisations sont souvent plus limitées que celles constatées avec une gestion en direct.

Sicav et FCP ont connu un essor fulgurant, qu'il s'agisse de leur nombre (plus de 700 Sicav fin 2008 contre 362 fin 1985, et plus de 7 000 FCP dont 5 000 environ commercialisés au public) ou de leurs encours : 1 143 milliards au total fin 2008 dont plus de 300 milliards d'euros contre une centaine de milliards fin 1985 pour les Sicav.

Le calcul de la valeur des actions de Sicav et de la majorité des parts du FCP est en général quotidien. Une **valeur liquidative**, calculée chaque jour, permet de déterminer le **prix d'émission** (il est équivalent à la valeur liquidative majorée de l'éventuel droit d'entrée) et le **prix de rachat** (la valeur liquidative diminuée de l'éventuel droit de sortie) pour le souscripteur.

Sociétés d'Investissements à Capital Variable, les Sicav ont une taille minimale de 4 millions d'euros, seuil au-dessous duquel elles ne doivent pas des-

endre. Soumises au droit des sociétés, elles sont gérées par un conseil d'administration. De nouveaux placements collectifs, les trackers et les certificats sont apparus ces dernières années. Nous les décrirons au chapitre XIII.

I LES SICAV MONÉTAIRES

Les Sicav monétaires ont pour objectif d'assurer une valorisation constante de leur valeur liquidative en fonction du taux du marché monétaire au jour le jour.

Elles ne prennent donc **aucun risque de taux** (ce qui en fait un placement conseillé même pour quelques jours), se contentant de sélectionner des papiers à très courte durée de vie (billets de trésorerie lancés par les grandes entreprises, certificats de dépôts émis par les principaux établissements financiers, opérations de pensions livrées de titres, rémérés, etc.) qui leur assurent une rémunération régulière. Leur rentabilité est fonction du taux au jour le jour. On prendra garde que certaines Sicav monétaires, souvent dites « dynamiques » mais pas toujours, peuvent prendre des risques. On a vu, lors de la crise de 2008-2009, plusieurs accidents graves. Certains gérants avaient placé les fonds dans des « véhicules de titrisation » style subprime.

Étant donné les écarts très réduits de performances entre les différentes Sicav monétaires, tenez compte des droits d'entrée qui ont tendance à se généraliser. N'hésitez pas à faire jouer la concurrence entre différentes banques. Sélectionnez une Sicav dont les frais de gestion ne sont pas excessifs (ils allaient jusqu'à 0,8 % mais une pression à la baisse s'exerce aujourd'hui) et qui ne comportent pas de droits d'entrée, car les divergences de résultats s'expliquent surtout par les écarts de frais de gestion. Dans la conjoncture actuelle, avec des taux de l'argent au jour le jour très bas, cette question devient encore plus cruciale. Il faut rechercher des frais de gestion qui ne dépassent pas 0,2 % car le rendement du placement tend vers 1 %, ce qui lui ôte beaucoup de son attrait.

II LES SICAV OBLIGATAIRES

Les Sicav obligataires peuvent être subdivisées en quatre sous-catégories principales.

A Les Sicav d'obligations françaises de capitalisation ou à revenu annuel

Ces sicav **capitalisent leur revenu** (c'est-à-dire qu'elles ne le distribuent pas) **ou versent un seul coupon par an**. Leur actif est constitué pour l'essentiel d'obligations françaises ou de la zone euro (aussi bien à taux fixes qu'à taux variables), mais aussi pour certaines d'entre elles d'obligations convertibles, de titres participatifs, voire marginalement d'actions.

B Les Sicav à revenu trimestriel ou mensuel

Elles ne peuvent dévier de leur vocation originelle en raison de leur obligation de **verser un coupon tous les trois mois, voire tous les mois**. Leur actif est donc quasiment exclusivement composé d'obligations françaises ou libellées en euros. Elles constituent typiquement un placement de père de famille à condition de les détenir au moins 2 ans pour amortir les droits d'entrée (de l'ordre de 1 % à 2 %).

C Les Sicav d'obligations internationales

Leur actif est composé non seulement d'obligations françaises et de la zone euro, mais aussi d'obligations étrangères. Avec pour avantage une diversification des placements (elles ne dépendent pas uniquement du marché obligataire français et de l'euro), mais pour inconvénient un risque de change, particulièrement important sur les obligations américaines étant donné les soubresauts du dollar.

D Les fonds « reconstitués »

Contrairement à une opinion répandue, le marché des obligations monte et descend avec quelquefois autant de vivacité que celui des actions. Le grand défaut des sicav d'obligations traditionnelles est, par conséquent, qu'elles suivent la tendance des cours des emprunts et peuvent subir un fléchissement marqué à un moment donné, quand bien même elles récupèrent quasiment toujours, sur la distance, le terrain perdu et au delà.

Pour écarter ce risque pénible pour des épargnants contraints de vendre à un mauvais moment, les banques ont imaginé la formule des sicav dites « reconstituées ». En ne misant que sur des titres arrivant à échéance sensiblement à la même date, ces fonds mettent leurs souscripteurs dans la même position que la

personne qui a acheté une obligation pour une rentrée d'argent à une échéance déterminée (voir les tactiques d'Investir à la fin du chapitre VII page 85).

À la date choisie et à son approche, ces organismes de placement collectif ne sont en effet plus tributaires d'obligations loin de leur date d'amortissement qui subissent à plein l'influence des baisses du marché.

III LES SICAV ACTIONS ET DIVERSIFIÉES

Les Sicav actions et diversifiées comprennent plus de sous-catégories étant donné le plus grand nombre de spécialisations possibles. **On peut en distinguer sept** : pour celles spécialisées sur la France, les Sicav d'actions françaises et les Sicav immobilières et foncières ; pour l'étranger, d'une part les Sicav d'actions internationales diversifiées et d'autre part les Sicav Europe, États-Unis, Asie-Pacifique qui constituent les Sicav d'actions internationales spécialisées et enfin les Sicav Or.

A Les Sicav d'actions françaises

✓ PEA

Elles comprennent en particulier les Sicav Monory-CEA-PEA qui figurent parmi les Sicav aux actifs les plus importants. Étant donné l'instabilité relative de la Bourse de Paris, elles ont varié dans d'amples proportions avec, certaines années, des pointes de l'ordre de + 50 % pour les meilleures et de l'ordre de – 30 % pour les plus médiocres.

✓ *Évolution vers la zone euro*

Depuis qu'il est possible d'intégrer dans un Plan d'Épargne en actions des actions de sociétés de l'Union européenne, beaucoup de ces sicav PEA se présentent aujourd'hui comme des sicav euro, ce qu'un grand nombre d'entre elles avaient déjà commencé à faire en recourant à certaines astuces.

B Les Sicav immobilières et foncières

Un peu plus défensives puisque **spécialisées dans les valeurs immobilières et foncières** qui, traditionnellement, fluctuent un peu moins que la moyenne, ces sicav atténuent en fait assez peu les variations de la Bourse.

C Les Sicav d'actions internationales et diversifiées

Elles investissent sur l'ensemble du globe au lieu de se limiter à un marché en particulier. Leur diversification leur permet d'enregistrer des variations un peu moindres que les Sicav d'actions françaises. La qualité de la gestion fait d'autant plus la différence que le champ d'investigation est vaste. Les Sicav d'actions internationales investissent essentiellement sur des actions, alors que les diversifiées répartissent leur actif entre actions et obligations.

D Les Sicav d'actions internationales spécialisées

Ces sociétés ne sélectionnent qu'une zone géographique : l'Europe pour les **Sicav Europe**, l'Amérique du Nord pour les **Sicav États-Unis**, l'Extrême-Orient, et en particulier le Japon, pour les **Sicav Pacifique**, des pays émergents comme la Chine, voire l'Inde, le Brésil, la Russie, la Corée...

Toutefois, un bon nombre de ces Sicav s'étant engagées à détenir 50 % de valeurs françaises, la zone retenue représente alors au maximum la moitié de leur actif (exception faite évidemment des Sicav Europe).

E Les Sicav Or

Leur spécialisation n'est pas géographique, mais sectorielle : les mines d'or et les sociétés de matières premières, voire pétrolières.

IV NOUVELLES GÉNÉRATIONS D'OPCVM

Bien que classée dans ces catégories, une nouvelle génération de Sicav (et de FCP) mérite d'être signalée en raison de l'innovation apportée. Il s'agit en particulier des Sicav indicielles.

A Les Sicav indicielles

Apparues aux États-Unis au cours des années 60, les techniques d'indexation se sont beaucoup développées outre-Atlantique.

✓ **Principe**

À la base de leur succès, une simple constatation : sur le long terme, moins du tiers des gérants font mieux que l'indice du marché sur lequel ils sont investis en raison de la difficulté de choisir des titres qui seront plus performants que la moyenne. **La gestion indicielle s'applique aussi bien aux actions qu'aux obligations**, même si elle est plus courante pour les premières.

De plus, l'évolution d'une Sicav indicielle se révèle beaucoup moins aléatoire que celle d'une Sicav traditionnelle, l'élément lié à la sélection des actions (ou des obligations) étant éliminé. Seul subsiste le risque de marché.

Bien évidemment, la gestion indicielle est surtout intéressante en cas de hausse des marchés : l'histoire montre que peu de gérants battent l'indice lorsqu'il se valorise nettement. Mais, inversement, beaucoup font moins mal lors d'une baisse prononcée, ne serait-ce qu'en raison des liquidités détenues.

B La gestion quantitative

La gestion quantitative constitue une autre innovation, qui comme la gestion indicielle, s'appuie sur un travail informatique important. Il s'agit de tenter de bâtir un portefeuille qui batte régulièrement un indice de référence, grâce à l'identification des critères susceptibles de procurer à la fois surperformance et régularité de cette surperformance.

Mais, une fois déterminé le style de gestion, il faut s'en tenir aux conclusions fournies par la machine et ne pas réintroduire une parcelle de gestion classique (je réduis la part de la valeur que je n'aime pas).

C Les fonds à capital garanti ou à baisse limitée

L'instabilité grandissante des places financières a conduit les promoteurs à proposer des fonds à capital garanti ou à baisse limitée. Les principes sont voisins puisqu'il s'agit, la plupart du temps, de **placer l'essentiel de l'actif sur le marché monétaire et d'acquérir des options (ou des bons de souscription, des actions, etc.) pour le solde**. Ainsi, la partie monétaire assure une garantie du capital alors que la fraction spéculative permet de profiter partiellement d'une hausse des actions.

Naturellement, plus la garantie est importante (par exemple une perte limitée à 2 % sur un mois ou un gain d'au moins 8 % sur deux ans), moins le fonds bénéficiera de l'effet de levier dû aux options. Il s'agit donc de placements conseillés dans une optique défensive, c'est-à-dire à des épargnants du type « père de famille ».

On remarquera que beaucoup de sicav garanties font dépendre la performance maximum annoncée (par exemple 60 % de la hausse de l'indice) de conditions (qu'aucune des 40 valeurs choisies n'ait baissé de plus d'un certain pourcentage par exemple). Selon des enquêtes récentes, la probabilité que ce genre de fonds procure la performance maximum possible est faible.

D Autres styles de gestion

Répondant à la fois à des objectifs commerciaux et à de véritables innovations, les styles de gestion proposés se multiplient. On notera par exemple la gestion alternative qui essaie de tirer parti d'anomalies du marché pour faire mieux que la moyenne mais sans chercher à se référer à un indice particulier. Ses performances sont en principe modestes sur une année mais souvent remarquables sur la distance. Certains de ces fonds utilisent en fait des instruments spéculatifs comme les options : c'est le cas des fameux Hedge funds américains.

Sans qu'ils correspondent à des types de sicav ou de FCP particuliers, quelques gérants mettent en avant une gestion dite « value » : on recherche les valeurs sous-cotées par rapport à leurs actifs qui constituent forcément des placements à long terme. D'autres sur une gestion dite « growth » qui privilégie la croissance sans se soucier de la valeur des actifs.

E Compartiments, parapluies et profilés

Les fonds à compartiment, nés au Luxembourg et baptisés aussi à parapluie, à ombrelle ou feuilletés, permettent au souscripteur de passer selon sa volonté d'une catégorie d'OPCVM à une autre. Par exemple, des actions aux obligations ou des valeurs américaines aux valeurs françaises. Dans les fonds profilés, ce sont les gérants et non les souscripteurs qui procèdent à ces choix. L'épargnant choisit un type de gestion (prudente, audacieuse,...) et non une Sicav ou un fonds spécialisé. Le gérant pourra passer des obligations aux actions ou modifier les sicav ou les fonds qu'il détient, car les profilés sont souvent au moins en partie des fonds de fonds.

F Les fonds de fonds

Dernière innovation d'importance, les fonds de fonds, qualifiés par certains de « seconde génération des OPCVM ». Ils ont pour origine une simple consta-

tation : devant le foisonnement des produits offerts (près de 6 000 Sicav et FCP ouverts au public), comment faire un choix parfois lourd de conséquences.

Choisir un bon fonds est devenu une véritable profession. Avantage pour l'épargnant, une diversification supplémentaire de ses placements, ce qui lui évitera toute catastrophe, mais aussi toute envolée spectaculaire. De plus, cela lui permet d'avoir accès à des véhicules introuvables pour le commun des mortels.

V FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

A Statut

Créé par la loi du 13 juillet 1979, le fonds commun de placement est un **portefeuille de valeurs mobilières en copropriété**. Placement collectif comme les Sicav, il n'est pas régi selon le droit commercial.

Ce statut présente un avantage et un inconvénient.

N'ayant pas de personnalité juridique, il ne fait pas écran entre les souscripteurs et les actifs. Subtilité qui peut se révéler pleine d'intérêt en cas de faillite de l'établissement dépositaire des titres. En revanche, l'absence d'un conseil d'administration rend encore plus crucial le rôle du gérant qui travaille sans contrôle. Indéniablement, une gestion faite par un seul homme présente plus de risque.

B Différences avec les Sicav

Dans la pratique, les différences entre une Sicav et un FCP s'estompent depuis que l'obligation de l'obligation (30 % des actifs au moins devaient être placés en valeurs à revenu fixe ou en liquidités) a été supprimée pour les Sicav, d'une part, et que les actifs d'un FCP ne sont plus plafonnés, d'autre part. Tout au plus peut-on signaler un seuil minimal bien inférieur pour le FCP (300 000 euros contre 4 millions) et l'établissement de la valeur des parts le plus souvent hebdomadaire, et non quotidienne. En raison de ce seuil moins élevé, des fonds très spécialisés (sur certains pays exotiques par exemple) ont pu voir le jour.

C Fonds à risque

Enfin, il existe une catégorie à part, **les fonds à risque qui investissent dans des sociétés non cotées**. De taille en général trop réduite pour être admises en

Bourse, ces dernières présentent cependant un potentiel de développement a priori important. Les fonds à risque sont conseillés pour une durée supérieure à 5 ans en raison d'une faible liquidité et du danger que présentent de tels investissements.

VI UNE FISCALITÉ FAVORABLE

Cette présentation des OPCVM ne peut se conclure sans évoquer la fiscalité favorable qui leur est appliquée. Ainsi, les plus-values sont imposées à 30,1 %, comme pour toutes les valeurs mobilières, dès que le plafond annuel de cessions est dépassé.

Le grand avantage par rapport à une détention en direct d'un portefeuille-titres réside dans le fait qu'il faut désinvestir pour constater des cessions. Les arbitrages (indispensables pour tout investissement en actions sous peine de déconvenues) réalisés dans le cadre de la gestion du fonds n'ont donc aucune conséquence sur un plan fiscal.

Tel n'est pas le cas de l'épargnant qui est amené à vendre tel titre pour tel autre sans pour autant désinvestir.

De plus, avec la possibilité de la capitalisation, il peut, s'il le désire, choisir des OPCVM qui ne distribueront aucun revenu (ce qui ne sera pas le cas d'obligations ou d'actions en direct, tout au moins pour la plupart).

À noter enfin une innovation supplémentaire, les Sicav à double catégorie d'actions, les parts A distribuant des revenus et les parts B les capitalisant. Ainsi, au fur et à mesure de l'évolution de son taux marginal d'imposition, l'épargnant passera de l'une à l'autre pour minimiser ses impôts. En effet, surtout pour les OPCVM actions, la capitalisation n'est intéressante qu'au-delà d'un taux marginal d'imposition relativement élevé.

Incontestablement, les porteurs d'OPCVM bénéficient tout de même d'une fiscalité plus douce que les actionnaires en direct, sauf si ces derniers utilisent un PEA, encore que la suppression de l'avoir fiscal ait laminé leurs avantages.



Les tactiques d'*Investir*

1) Devant la profusion des sicav et des FCP (leur nombre est plus grand que celui des actions cotées à Paris!), le choix est devenu difficile. Des organismes spécialisés publient d'une part des palmarès, mais ceux-ci ne reflètent que le passé, et, d'autre part, des échelles de risque selon le style de gestion. Tout cela peut vous aider dans votre choix mais **n'hésitez pas à suivre les conseils d'*Investir* pour sélectionner vos placements collectifs.**

2) **Soyez attentifs aux frais de gestion** qui, surtout pour les sicav monétaires dont le rendement est faible, peuvent dévorer une partie du gain. Renseignez-vous et comparez.

3) **Ne vous laissez pas impressionner par votre banquier** qui cherchera à vous placer les sicav « maison ». Exigez de lui l'achat des titres d'OPCVM que vous avez choisis. S'il fait preuve de trop de mauvaise volonté ou demande des frais excessifs, n'hésitez pas à ouvrir un compte dans l'établissement qui patronne votre sicav ou FCP favori : vous y serez sans doute bien accueilli.

4) **Le grand attrait des sicav et surtout des FCP est de rendre accessible des marchés** (pays émergents, voire Japon) **ou des valeurs** (technologiques américaines par exemple) **d'un abord difficile pour un particulier.** L'intérêt des OPCVM tout venant ou engagé dans les valeurs françaises et européennes est beaucoup moins évident.

LES OPTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Une option** permet d'acheter (ou de vendre) une action ou un autre actif financier (dit support ou sous-jacent) à un prix déterminé et à une échéance fixée à l'avance.
- 2) **Une option procure un fort effet de levier**, mais, si le cours de l'actif support n'évolue pas dans le sens désiré, la valeur de l'option tombe à zéro.
- 3) **Dans l'évaluation d'une option, on distingue plusieurs valeurs** : arithmétique ou intrinsèque, actuarielle, liée à la volatilité ou au temps.
- 4) **Les bons de souscription sont émis par les sociétés** et permettent de souscrire à l'échéance à une action de l'entreprise.
- 5) **Grâce aux options et aux warrants**, on peut pratiquer des stratégies simples ou complexes de spéculation, mais aussi de défense d'un portefeuille.

Depuis les années 80, les options ont pris un nouvel essor en France sous trois formes : les bons de souscription émis par les sociétés, les bons d'options ou bons privés, connus désormais sous le nom de warrants, qui sont proposés par les banques (voir chapitre suivant) et les options que l'on pourrait qualifier de « pures » d'Euronext.liffe. Nous utiliserons parfois les mots option et warrants comme synonymes.

I GÉNÉRALITÉS

A Définition

La définition commune à ces trois formes d'option est la suivante. Une option est un titre ou instrument financier qui confère à son acquéreur le droit (et non l'obligation) d'acheter (ou de vendre) un nombre déterminé de titres (actions, indices ou tout autre actif financier comme des devises ou des paniers de valeurs) à un prix fixé à l'avance appelé prix d'exercice. Ce droit ne peut être exercé que

durant la vie de l'option, c'est-à-dire jusqu'à la date de l'échéance. Une option a donc une durée de vie limitée et peut tomber à zéro à l'échéance.

Si l'option confère à son acquéreur la possibilité d'acheter l'actif sous-jacent, appelé également actif support, (action, indice ou autre), il s'agit d'une option d'achat (call en anglais); si l'option procure une possibilité de vente, il s'agit d'une option de vente (put en anglais).

B Les trois catégories d'options

✓ *Les bons de souscription*

Ils répondent à la définition générale des options avec la réserve qu'ils n'existent que sous forme d'option d'achat et que, contrairement aux autres options, leur exercice entraîne la création d'actions nouvelles émises par la société. Il s'agit d'un investissement.

✓ *Les warrants (bons d'options ou bons privés)*

Ceux-ci sont très proches des bons de souscription mais ils ne donnent pas naissance à des actions nouvelles. Ils s'en distinguent aussi parce qu'ils peuvent porter sur d'autres actifs sous-jacents que les actions (indices, devises, ...) et qu'il existe des warrants qui constituent des options de vente (put). Nous en traiterons dans le chapitre suivant.

✓ *Les options « pures » du Monep*

Négociées sur l'ex-Monep, devenu partie intégrante d'Euronext.liffe, elles permettent de jouer sur les actions et sur les indices, à la hausse comme à la baisse. On peut acheter des options d'achat ou de vente mais aussi vendre ces deux catégories d'option : cela permet de prendre quatre positions différentes sur le marché. Autre avantage : la création en permanence de nouvelles options avec des prix d'exercice adaptés à l'évolution récente des cours. Ces options apparaissent ainsi à la fois comme des instruments de spéculation et comme des outils de gestion : elles donnent par exemple les moyens de protéger un portefeuille contre la baisse de la Bourse.

II LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTION

Nous allons commencer par illustrer les options par les plus simples d'entre elles, les bons de souscription d'action, en raisonnant à partir d'un exemple.

A Valeur arithmétique ou intrinsèque

Une société, appelons-la Velmouse, a émis en 2009 un bon qui donne le droit à son propriétaire d'obtenir deux actions nouvelles de la société au prix de 110 €, soit 55 € par action, jusqu'au 31 décembre 2013. Cela signifie que si, au moment de l'échéance, le cours de l'action Velmouse a dépassé 55, il sera avantageux de souscrire à ce prix, puisque le titre vaudra plus en Bourse. Au contraire, si Velmouse est au-dessous de ce niveau, l'opération n'aura aucun intérêt et la valeur du bon tombera à zéro.

On peut apprécier tout de suite quelle sera **la valeur du bon à l'échéance**. Si, par exemple, l'action s'inscrit à ce moment à 80 €, le bon vaudra 50, soit deux fois la différence entre le cours auquel on pourrait vendre l'action obtenue et son prix de souscription, puisque le bon donne droit à deux actions. La valeur que nous venons de calculer est la **valeur arithmétique ou intrinsèque du bon**.

B Valeur temps

L'acheteur du bon peut ainsi s'intéresser à la société avec une mise inférieure à celle nécessaire à l'achat d'une action, d'où une **économie de capitaux**.

✓ Valeur actuarielle

Continuons à raisonner sur le bon Velmouse en nous plaçant en janvier 2010. Le 3 janvier, il cote 39,60 €, alors que l'action ne vaut que 63 €. Avec un prix de souscription de 55, sa valeur arithmétique est de 16 € (deux fois 8).

Pourquoi alors des investisseurs acceptent-ils de payer un tel montant ? C'est parce que, en plus de leur prix arithmétique éventuel, les bons offrent **une valeur temps**.

• Économie de capitaux

La souscription pour Velmouse aura lieu en décembre 2013, donc dans près de quatre ans. En achetant début 2010 le bon à 39,60 plutôt que deux actions à 63, on économise une somme de près de 87 euros avec le même intérêt à une

hausse de Velmouse au-dessus de 63 que le propriétaire direct d'une action. Si on place les 87 € économisés en obligations à 5 % jusqu'à l'échéance, on obtient en capitalisant les intérêts un revenu supplémentaire de près de 19 €.

Cette somme, produit de l'économie de capitaux procurée par le choix du bon plutôt que de l'action, constitue **la valeur actuarielle** du bon. Le cours de 39,60 est fondé en partie sur le résultat de ce calcul, augmenté de la valeur instantanée (ou arithmétique) de 16. Le bon devrait valoir en théorie 35. À 39,60, il est nettement au-dessus de ce prix. À la somme des valeurs arithmétique et actuarielle, le marché ajoute souvent un supplément qui reflète la volatilité, assez forte ici pour une durée de vie de quatre ans (voir ci-dessous).

La valeur actuarielle apparaît pleinement quand le bon a une valeur instantanée de zéro, l'action cotant au-dessous du prix d'exercice.

Exemple : début 2010, le bon de la société Flambard à échéance de décembre 2013 à prix d'exercice de 46 € (1 action pour 1 bon) cote 6, alors que l'action ne vaut que 42. Mais sa valeur actuarielle (36 € économisés pendant 4 ans et placés à 5 %) atteint 7,75 €.

• **Méthode de calcul**

Il existe un autre moyen de calculer la valeur actuarielle du bon. Elle consiste à déterminer d'abord la valeur actuelle du prix d'exercice et à prendre ensuite la différence entre ce prix d'exercice et sa valeur actuelle.

Exemple : le prix d'exercice d'un bon dont l'échéance arrive dans trois ans est de 125 €, ce qui correspond approximativement, à un taux d'actualisation de 5 %, à 108 € à cette échéance. La valeur actuarielle du bon est alors de $125 - 108 = 17$ €. Cette méthode est particulièrement utile quand la valeur arithmétique d'un bon est égale à zéro ou est négative.

✓ **Durée du bon et volatilité**

Il y a un autre aspect de la valeur temps qui peut justifier que le bon Flambard vaille 6 €. C'est la chance que l'action sur laquelle le bon est en quelque sorte indexé (on parle d'action support ou sous-jacente) accomplisse une belle hausse.

Plus l'échéance est lointaine, plus cette chance grandit. Un bon dont la durée de vie est longue, comme le Flambard, jouit par conséquent d'une surcote.

En outre, plus l'action support offre une volatilité élevée (c'est-à-dire a tendance à enregistrer des variations de cours supérieures à la moyenne), plus grandes sont les chances que, au moins de manière provisoire, le titre accomplisse une vive hausse qui se communique au bon.

C Effet de levier

Nous avons vu que la valeur arithmétique du bon Velmouse était de 50 pour un cours de l'action de 80. Supposons maintenant que le titre grimpe à 100. Toujours par différence avec le prix d'exercice à l'échéance de 55, on peut calculer que sa valeur arithmétique passerait à 90 € (deux fois 45). Ainsi, pour une hausse de 25 % de l'action, le bon s'apprécierait de 80 %, soit plus de trois fois. C'est l'effet de levier.

On obtient de manière simple l'effet de levier en divisant le cours de l'action par le cours du bon. Exemple : un bon donnant droit à une action cote 51 et l'action 95, le levier est de 1,86, soit 95 divisé par 51.

D Création des bons

Il peut arriver que des bons soient créés de manière autonome. Une société peut en émettre ou en distribuer gratuitement par exemple afin de compenser pour ses actionnaires l'abandon de leurs droits de souscription à une augmentation de capital classique.

Le plus souvent, les bons proviennent d'une émission d'actions à bons de souscription d'actions (ABSA) ou d'obligations à bons de souscription d'actions (OBSA).

III LES OPTIONS PURES

L'ex-Monep est désormais intégré dans Euronext.liffe. Après une période brillante, il subit un déclin. Les marchés sur lesquels des intermédiaires offraient autrefois des fourchettes de cours à l'achat et à la vente sont devenus peu liquides.

Contrairement au SRD (marché à terme ferme), il n'est pas obligatoire de dénouer sa position soit par le règlement ou la livraison des titres, soit par une opération en sens contraire de celle effectuée initialement. L'option est un dédit qui permet de renoncer éventuellement à la possibilité d'acheter ou de vendre. On parle donc de marché à terme conditionnel.

A Principaux contrats

Il existe deux types de contrats d'options négociables :

- L'un porte sur les actions des plus grandes sociétés françaises et de quelques sociétés étrangères cotées à Paris (une centaine en théorie, mais moins d'une quarantaine donne lieu à des transactions suivies).
- L'autre concerne les indices boursiers : CAC 40, Dow Jones Eurostoxx 50,...

B Exercice

Le fait d'exercer l'option annule le contrat qui se transforme en une transaction d'achat ou de vente ferme du nombre des actions sous-jacentes fixé au contrat.

Pour les options sur les indices, l'exercice se traduit par un versement direct en espèces de la différence entre le niveau de l'indice et le prix d'exercice.

Mais exercer son option demeure une pratique très exceptionnelle ; l'acheteur préfère généralement revendre son option (symétriquement le vendeur peut racheter son option). Il y a pour cela une excellente raison technique, c'est que plus le temps passe, plus la valeur temps de l'option diminue, rendant – toutes choses égales par ailleurs – son cours de moins en moins élevé.

C Échéances

Les échéances sont fixées au troisième vendredi du mois. Il existe aussi des échéances trimestrielles pour les options longues (six mois à un an ou plus).

D Premium

En contrepartie du droit attaché au contrat d'option, l'acheteur paie au vendeur une prime (« **premium** »). C'est le montant qui dédommage le vendeur de son obligation éventuelle, en cas d'exercice de l'option par l'acheteur, de livrer (pour les call) ou de recevoir (pour les put) les actions au prix fixé.

Une fois le premium décaissé, le détenteur peut exercer son option en achetant ou vendant le titre support au prix d'exercice. Bien entendu, l'acheteur n'exerce son option que s'il trouve profitable de le faire.

E Quotité

Chaque contrat d'options est conclu pour 10 ou 100 actions uniformément, quel que soit le niveau du cours de l'action sous-jacente. Ainsi, les ordres en matière d'options s'expriment en nombre de contrats, chacun d'entre eux portant sur 10 ou 100 actions. Les contrats sur indice se traitent à l'unité. Bien entendu, il faut passer des ordres sur des multiples de 10 ou 100 actions et sur un grand nombre de contrats pour éviter de payer des courtages prohibitifs sur de petites quantités.

F Séries d'option

À tout moment, pour une même valeur support et sur chaque échéance, au moins cinq séries d'options d'achat et de vente font simultanément l'objet de cotations. Ces cinq séries sont respectivement caractérisées par :

- Un prix d'exercice à **parité** (en anglais : at the money) des cours de l'actif sous-jacent. Cela signifie que le prix d'exercice est voisin du cours actuel de l'action sous-jacente ou de la valeur actuelle de l'indice support ;
- Deux prix d'exercice successifs « **dans les cours** », (« in the money » en anglais) c'est-à-dire inférieurs au prix actuel de l'actif sous-jacent s'il s'agit d'une option d'achat ou supérieurs s'il s'agit d'une option de vente ;
- Deux prix d'exercice successifs « **hors des cours** » (« out of the money »), c'est-à-dire supérieurs au prix actuel du sous-jacent s'il s'agit d'une option d'achat ou inférieurs s'il s'agit d'une option de vente.

Au fur et à mesure qu'évoluent, à la hausse ou à la baisse, les cours de l'actif sous-jacent, de nouvelles séries d'options sont introduites, de manière à appliquer ce principe en permanence.

G La couverture

Tout vendeur d'options (l'acheteur, lui, est dispensé de cette obligation) doit en permanence avoir sur son compte, en espèces, bons du Trésor, Sicav de trésorerie ou actions entrant dans la composition du CAC 40, les sommes nécessaires pour affronter une variation défavorable (plus ou moins 20 % pour les actions et 150 points pour l'indice CAC 40) du cours du titre support lors de la séance suivante. Cette contrainte, ajoutée à des éventualités de fortes pertes rend excessivement dangereuse la vente à découvert.

IV PRINCIPALES STRATÉGIES

Les options peuvent être utilisées dans différents cas de figure : des opérations de **couverture** pour limiter les risques en cas de baisse des cours des titres détenus en portefeuille ; des opérations de **spéculation** en anticipation de cours – à la hausse comme à la baisse – qui permettent de dynamiser la rentabilité d'un portefeuille ou de multiplier les capacités de placement en utilisant l'effet de levier des options ; des opérations **d'arbitrage**.

A Les opérations de base

Quatre opérations de base peuvent être effectuées par les investisseurs :

- l'achat et la vente d'options d'achat ;
- l'achat et la vente d'options de vente.

Chacune de ces positions sera successivement présentée, en examinant, par mesure de simplicité, les résultats obtenus à la date de l'échéance, mais rappelons qu'il est toujours possible (et souvent préférable) de vendre ou de racheter ses options avant cette échéance.

Ces stratégies peuvent être réalisées aussi avec des warrants (voir chapitre suivant) mais uniquement pour deux d'entre elles : l'achat d'option d'achat ou de vente.

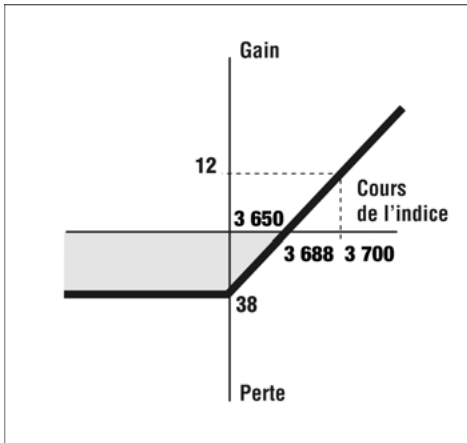
B Exemples avec les options sur l'indice CAC 40

Achat d'une option d'achat : L'acheteur d'une option d'achat pourra acheter jusqu'à l'échéance le titre sous-jacent à un prix (le prix d'exercice) fixé au moment de l'achat d'option. Lorsque le cours du titre (ici l'indice) monte au-dessus du prix fixé par le contrat, grossi du premium versé pour acquérir l'option, l'acheteur est gagnant et ses gains sont potentiellement illimités. En cas de baisse du cours, ses pertes sont strictement limitées au montant du prix de l'option.

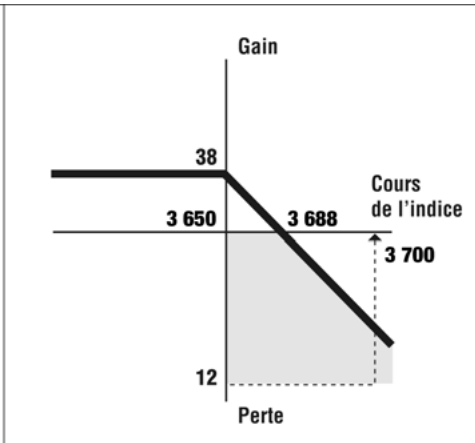
Exemple : le 8 août, l'indice cote 3 500 à la clôture. Un gestionnaire qui décide de jouer la hausse du marché peut acheter un call sur indice échéance septembre au prix d'exercice de 3 650. Il paye au vendeur une prime de 38 euros, puisque tel est le cours de l'option ce jour-là. À la fin du mois de septembre, admettons

que l'indice vaille 3 700. L'acheteur exerce son option et empoche 12 euros ($3\ 700 - 3\ 650 - 38$). Admettons à l'inverse que l'indice cote 3 300. Le détenteur de l'option ne l'exerce pas, et perd le montant de la prime soit 38 euros. A 3 688, son opération est blanche.

Achat d'une option d'achat



Vente d'une option d'achat

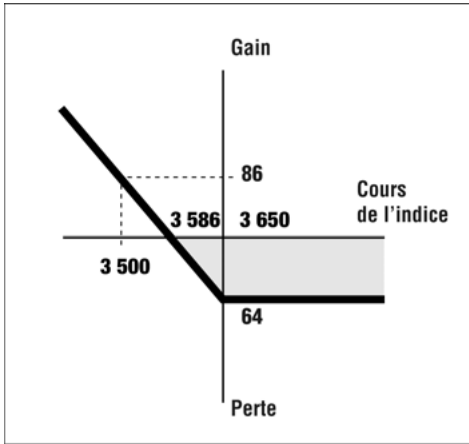


(Résultat à l'échéance)

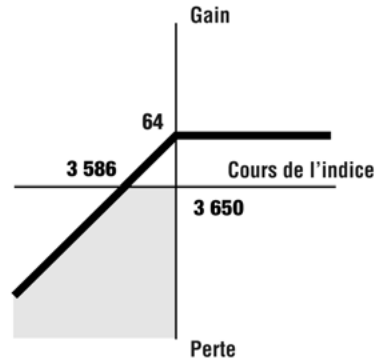
Vente d'une option d'achat : Le vendeur d'une option d'achat est dans la situation inverse de celle précédemment décrite ; il perçoit immédiatement le prix de l'option, mais s'engage à livrer les titres à son acheteur si celui-ci le désire. Le gain est limité au premium encaissé et les pertes sont potentiellement illimitées si le cours du titre sous-jacent (ici l'indice) monte.

Exemple : le 8 août, l'intervenant veut vendre une option sur indice toujours d'échéance septembre et de prix d'exercice 3 650. Il espère que, avant la fin du mois de juin, le cours de l'indice qui cote alors 3 500 ne dépassera pas 3 650. Il encaisse le premium de 38 euros. Si à la fin septembre, l'indice est de 3 700, sa perte est de 12 euros ($3\ 700 - 3\ 650 - 38$). En cas de forte baisse de l'indice, le gain reste limité à 38 euros.

Achat d'une option de vente



Vente d'une option de vente



(Résultat à l'échéance)

Achat d'une option de vente : L'acheteur d'une option de vente a une stratégie baissière car il vend à un prix déterminé un titre dont il espère voir le cours diminuer. Il s'acquitte du prix de l'option et se réserve le droit de vendre ou non la quantité de titres au prix fixé dans le contrat. En cas de hausse de la valeur sous-jacente, sa perte est limitée au prix de l'option. En revanche, son gain est proportionnel à la baisse des cours du titre sous-jacent.

Exemple : l'acheteur d'une option de vente sur indice 3 650 échéance septembre au prix de 64 euros sera gagnant en cas de baisse de l'indice. Par exemple, si celui-ci cote à l'échéance 3 500, il exerce son option et son gain sera de 86 euros, c'est-à-dire $3\ 650 - 3\ 500 - 64$.

Vente d'une option de vente : Tout comme le vendeur de call, l'opérateur cédant une option de vente table sur une stabilité (ou une très légère hausse) des cours de la valeur support. Le vendeur d'une option de vente encaisse le prix de l'option mais s'engage à acheter les titres si l'acheteur du put le décide. En cas de hausse de l'actif sous-jacent, son gain est limité au prix de l'option : sa perte potentielle est considérable et proportionnelle à la baisse des cours du sous-jacent.

Exemple : le vendeur d'une option de vente sur indice 3 650 septembre à 64 euros sera gagnant si l'indice ne baisse pas au-dessous de 3 586 ($3\ 650 - 64$). Son bénéfice, en cas de stabilité ou de hausse de l'indice, sera limité à 64 euros.

C Les stratégies complexes

« Straddle », « strangle », « bull spread », « bear spread » ou encore papillon et condor... autant de noms ésotériques qui donnent aux options un parfum de mystère.

L'intérêt majeur des options négociables réside dans la multitude de stratégies qu'elles permettent d'établir. En fonction de ses objectifs de gestion, de ses anticipations et du niveau de risque souhaité, l'investisseur peut, en combinant l'achat ou la vente simultanée de plusieurs options affiner sa politique.

- Les écarts

Il est possible de constituer des portefeuilles d'options de même nature (calls ou puts), mais différentes par leur date d'échéance et/ou leur prix d'exercice. Ces portefeuilles sont généralement appelés des écarts (spread en anglais).

Autre forme d'écart: l'écart vertical consistant en l'achat d'une option et la vente simultanée d'une option de prix d'exercice ou d'échéance différentes.

Par exemple, il peut être avantageux de se créer un écart créditeur: le montant des options vendues est supérieur au coût des options achetées, ce qui assure un léger gain, même si les cours ne varient pas dans le sens souhaité pour dégager un bénéfice supérieur à cet écart.

- Le stellage

Il associe l'achat (ou la vente) d'un call et d'un put ayant le même prix d'exercice ou la même date d'échéance. Ceci se dénomme un **stellage** (**straddle** en anglais). Faire un stellage, c'est parier qu'un titre va subir une très forte variation dont on ignore le sens. Mais on sera gagnant en cas de hausse ou de baisse prononcée.

Le nombre de stratégies pouvant être mis en œuvre n'a pour limite que l'imagination et les anticipations des opérateurs.

D Comment déboucler sa position

Dans tous les exemples que nous avons évoqués, nous avons, par mesure de simplicité, présenté le profil de gain à l'échéance; or, la quasi-totalité des options sont revendues ou rachetées avant cette date, afin de céder à la fois de la valeur intrinsèque et de la valeur temps. Toutefois, il peut arriver que le détenteur d'une option exige de recevoir les titres auxquels il a droit ou de livrer ceux qu'il a vendus. C'est ainsi que le vendeur d'une option d'achat ou de vente appelé à faire la contrepartie peut être « assigné ».

V LES CRITÈRES D'ÉVALUATION DES OPTIONS

Qu'il s'agisse de bons, de warrants (voir chapitre suivant) ou d'options pures, les critères d'évaluation sont pour la plupart communs.

- 1 – **La valeur arithmétique** : C'est la plus accessible au simple bon sens. Elle dépend du **cours du titre support** et du **prix d'exercice**.
- 2 – **La valeur actuarielle**, qui permet de prendre en compte le facteur temps, est essentiel.
- 3 – **La valeur temps** : plus le temps restant à courir est long, plus les chances de hausse de l'action sont grandes.
- 4 – **La volatilité** : il s'agit de la faculté d'un titre à varier plus fortement que la moyenne du marché. Plus elle est forte, plus on peut penser que l'action a la possibilité d'accomplir une bonne performance. Des méthodes mathématiques prennent en compte la volatilité. Celle de Black and Scholes est la plus connue. Malheureusement, elle a été créée pour les options et son application aux bons, dont la durée de vie est assez longue, est peu scientifique.
- 5 – **Le risque de perte** : en fin de course, une option, dont l'action support n'atteint pas le niveau du prix d'exercice, tombe à zéro. Il faut donc prendre en compte le risque de perte maximale qui existe sur un bon ou une option.
- 6 – **La hausse nécessaire de l'action** : ce critère de bon sens permet de moduler les jugements fondés sur la valeur actuarielle. Exemple : un bon donne droit à une action à 46 dans quatre ans ; pour qu'il se valorise de manière suffisante pour laisser un gain de l'ordre de moitié, si il a été acheté à plus de 8, alors que le titre support ne vaut que 42, il faut que l'action grimpe à l'échéance au-dessus de 58, soit une hausse de 38 % ou plus de 8 % par an. On peut se demander si ce genre d'hypothèse est réaliste quand le rythme exigé est de l'ordre de 20 % par an, voire par mois pour les options, ou plus.
- 7 – **L'effet de levier** : celui-ci est plus ou moins ample. Il est très fort si, pour une hausse de 20 % de l'action par exemple, l'option quintuple. Il est faible si, pour une même progression de l'action, le warrant ne gagne que 30 % par exemple. Dans certains cas rares, les gains seront même identiques. L'effet de levier est alors nul et l'option n'a guère d'attrait.
- 8 – **Le taux d'intérêt** : plus il est élevé, plus la valeur actuarielle des bons et options qui en dépend est élevée. On en déduit que les périodes les plus fastes pour les bons sont celles durant lesquelles les taux sont élevés mais avec une perspective de détente qui stimule les actions.
- 9 – **Les dividendes** : ce facteur est négligeable pour les bons mais intéresse les options et les warrants courts. Si ces options sont protégées contre les

opérations financières qui affectent la valeur boursière du titre support, elles ne le sont en revanche pas, par souci de simplicité, contre le détachement du dividende. Le paiement du coupon désavantage l'acheteur du call et le vendeur du put, puisqu'il rend moins probable l'exercice profitable de l'option d'achat et plus probable celui de l'option de vente.



Les tactiques d'Investir

1) Les considérations techniques permettent de guider le choix des bons et options. N'oubliez tout de même pas que ces titres ne sont pas des ectoplasmes mais qu'ils représentent des actions et donc des entreprises. Quel que soit le charme d'un bon ou d'une option, il ne faut s'y intéresser – sauf opérations spéculatives rapides – que dans le cas où on a confiance dans les performances de la société sur laquelle il porte, dont on espère une valorisation de l'action.

2) La parité d'exercice est le plus souvent d'une action pour un bon. Mais il arrive qu'elle soit complexe : 3 bons pour 1 action ou 2 actions pour 1 bon. Il faut y prendre garde. En cas d'opération financière sur une société qui a émis des bons, la parité est ajustée mais le prix de souscription reste constant, encore que des exceptions aient été faites parfois à cette règle.

3) Il est déconseillé de conserver une option jusqu'à l'échéance. Il ne faut pas hésiter à prendre rapidement ses bénéfices... ou ses pertes, tant que les transactions sur l'option sont étoffées. Ce principe est moins impératif pour les bons mais à une condition : être prêt à souscrire à des actions nouvelles et en avoir les moyens.

4) Les stratégies complexes, très intéressantes sur le papier, mais qui, en raison des frais ou de marchés insuffisamment liquides pour obtenir certaines options à un prix raisonnable, peuvent être vidées de leur substance par des surcoûts, en raison d'un marché plus facilement abordable et en dépit de prix d'émission élevés pratiqués par les banques.

DE NOUVEAUX OUTILS BOURSIERS : TRACKERS, WARRANTS ET CERTIFICATS

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Les banques** ont développé une série d'instruments financiers : les trackers, les warrants et les certificats indexés.
- 2) **Les trackers** s'apparentent aux sicav, mais ils sont cotés en Bourse et la composition de leurs actifs est figée. Des trackers plus spéculatifs souvent proches des warrants ont fait aussi leur apparition.
- 3) **Les warrants** sont analogues aux bons de souscription ou aux options. Ils permettent de s'intéresser de manière spéculative à des indices ou à des sociétés qui n'ont pas émis elles-mêmes de bons.
- 4) **Les certificats indexés présentent une grande variété.** Certains sont voisins des sicav. D'autres plus ou moins spéculatifs et comparables aux warrants limitent le risque ou au contraire l'accroissent avec des possibilités de gain supérieur. Leurs formules sont très nombreuses.
- 5) Une nouvelle innovation est apparue : les CFD.

Depuis quelques années, les banques, avec l'appui d'Euronext, ont développé une série d'instruments financiers nouveaux qui sont cotés en Bourse, mais n'émanent plus d'entreprises, quand bien même certains permettent de s'engager sur leurs actions. Il s'agit soit d'un prolongement des sicav avec les trackers et les certificats indexés les plus simples, soit de bons de souscription ou d'options privées, comme les warrants et les certificats les plus compliqués. Dans le même esprit, on a vu se développer sur Internet les CFD (Contracts For Difference), outils très spéculatifs. On peut regretter que l'essor des warrants se soit réalisé aux dépens du marché officiel des options (ex-Monep) qu'il tend à évincer.

I LE SUCCÈS DES TRACKERS

Créée il y a moins de dix ans, cette nouvelle catégorie de placement collectif est inspirée des États-Unis. Les trackers, appelés encore ETF (Exchange Traded Funds dont la traduction française est fonds négociables en Bourse), suivent un

indice ou un panier de valeurs dont ils « traquent » l'évolution qu'ils reproduisent fidèlement, car ce sont au sens propre du mot anglais des « traceurs ». Juridiquement, il s'agit en général de fonds communs de placement d'une durée de vie illimitée. Les trackers ont l'avantage d'être cotés en Bourse et de donner droit à des dividendes. Ils rencontrent un bon accueil des investisseurs et du public. Leur nombre se multiplie rapidement : il en existe près de 400 sur le marché.

A Principaux actifs sous-jacents

Les trackers permettent de s'intéresser à des actifs sous-jacents variés. D'abord des paniers de valeurs (exemple : automobile, banque, télécommunications, énergie, pharmacie...) qui, la plupart du temps, reproduisent un indice sectoriel européen ou international. Ensuite des indices boursiers généraux (CAC 40, Dow Jones, Eurostoxx 50...) – ou sur les obligations, domaine en progression, avec de nombreuses possibilités (emprunts d'État, de sociétés privées, de différents pays) comme l'Euro MTS. Enfin les matières premières.

On se trouve dans la position d'un acheteur direct de l'indice ou des valeurs qui composent le « panier ». L'avantage, comme pour une sicav, est que l'on peut diversifier ses placements dans un secteur : il serait difficile d'acheter toutes les valeurs de pharmacie, la plupart étrangères, que comporte par exemple un « panier » pharmacie. Au delà, les trackers donnent accès à des marchés difficilement abordables. Toute la planète boursière est à portée de la main avec des trackers non seulement sur l'Amérique, mais aussi sur l'Europe de l'Est, la Chine, l'Inde, Taïwan, les autres pays d'Asie hors Japon, les Émirats, le Brésil... D'autres donnent accès à l'immobilier dans des pays étrangers, aux matières premières, au capital-investissement... Il y a là des placements qui ne sont pas directement accessibles à un particulier mais qui peuvent être plus risqués que la moyenne. Contrairement aux sicav, les trackers ne font pas l'objet d'une gestion active. Le « panier » reste figé. Il n'y a pas d'arbitrage pour essayer de remplacer une valeur par une autre jugée plus performante.

B Frais

Contrepartie avantageuse de cette gestion passive : les frais sont limités – 0,5 % en moyenne – et vont de 0,165 % pour les titres représentatifs d'obligations à 1 %. Ils sont déduits en général chaque jour de la valeur liquidative ou chaque année du dividende. En fait, on paie l'entrée et la sortie du placement par les courtages en Bourse.

C Une classification en quatre catégories

Devant le développement des trackers, Euronext a décidé de diviser ce compartiment de cotation en quatre catégories.

1) Le plus important est celui des **indices de marché**. Ce sont les trackers classiques qui permettent de suivre en prise directe un indice ou un panier de valeurs sur lequel ils sont indexés.

2) Les **indices de matières premières**, comme leur nom l'indique, varient en fonction d'un indice de matières premières ou du prix d'un ou plusieurs produits préalablement sélectionnés (or, pétrole par exemple)

3) Destinés à refléter non pas un marché ou un secteur mais un style de gestion, les **indices de stratégie** suivent des paniers de titres construits spécialement pour rechercher soit la croissance, soit le rendement, soit les petites ou les moyennes valeurs...

4) Les **ETF actifs** s'éloignent du style de placement indexé classique. On peut les subdiviser en deux « races ». Les premiers recherchent une sécurité accrue avec une protection partielle du capital investi en cas de baisse et s'apparentent donc aux sicav ou fonds à capital garanti ou baisse limitée: par exemple, le SGAM ETF Flexible CAC 40 permet une protection partielle du capital avec une perte limitée au maximum à 20 % par an et, en contrepartie, des frais de gestion de 1 %. Les seconds, au contraire, offrent des possibilités de gain plus grandes que celles de l'indice de référence au prix souvent d'un risque plus élevé, grâce à un effet de levier, identique à celui des marchés à terme ou des options et warrants. Par exemple, le SGAM ETF Leveraged CAC 40 permet de doubler le gain éventuel sur l'indice CAC 40, mais il multiplierait aussi par deux la perte.

Il existe des trackers qui permettent de jouer la baisse du marché. L'un d'eux, le SGAM ETF Xbear CAC 40 (code mnémorique BX4) permet même de profiter du repli du marché tout en étant éligible au PEA grâce à l'astuce de ses inventeurs. C'est une chose à retenir si on veut couvrir son plan d'épargne en actions en cas de menace de chute de la Bourse.

D Parité

Le propriétaire d'un seul tracker n'est jamais intéressé à un indice tout entier mais à une fraction d'indice. Les prix des trackers correspondent par exemple à un centième du CAC 40, soit 36 € si ce dernier est à 3 600. Certains trackers représentent des dixièmes ou des millièmes d'indice.

E La cotation

Ces titres sont cotés en Bourse en continu, ce qui les différencie des certificats indexés et des sicav. On peut les acheter et les vendre comme des actions. Leurs cours sont influencés par les anticipations du marché et peuvent s'éloigner légèrement de la valeur liquidative publiée tous les jours (il s'y ajoute une valeur liquidative indicative calculée toutes les 15 secondes par Euronext pour encadrer la cotation en tenant compte des évolutions instantanées des indices). Cet écart ne dépasse cependant jamais 1,5 % (3 % pour des trackers comportant des valeurs non européennes) en plus ou en moins, grâce à des suspensions de cotation, qui se déclenchent dès que les cours menacent de sortir des bornes fixées, et à l'action de spécialistes ou teneurs de marchés, baptisés apporteurs de liquidités. Il est conseillé toutefois de passer des ordres limites.

La plupart des trackers sont cotés en SRD.

À noter que valeur liquidative et cours peuvent s'éloigner du niveau de l'indice de référence dans la mesure où ils sont gonflés par les dividendes perçus ; ce n'est que après le détachement du coupon du tracker que les deux chiffres vont coïncider.

F Stratégies

Acheter ou vendre des trackers est plus facile et plus rapide que pour les sicav grâce à la cotation en continu. Il est donc aisé de suivre (ou de cesser de suivre) les secteurs ou les indices qui vous intéressent. On peut diversifier aisément son portefeuille grâce au large éventail disponible.

Autres avantages : les trackers peuvent être placés dans un PEA si leur composition répond aux conditions requises et ils donnent droit à des dividendes.

Enfin, contrairement aux sicav, il est possible de se servir des trackers comme outil de spéculation. L'éligibilité aux opérations à terme du SRD permet des opérations comme la vente à découvert pour jouer à la baisse ou l'achat de trackers avec un effet de levier.

III LES WARRANTS (OU BONS D'OPTIONS OU BONS PRIVÉS)

Ces warrants connaissent un succès croissant. Il s'agit d'options émises par des banques ou des établissements financiers. Celles-ci donnent le droit d'acquiescer notamment des actions de sociétés qui n'ont pas émis elles-mêmes ces bons. C'est la banque qui fournira éventuellement les actions à l'échéance. De plus en plus, on tend à baptiser ces bons d'option (appellation officielle) war-

rants et à leur réserver ce nom qui, jusqu'ici, s'appliquait indifféremment à tous les types de bons.

A Une large palette

Les warrants émis par les banques portent non seulement sur des actions, y compris celles de sociétés étrangères, mais aussi sur d'autres actifs financiers : indices, paniers de valeurs, obligations, devises... Cette variété est un des grands attraits de la formule.

La palette des warrants est d'autant plus large que les émetteurs créent souvent successivement plusieurs warrants sur un même titre à des échéances et à des prix d'exercice différents.

B Options de vente (*put warrants*)

Autre intérêt : à côté des warrants comparables aux bons de souscription, il existe d'autres, malheureusement plus rares, qui correspondent à des options de vente (*put warrant*) et permettent de jouer une action ou un actif financier à la baisse. En revanche, il n'est pas possible de vendre un warrant à découvert.

C Parité

Contrairement aux bons de souscription, la parité des warrants n'est pratiquement jamais de 1 warrant pour une action, mais, en général, de 5 à 20 pour obtenir une action.

En ce qui concerne les warrants sur indices, la parité est en général de 200 à 1 000, le plus souvent de 500. Autrement dit, il faut alors 500 warrants pour être intéressé à un indice. Le fait que les warrants ne peuvent être achetés à l'unité mais par quotités permet d'être toujours engagé au moins sur un indice entier ou une action.

D Cotation et quotité

Traités par le marché d'Euronext, ces warrants sont dotés d'un code ISIN et d'un mnémonique. Ils se négocient par quotités en majorité de 1 000 unités (ce qui permet comme on l'a vu plus haut d'être toujours en prise directe sur un indice ou une action).

De ce fait, la mise est souvent relativement importante en dépit du cours la plupart du temps inférieur à 1 euro de ces titres. Les émissions de Société Générale, Citibank, BNP-Paribas, Crédit Lyonnais Unicredito, Commerzbank, ... sont facilement accessibles. Investir leur consacre une rubrique hebdomadaire spéciale.

E Évaluation et stratégie

L'évaluation de ces warrants est identique à celle des options en général ou des bons de souscription. On prendra garde toutefois que les banques font en général payer assez cher leurs options à l'émission.

Ces bons d'option permettent de spéculer, de couvrir un portefeuille, etc. (voir les stratégies sur l'ex-Monep page 126). Seule différence : il n'est pas possible de construire des stratégies complexes à partir de la vente d'options.

Comme pour les options, il est conseillé de vendre ces titres avant l'échéance.

F Exemples d'opérations

✓ Jouer la hausse de l'indice CAC 40

Prenons un warrant BNP-Paribas sur le CAC 40. Son échéance est fixée au 18 juin 2010 avec un prix de référence de l'indice de 3 800. La parité est de 500, nombre de warrants dont il faut disposer pour être en prise directe sur l'indice. Le cours est de 0,53 pour un CAC 40 à 3 740. J'achète 1000 de ces warrants pour 530 euros. Pour que je puisse commencer à être gagnant, l'indice doit valoir 3 800 plus 265 euros de coût de 500 warrant, soit 4 065. Imaginons qu'il monte à 4 500 (hausse de 20 %), le gain sera de 435 euros, soit 870 euros pour mes 1000 titres (deux indices), ma mise aura progressé de 164 % pour une hausse de 20 % de l'indice. La valeur temps de ce warrant est assez élevée (mais elle diminue chaque jour), puisqu'il cote 0,53 pour une valeur intrinsèque nulle avec un CAC 40 au-dessous de 3 800.

✓ Jouer la baisse d'une valeur, d'un indice...

Un des attrait des warrants est de pouvoir spéculer à la baisse en limitant le risque à la somme engagée dans l'achat de l'instrument financier. Exemple: un warrant BNP Paribas à la vente (put) sur le CAC 40, échéance 18 juin 2010 prix d'exercice de 3 300. Il faut 200 warrants pour être en prise directe avec l'indice. J'en achète 1000 (5 indices) au prix de 0,13, alors que le CAC 40 vaut

3 740. Il faut que, d'ici à l'échéance, l'indice soit au-dessous de 3 300 pour que le warrant offre une valeur intrinsèque et au-dessous de 3 274 pour qu'il vaille plus que mon prix d'achat de 0,13. Imaginons un krach qui le fasse tomber à 2 400, ma spéculation à la baisse sera gagnante. Le warrant vaudra 4,50 euros (900, différence entre 3 300 et 2 400, divisée par 200) et, avec mes 1 000 titres, j'aurais gagné 4 370 euros (1 000 fois 4,50 moins 0,13) pour une mise de 130 euros.

III LES CERTIFICATS INDEXÉS TRADITIONNELS

Les certificats indexés, nés en juin 1999, dépendent de l'évolution d'un panier de valeurs (par exemple d'automobile, d'alimentation ou de pharmacie) ou d'un indice. Contrairement aux placements collectifs classiques, on se trouve dans la position d'un acheteur direct des valeurs représentées dans le certificat, car il n'y a pas d'arbitrage par des gestionnaires. Ce sont juridiquement des valeurs mobilières d'une durée de vie limitée entre un et dix ans.

IV LES CERTIFICATS INDEXÉS À EFFET DE LEVIER

Baptisés de noms barbares, variant selon les émetteurs et déroutants pour le profane (turbos, floorés, cappés), les certificats indexés à effet de levier connaissent un certain développement. L'imagination de leurs créateurs est presque sans limite, aussi n'est-il pas question de tous les décrire. Il s'agit de produits dits « structurés » et donc compliqués.

Souvent proches des warrants, ils ont l'avantage de pouvoir s'acheter à l'unité et non pas en respectant une quotité et sont peu sensibles à l'écoulement du temps, alors que la valeur temps d'une option normale décroît très vite.

Exemple simple. Un certificat « cappé » à remboursement sur l'indice CAC 40 avec une borne haute à 5 600 et une borne basse à 5 400. Il ne vaudra rien, si le CAC 40 tombe à 5 400 ou au-dessous. Si l'indice atteint à l'échéance 5 600 ou plus, il sera remboursé de toute manière à 200 €. Entre ces deux limites, sa valeur correspondra au nombre de points du CAC 40 au-dessus de 5 400 : 100 à 5 500, 150 pour 5 550... La limite basse est appelée barrière désactivante, la limite haute niveau de bonus. Certains certificats perdent toute valeur si cette barrière est atteinte avant l'échéance. Pour d'autres, il y a alors un remboursement au cours du sous-jacent.

Les titres les plus spéculatifs (« turbo ») doublent l'effet de la hausse du sous-jacent mais également celui de sa baisse.

Des certificats « discount » permettent d'acheter une action avec un rabais sur le cours, mais en cas de gain, celui-ci est limité à un certain montant.

On pourra pour plus de détails se reporter au guide Investir des produits dérivés.

V LES CFD (CONTRACTS FOR DIFFERENCE)

S'intéresser à cette nouvelle innovation suppose l'ouverture d'un compte spécifique chez l'émetteur ou chez un courtier en ligne partenaire. Ces CFD se négocient sur des plates-formes privées (britanniques, danoise et luxembourgeoise). Deux particularités :

- une faible couverture (10 % en général) exigée pour acheter ou vendre à terme comme sur le SRD, d'où un fort effet de levier, mais des appels de marge en cas de perte ;
- un grand nombre d'actifs sous-jacents, environ 10 000 actions de plus de vingt marchés, tous les grands indices, les matières premières et les devises même les plus exotiques.

La majorité des « joueurs » sur les CFD semblent limiter la durée de leur opération à une journée. Compte tenu d'un marché ouvert 24 heures sur 24 six jours sur sept (sauf le samedi) et du fort effet de levier, ces instruments financiers sont réservés à des spéculateurs avertis et surtout très actifs (surveillance presque permanente). Le lecteur pourra se reporter au *Guide complet des CFD* édité chez Maxima.



Les tactiques d'Investir

- 1) Dans un esprit offensif, ne pas hésiter à profiter de la cotation des trackers sur le marché SRD pour procéder à des achats à terme qui peuvent être bénéfiques grâce à l'effet de levier.
- 2) Utiliser les trackers pour s'intéresser éventuellement à des marchés exotiques (Asie, Europe de l'Est) ou aux matières premières.
- 3) En dépit de prix d'émission élevés pratiqués par les banques, les warrants permettent, avec une mise souvent minimale, des stratégies intéressantes (spéculation à la hausse, à la baisse ou défense de la valeur d'un portefeuille) de manière plus facile qu'avec les options d'un accès délicat.
- 4) Pour les certificats, prendre garde de ne pas acheter quand le cours du sous-jacent donne une valeur proche du maximum. Le gain à espérer serait limité avec un risque de baisse.

GÉRER SON PORTEFEUILLE

Chapitre 14

COMMENT LIRE LA COTE ET SUIVRE LES INDICES

Pour ce qui est des informations boursières proprement dites (cote, activité du marché), Euronext, organisme responsable en la matière, met à la disposition du public un ensemble de données et statistiques.

I LA COTE OFFICIELLE

La cote officielle n'existe plus en édition papier comme à la belle époque. Les abonnés la reçoivent par internet (téléchargement) tous les jours. Elle ne comporte plus que les cours d'ouverture et de clôture et le plus haut et le plus bas de la séance. Chaque jour, une indication supplémentaire est apportée comme le nombre d'actions le lundi, le dividende le mardi... Pour les non-abonnés, il est possible de télécharger la cote gratuitement avec 5 jours de différé et également de recevoir les cotes quotidiennes depuis avril 2000.

II LA COTE D'INVESTIR ET SON GUIDE DU SRD

Heureusement, tous les grands journaux financiers publient des cotes plus riches que celle d'Euronext. La création de l'Eurolist a modifié un peu la présentation des cotes dans la presse. Certains journaux publient les actions par ordre alphabétique, d'autres distinguent les compartiments A, B et C. *Investir* a choisi de publier chaque semaine d'une part son guide complet des actions du SRD, véritable cote enrichie, qui fournit une énorme valeur ajoutée, et d'autre part les titres non admis au SRD dans l'ordre de l'alphabet.

A Les actions hors SRD

La cote d'Investir pour les valeurs non cotées en SRD, qui sont les plus nombreuses, apporte de nombreuses indications.

Le nom de la société s'accompagne de ses codes mnémoniques et ISIN, du nombre de titres constituant le capital, du montant de la capitalisation boursière et, éventuellement, du rappel et de la date des opérations financières intervenues (par exemple, division du titre ou détachement d'un droit pour une augmentation de capital). La lettre F figure fréquemment : elle signale les titres cotés en fixage et non pas en continu.

Plusieurs colonnes sont consacrées aux cotations. On y trouve le dernier cours (clôture du vendredi) et celui du vendredi précédent, les extrêmes de la semaine avec la variation en pourcent, les extrêmes à la fois des douze derniers mois et de l'année civile, avec, là aussi, les variations en pourcent.

Enfin, le dernier dividende est indiqué assorti de sa date de détachement et de sa nature (total, acompte, solde...).

B Le guide complet des actions inscrites en SRD

Beaucoup plus étoffée, la cote enrichie baptisée « guide complet des actions du SRD » procure toutes les indications précédentes et leur ajoute une foule d'informations qui permet de procéder à une véritable analyse financière et de porter un jugement motivé sur toutes ces sociétés.

Avec le nom de la valeur et les renseignements qui lui sont liés, on trouve le métier de la société et l'indice ou les indices auxquels appartient l'action (CAC 40, SBF 120 ou 250, Eurostoxx...). Les principaux actionnaires et la date de clôture de l'exercice sont indiqués plus loin.

Pour les cotations figurent, en plus des données de la cote « ordinaire », le cours de compensation en liquidation, le capital échangé dans la semaine, la variation depuis le début de l'année civile.

Ensuite vient une véritable analyse financière avec l'endettement net par rapport aux fonds propres, l'actif net comptable (ANC) par action, la décote ou la surcote du cours de bourse par rapport à cet ANC et un indice Investir jugeant de la solidité financière de l'entreprise.

En ce qui concerne les résultats, sont fournis le chiffre d'affaires estimé de l'année en cours, son évolution par rapport à l'exercice précédent, les bénéfices nets de l'année passée et ceux estimés pour celle en cours et la suivante.

Les mêmes résultats se retrouvent en données par action, avec la croissance estimée pour l'année en cours. Les ratios cours-bénéfices correspondant à ces profits par titre sont calculés en nombre de fois sous l'appellation de PER (price earning ratio), de même que le rapport entre la valeur de l'entreprise (capitalisation boursière plus endettement net) et son chiffre d'affaires estimé de l'année courante.

Bien entendu, on trouve le dividende versé, sa date, ainsi que le prochain dividende prévu avec le rendement correspondant.

Investir se prononce sur les valeurs par un bref commentaire, une note (indice d'investissement) qui évalue l'opportunité boursière de s'intéresser au titre et un conseil (achat, vente, conserver...) assorti d'un objectif de cours.

Tout cela est complété par un micrographique qui retrace la proportion d'avis d'analystes financiers positifs, négatifs et neutres.

Enfin, la tendance graphique est indiquée avec des seuils précis de résistance (à la hausse) et de support (à la baisse).

C Les autres valeurs

✓ *Valeurs étrangères*

Elles sont divisées entre titres de la zone euro et titres hors zone euro. Pour ces derniers, le montant du coupon affiché est la contrepartie en euro du dividende en monnaie nationale calculée selon le taux de change au moment du détachement.

✓ *Obligations*

Investir fournit une cote des fonds d'État et une sélection d'emprunts avec le libellé de l'obligation, son code ISIN, sa catégorie de cotation, le dernier cours, celui du vendredi précédent, le coupon couru et la date d'amortissement (échéance).

✓ *Titres participatifs, obligations convertibles, bons et droits*

On trouve pour les titres participatifs les mêmes renseignements que pour les actions au comptant, avec en plus le nominal du titre et en moins le secteur d'activité et la catégorie de cotation.

La cote des obligations convertibles procure les mêmes indications que pour les titres participatifs, avec en plus la parité d'échange de l'emprunt contre des actions, la date d'échéance et le rendement actuariel.

Pour les bons de souscription et droits, deux indications capitales sont données : la date de fin d'émission (ou d'exercice) et le prix d'émission ou d'exercice.

III LES STATISTIQUES BOURSIÈRES

Euronext publie des statistiques qui intéressent ceux qui suivent de près la vie du marché : montant des transactions quotidiennes, globales et par valeur, statistiques des échanges mensuels.

IV LES PRINCIPAUX INDICES FRANÇAIS

A Les indices d'Euronext

Euronext publie une série d'indices boursiers qui, dans leur majorité, s'emboîtent les uns dans les autres dans un jeu de poupées russes.

- **L'indice CAC 40** (les 40 actions les plus représentatives de la cote), qui reflète en cours de séance l'évolution des grandes valeurs considérées comme les plus sensibles. Il est devenu le plus connu de la Bourse de Paris.
- **Le CAC Next 20**, est un indice constitué des 20 plus grandes sociétés qui ne font pas partie du CAC 40, mais qui sont en quelque sorte les candidates à une promotion dans cette élite de la Bourse.
- **Le CAC Mid100** rassemble les 100 plus grosses sociétés qui suivent les 60 premières de la cote de Paris (CAC 40 + CAC Next 20).
- **Le CAC Small 90** réunit les 90 sociétés suivantes.
- **Le CAC Mid§Small190** est l'addition des deux précédents.

Le CAC Mid100 et le CAC Small90 (et par conséquent le CAC Mid§Small190) sont consacrés en principe aux valeurs dites moyennes et petites. Remarquons que les capitalisations boursières des affaires composant ces deux indices sont assez élevées : en gros entre 300 millions et plus de 4 milliards d'eu-

ros pour le CAC Mid90, entre une centaine de millions et près de 300 millions pour le CAC Small90. Condition d'appartenance à ces deux sélections : les actions des sociétés retenues doivent afficher un taux de rotation (rapport du nombre d'actions échangées à celui du nombre de titres composant le capital) annuel supérieur à 5 %.

- **L'indice général SBF 250**

L'addition du CAC 40, du CAC Next20 et du CAC Mid§Small190 a comme résultat 250 valeurs et coïncide ainsi avec le SBF 250, qui reste l'indice de référence de la Bourse de Paris. Avec cette assiette de 250 valeurs, publié chaque jour à l'ouverture et en clôture, il est l'outil le plus intéressant pour suivre l'évolution de la Bourse de Paris dans la durée.

Cet indice est décliné par grands secteurs économiques.

- **L'indice SBF 120**, calculé sur une assiette de 120 valeurs, est plus représentatif de l'ensemble des grandes valeurs françaises que le CAC 40.
- **L'indice SBF 80** répertorie les 80 valeurs du SBF 120 qui ne font pas partie du CAC 40 et donne une bonne idée de la tendance de fond, hors des mouvements techniques ou passionnels qui affectent les actions du CAC 40. On peut noter qu'il a fait beaucoup mieux que le SBF 120 et le CAC 40 depuis fin 1990 avec, à fin août 2009, 333 % de mieux contre 166 % pour le 120 et 140 % pour le CAC 40.
- **Le CAC All Shares** rassemble toutes les actions dont le taux de rotation annuelle est de plus 5 %, soit environ 500 sociétés sur les près de 700 admises à la cote officielle. Il concurrence un peu le SBF 250 pour une vision d'ensemble du marché.
- **Deux indices des valeurs dites technologiques, IT CAC 20 et IT CAC** ont été aussi créés récemment.

- **Alternext** possède son indice propre.

Cette batterie d'indices relativement récente répond aux vœux des investisseurs professionnels qui souhaitent confronter les résultats de leur gestion avec des indices correspondant le mieux possible aux segments de la cote auxquels ils s'intéressent.

L'indice CAC 40 est basé 1 000 au 31 décembre 1987, les SBF 80, 120, 250 base 1000 au 31 décembre 1990, les IT CAC base 1000 au 31 décembre 1998, les autres indices sont base 3 000 au 31 décembre 2002. Cette référence a sans doute été choisie parce que le CAC 40 était proche de ce niveau à cette date.

La révision des indices est annuelle, sauf pour le CAC 40, pour lequel elle reste trimestrielle, encore que, en 2008-2009, Euronext soit resté plus d'un an sans apporter la moindre modification, malgré la tourmente boursière (ou à cause d'elle), et pour le CAC IT20 qui bénéficie du même régime.

Aucune action ne pourra peser plus de 15 % d'un indice.

À noter enfin que tous ces indices sont calculés en continu toutes les 30 secondes, sauf le CAC Small90, le CAC Mid§Small190, le SBF 250 et le CAC AllShares publiés deux fois par jour pour l'ouverture et la clôture.

Depuis la fusion avec Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne, Euronext propose des indices qui reflètent la cote unifiée des quatre Bourses : Next CAC 70 Euronext 100 et Next 150.

B Les performances des indices avec dividendes réintégrés

Euronext calcule aussi, à côté des indices que nous venons de décrire qui sont dits « nus », des indices avec intégration des dividendes qui sont censés être réinvestis. Il y a deux calculs pour chacun de ces indices : sans ou avec avoir fiscal (Ce dernier n'étant valable que pour la période de 1991 à 2004).

À fin août 2009 par exemple, le SBF 250 « nu » avait progressé de 160 % par rapport à sa base de départ au 31 décembre 1990 mais de 294 % avec les dividendes. Pour le CAC dont l'ancienneté plus grande (base 31/12/87) accentue l'effet boule de neige des coupons, les hausses étaient de 265 % nu et de 490 % avec dividendes nets, soit près de deux fois mieux.

On voit que les écarts sont très significatifs, ne cessent de grandir et illustrent bien l'intérêt de réinvestir ses dividendes, même s'il faudrait relativiser ces performances en tenant compte de la fiscalité.

C L'indice investir VM 100

Le journal Investir a créé son propre indice des valeurs moyennes, composé comme son nom l'indique de 100 sociétés. Il fait une large place à des affaires souvent moins grosses que celles des indices officiels des valeurs moyennes, CAC Mid100 et CAC Small90.

V LES PRINCIPAUX INDICES EUROPÉENS

Associé à l'organisme américain Dow Jones et aux marchés allemand et suisse, Euronext a contribué aussi à la création d'indices européens de plus en plus suivis: Dow Jones Euro Stoxx 50 (50 valeurs) et Dow Jones Euro Stoxx avec 326 valeurs pour la zone euro, Dow Jones Europe Stoxx 50 et Dow Jones Europe Stoxx pour l'ensemble de l'Europe.

Les indices Euro Stoxx sont concurrencés par des indices européens du Financial Times, comme le FTSE Eurotop 300, par un indice de Morgan Stanley Capital International et par les indices Eurofirst 80 et 100.

VI LES GRANDS INDICES ÉTRANGERS

A New York

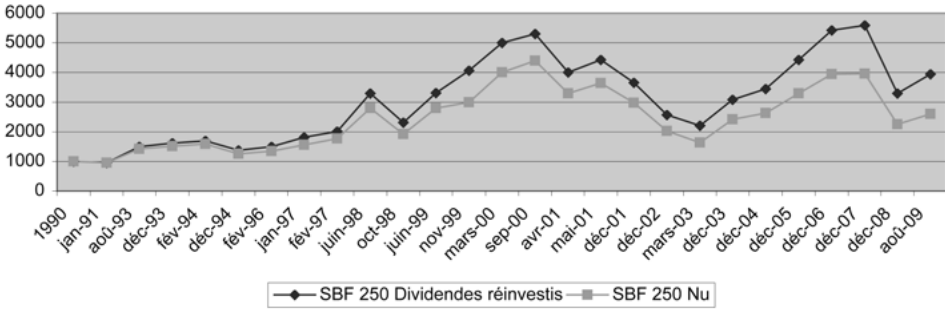
Le premier marché du monde bénéficie de l'indice le plus célèbre: le Dow Jones des valeurs industrielles composé de 30 actions des plus grandes sociétés industrielles américaines. Très peu scientifique dans le choix des valeurs et dans sa gestion, le Dow Jones a pourtant le mérite ou la chance de rendre assez fidèlement compte de l'évolution du marché américain. Autre qualité: ses modifications sont rares, ce qui explique peut-être sa fiabilité. Ses promoteurs lui évitent les mouvements dus aux retraits de valeurs qui viennent de baisser et vont remonter ou aux ajouts de titres qui viennent de s'envoler et vont stagner.

Le véritable indice de New York est toutefois le Standard and Poor's 500, en raison de sa couverture beaucoup plus large de la cote avec notamment une ouverture assez grande aux valeurs dites technologiques du Nasdaq, assez peu présentes dans le Dow Jones. Les analyses sur l'ensemble du marché – compilation des résultats des sociétés, ratios moyens, ... – s'effectuent en général sur le Standard and Poor's.

L'indice composite du Nasdaq est également très suivi en raison de l'importance que ce marché a acquise, mais sa couverture est évidemment limitée à un type de valeurs, essentiellement technologiques.

Signalons enfin les indices Russell qui représentent plusieurs milliers de valeurs moyennes américaines (Russell 2000 par exemple) et donnent une bonne idée de l'évolution de fond de la Bourse des États-Unis.

**Les actions françaises, indice SBF 250
dividendes réinvestis et nu**



Les gains avec les dividendes réinvestis sont supérieurs de plus de 180 % à ceux procurés par la seule hausse des cours, il faudrait toutefois déduire les effets de la fiscalité.

B Les autres grandes places

À Tokyo, l'indice le plus connu est le Nikkei 225. Mais le Topix est beaucoup plus représentatif de l'évolution des valeurs japonaises, car il retient un plus grand échantillon et sacrifie moins à des modifications de composition trop fréquentes et discutables.

À Londres, les indices du journal *Financial Times* constituent la référence : FTSE 100, 250, 350 ou All Shares. Le plus suivi est le FTSE 100 qui, comme tout indice étroit, a l'inconvénient d'être trop nerveux et de ne pas représenter le fond du marché.

En Allemagne, les indices DAX et FAZ sont les plus connus.

C Indices mondiaux

Signalons que Morgan Stanley publie une batterie d'indices mondiaux avec un outil de mesure global et des indices sectoriels.

VII LE DÉBAT SUR LA PONDÉRATION ET LE « FLOTTANT »

Certains indices comme le Dow Jones ou le Nikkei résultent d'additions de cours sans être pondérés par l'importance respective des sociétés. Pour tous

les indices modernes, la pondération est la règle, celle-ci variant chaque jour suivant l'évolution des cours.

Le grand débat aujourd'hui porte sur le choix entre retenir l'intégralité des titres qui composent le capital des sociétés d'un indice ou n'y intégrer que le « flottant », c'est-à-dire la partie des actions qui se trouvent dans le public à l'exclusion des participations détenues par un État, une autre société ou banque, un groupe familial, etc.

La première méthode a l'avantage de représenter exactement l'évolution de la valeur de la cote : après tout, les actions dont est propriétaire par exemple l'État font partie du patrimoine des français, tout comme celles qu'ils détiennent en direct. Mais le flottant remporte les suffrages de la plupart des « clients » des indices que sont les investisseurs institutionnels.

Euronext, longtemps restée fidèle aux indices globaux est passée progressivement au flottant pour l'indice CAC 40.

LES DROITS DES ACTIONNAIRES ET L'INFORMATION BOURSIÈRE

Ce qu'il faut savoir

- 1) **La qualité d'actionnaire confère des pouvoirs** (vote dans les assemblées pour nommer les administrateurs et approuver les comptes et les grandes décisions) et des droits (aux bénéfices sous forme de dividende et aux actifs en cas de dissolution).
- 2) **Les informations obligatoires constituent une mine de renseignements.** En outre, tout changement fondamental dans la situation de l'entreprise doit être annoncé par un communiqué.
- 3) **Il y a encore beaucoup d'insuffisances dans l'information :** retards, abondance de données qui voile souvent l'essentiel, lacunes, « créativité comptable », voire carrément irrégularités et volonté de dissimulation.

L'information des actionnaires a fait en France suffisamment de progrès pour qu'il soit possible aujourd'hui d'analyser les valeurs et d'agir en conséquence en s'appuyant sur une documentation économique et financière abondante et précise. Toutefois, l'essentiel du dispositif date des années 60 et n'a guère été modifié depuis.

I LES DROITS DES ACTIONNAIRES

Les actionnaires possèdent essentiellement un pouvoir de contrôle sur la gestion de la société, un droit à participer aux bénéfices et un droit sur les actifs en cas de liquidation.

A Un pouvoir de contrôle sur la gestion

Le pouvoir dans l'entreprise appartient aux détenteurs du capital, donc aux actionnaires. Mais ceux-ci exercent en fait seulement un pouvoir de contrôle dans les assemblées générales. Le pouvoir de décision appartient au président directeur général, choisi par les membres du conseil d'administration,

qui sont eux-mêmes élus par l'assemblée générale, ou au directoire, choisi lui-même par le conseil de surveillance, quand la société a adopté ce statut dit « à directoire et conseil de surveillance ».

✓ **Les assemblées générales d'actionnaires**

• Ordinaires

Les **assemblées générales ordinaires**, qui doivent se tenir au plus tard dans les six mois qui suivent la clôture de l'exercice, approuvent chaque année les comptes et la gestion des administrateurs et décident de l'affectation des bénéfices éventuels.

L'assemblée doit être convoquée selon des règles précises. Elle ne peut se tenir valablement que si un certain quorum est atteint.

Pour une assemblée ordinaire, il faut que le quart du capital soit représenté sur une première convocation. Au cas où l'assemblée ne pourrait se tenir parce que cette condition ne serait pas remplie, il n'y a pas lieu d'obtenir un quorum après une seconde convocation pour que l'assemblée se tienne valablement.

• Extraordinaires

Les **assemblées extraordinaires** se réunissent chaque fois qu'une question importante est à débattre (augmentation de capital, approbation d'apports, modification des statuts...).

Le quorum est de la moitié du capital sur une première convocation ; sur une convocation ultérieure, l'assemblée peut délibérer valablement avec le tiers du capital et sur une troisième convocation avec le quart. Alors que les décisions sont prises à la majorité simple du capital représenté en assemblée ordinaire, une majorité des deux tiers est requise en assemblée extraordinaire.

C'est pour cette raison que l'on dit d'un actionnaire qui possède les deux tiers du capital d'une société qu'il dispose de la majorité absolue. Une participation d'un tiers correspond à la minorité de blocage. Bien entendu, toutes ces majorités sont décomptées en nombre d'actions ou de droits de vote, comme on le verra dans le paragraphe suivant. **La possession d'une action donne droit en effet à une voix en assemblée générale.**

À signaler aussi que, sans transgresser le principe « une action égale une voix », certains statuts exigent de posséder plusieurs actions pour être autorisé à participer à l'assemblée.

✓ Se faire représenter ou voter par correspondance ou voter par Internet

Les pouvoirs des actionnaires sont battus en brèche de multiples manières au profit des conseils d'administration en place.

Par manque d'intérêt, faute de temps ou de motivation, les actionnaires désertent les assemblées. Bien à tort d'ailleurs, car ils peuvent se faire représenter par un mandataire de leur choix, à condition qu'il soit lui-même actionnaire de l'affaire, ou par leur conjoint.

Depuis le 1^{er} janvier 1988, les actionnaires peuvent voter par correspondance. Il faut qu'ils en expriment le souhait (il est conseillé de le faire par lettre recommandée, bien que cela ne soit pas obligatoire) au plus tard six jours avant la réunion. Ils recevront alors un formulaire qu'il leur suffira de renvoyer au plus tard trois jours avant l'assemblée. Les actionnaires nominatifs reçoivent ces documents automatiquement à domicile.

Malheureusement, cette possibilité de voter par correspondance est encore trop peu exploitée.

Il est désormais autorisé de voter par Internet jusqu'à la veille de l'assemblée à 15 heures. Il sera intéressant d'examiner si cette nouvelle voie se développe.

✓ Immobilisation des titres

Pour assister à une assemblée, il faut demander à votre intermédiaire de prouver votre qualité d'actionnaire. Une carte d'admission vous sera alors expédiée. Il suffit d'être actionnaire trois jours avant l'assemblée. On peut très bien avoir vendu le jour de l'assemblée.

✓ Droits de vote double et pouvoirs en blanc

• Pouvoirs en blanc

Les conseils d'administration utilisent largement cette faculté laissée aux actionnaires de déléguer leurs pouvoirs. Ils adressent directement ou par l'intermédiaire des banques à tous les actionnaires dont ils connaissent l'identité une procuration que son destinataire n'a plus qu'à signer et à retourner. C'est la pratique des pouvoirs en blanc.

• Droits de vote double

Les statuts de la plupart des sociétés cotées accordent un droit de vote double aux actions détenues depuis un certain temps sous forme nominative. Cette possibilité renforce le pouvoir des actionnaires soutenant le conseil d'adminis-

tration en place. L'existence de droits de vote double conduit souvent à calculer les participations des actionnaires principaux en droit de vote et non en pourcentage du capital. Le système des droits de vote double risque d'être remis en cause par la réglementation européenne. Il pourrait notamment être suspendu en cas d'OPA, ce qui enlèverait l'essentiel de son intérêt pour le contrôle des sociétés.

✓ *Le pouvoir confisqué*

Les conseils d'administration profitent de l'absentéisme des actionnaires, qui leur permet d'obtenir la majorité dans les assemblées avec une participation faible dans le capital, des droits de vote double qui accroissent le poids de l'actionnariat de contrôle et des pouvoirs en blanc.

Cette situation suscite des réactions. Le vote par correspondance devrait freiner le recours aux pouvoirs en blanc.

B Un droit sur les bénéfices

L'assemblée, sur proposition du conseil d'administration, décide de la répartition des bénéfices et de la part qui doit revenir aux actionnaires. Ce profit distribué est divisé par le nombre d'actions. **La somme qui revient ainsi à chacune de ces dernières est appelée dividende.**

✓ *Le dividende*

Le montant du dividende est fonction des résultats de la société. Il peut augmenter, diminuer ou disparaître. C'est pourquoi les actions sont appelées aussi valeurs à revenu variable.

Avant la réforme de la dématérialisation des titres (voir chapitre 6 IVA), chaque dividende était matérialisé par un coupon détaché de l'action. Sa présentation au guichet d'une banque permettait d'encaisser la somme distribuée. C'est pourquoi le terme de coupon est souvent utilisé comme synonyme de dividende.

On distingue le dividende statutaire et le « super-dividende ». Les statuts des sociétés prévoient en général une rémunération minimale de leur capital, qui est le plus souvent de 5 % à 6 %. Ce dividende statutaire peut être payé dès qu'un bénéfice suffisant existe après dotation à la réserve légale. Le super-dividende s'ajoutera à la rémunération statutaire après constitution de toutes les réserves jugées utiles.

Il peut arriver que toutes les actions n'aient pas le même droit au dividende. Ainsi, les actions à dividende prioritaire reçoivent un dividende supérieur à celui des actions ordinaires.

✓ *Le dividende majoré*

Pour récompenser les actionnaires fidèles, certaines sociétés, comme Air Liquide, Lafarge, L'Oréal ou Seb, ont institué un dividende majoré pour les actionnaires détenant leurs titres de manière nominative pendant un certain temps : deux ans minimum. Ce dividende ne doit pas être supérieur de plus de 10 % à celui des autres actions.

✓ *La notion de jouissance*

Il existe parfois des différences de jouissance. Par exemple, lors d'une augmentation de capital qui a donné lieu à la création d'actions nouvelles, il peut être décidé que des actions créées dans le courant de 2010 n'auront droit au dividende qu'à partir de l'exercice 2011.

Tout dépend de la date de jouissance des actions. Dire qu'une action porte jouissance de l'exercice 2010 ou du 1^{er} janvier 2010 signifie qu'elle ouvre droit au bénéfice et au dividende de l'année 2010 tout entière. Dire qu'un titre est créé jouissance du 1^{er} juillet 2010 veut dire qu'il ouvre droit à la moitié du bénéfice et du dividende de l'exercice 2010, si celui-ci correspond à l'année civile.

C Un droit sur les actifs en cas de liquidation

L'actionnaire est propriétaire d'une part de la société. Ce droit direct de propriété se manifeste de façon concrète en cas de dissolution ou de liquidation. Tout l'actif est alors réalisé et distribué aux actions après règlement du passif.

Cette propriété directe des actifs a pour conséquence que l'actionnaire détient un droit prioritaire en cas d'augmentation de capital afin de maintenir s'il le désire sa part dans le capital (ou bien, en termes plus pédants, de ne pas être dilué). Il possède donc un droit de préférence pour souscrire aux actions nouvelles.

III UNE DOCUMENTATION ABONDANTE ET PRÉCISE

Les renseignements que les entreprises doivent diffuser périodiquement ou à l'occasion des grands événements de leur vie sociale (opérations financières,

apports, fusions) constituent un ensemble à partir duquel l'actionnaire a les moyens de former son propre jugement, en s'appuyant de préférence sur les commentaires d'un journal comme *Investir*, directement au contact des sociétés et de leurs dirigeants.

A Les informations obligatoires

Pour l'essentiel, les règles de publicité auxquelles doivent se soumettre les sociétés cotées ont été définies par les décrets de novembre 1965 et mars 1967 et étendues par la loi du 3 janvier 1983. Les sociétés sont tenues de faire un certain nombre de publications au **Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO)**.

En voici les grandes lignes.

✓ **Chiffre d'affaires trimestriel**

Dans les quarante-cinq jours suivant chaque trimestre de l'exercice, est publié le **montant du chiffre d'affaires hors taxes du trimestre** écoulé comparé à celui du trimestre correspondant de l'année précédente. Certaines sociétés font connaître aussi la ventilation de leur chiffre d'affaires par secteur d'activité.

✓ **Résultat semestriel**

Dans les quatre mois suivant le premier semestre de l'exercice, est publié un **tableau de l'activité et des résultats** comparés avec ceux du semestre correspondant de l'exercice précédent. Il résume le compte d'exploitation et donne donc une idée assez fidèle de l'évolution de l'entreprise et de sa rentabilité. Ce tableau doit être accompagné d'un commentaire qui éclaire les chiffres et contient une attestation des commissaires aux comptes.

✓ **Résultat trimestriel pour les sociétés qui en publient**

En vertu d'un règlement européen transposé désormais en droit français, les sociétés qui publient des résultats trimestriels doivent les dévoiler dans les deux mois. Conséquence curieuse : les sociétés visées donnent des comptes à fin juin le 31 août, les autres ont jusqu'au 31 octobre.

✓ *Faut-il des comptes trimestriels ?*

Il existe un grand débat sur l'obligation de publier des comptes trimestriels à l'exemple des États-Unis. Certaines sociétés françaises se sont déjà ralliées à ce rythme. D'autres y sont formellement opposées, telle Air Liquide. La grande critique à la communication de résultats tous les trois mois est qu'elle accroît le « courttermisme ». Les entreprises ont les yeux rivés sur leurs comptes trimestriels. Un dérapage provisoire peut coûter très cher en Bourse. D'où la tentation de toujours présenter des chiffres satisfaisants quitte à sacrifier l'avenir à la régularité des résultats. François Michelin a souvent expliqué le succès de sa firme par l'obligation de ses concurrents américains d'établir des écritures trimestrielles ! Ce serait une des raisons pour lesquelles ils ont refusé dans les années 60-70 l'énorme effort d'investissement exigé par la conversion de leurs usines à la technique du pneu radial. Quand ils s'y sont résolus, la société française avait acquis une forte avance et conquis des parts de marché considérables.

Il semble qu'Euronext ait, pour l'instant tout au moins, renoncé à prescrire cette discipline aux sociétés admises dans ses indices. Les comptes trimestriels peuvent s'imposer pour certaines activités mais n'ont guère de sens pour beaucoup d'autres. Il reste, bien entendu, que si, en cours de semestre, il apparaît que les résultats vont subir un changement de tendance important, la société se doit d'en informer ses actionnaires.

✓ *Projet de comptes annuels*

Dans les quatre mois suivant la fin de l'exercice et 15 jours au moins avant l'assemblée générale, sont rendus publics **les projets de comptes annuels** (bilan, compte de résultat, projet d'affectation du résultat) et, s'ils sont disponibles, les comptes consolidés. La COB recommande que ces derniers soient publiés en même temps que les comptes provisoires. Au cas où ces documents n'auraient pas encore été vérifiés par les commissaires aux comptes, il doit en être fait mention. Ces comptes doivent être accompagnés des annexes explicatives, qui apportent de nombreux renseignements complémentaires (détail de certains postes, manière dont ces écritures sont établies).

✓ *Comptes détaillés définitifs*

Dans les quarante-cinq jours suivant la réunion de l'assemblée annuelle, sont publiés : **le bilan, les comptes de résultat, l'inventaire des valeurs mobilières en portefeuille** ainsi qu'en annexe **les engagements hors bilan, un tableau**

de financement (emplois et ressources) et un tableau de renseignements sur les filiales et participations.

Si ces documents coïncident avec ceux publiés précédemment, il doit simplement en être fait mention, sinon ils doivent être repris in extenso avec les annexes.

✓ Communication de documents

Les sociétés sont tenues de communiquer aux actionnaires qui le demandent, quinze jours avant l'assemblée, **les comptes annuels, le rapport des commissaires aux comptes, la liste des actionnaires connus et le nombre de titres possédés**. Les actionnaires nominatifs peuvent obtenir des sociétés qu'elles envoient ces documents régulièrement.

✓ Convocation aux assemblées

Une **convocation aux assemblées** doit être publiée avec les projets de résolution au Balo ou dans un autre journal d'annonces légales.

✓ Renseignements sur les filiales

Les filiales contrôlées à plus de 50 % par des sociétés cotées et dont le bilan dépasse 3 millions d'euros doivent publier au Balo les mêmes documents que leurs sociétés mères, après leur approbation par leurs assemblées, c'est-à-dire les bilans et comptes détaillés avec leurs annexes.

B Les informations supplémentaires

Les obligations légales assurent déjà une couverture assez large de l'information des actionnaires. La majorité des sociétés, fort heureusement, ne s'en tient pas là. Certaines publient des **lettres d'informations périodiques**, faisant le point de leur situation en cours d'année.

De nombreux chefs d'entreprise reçoivent les analystes et les journalistes financiers à l'occasion de **réunions d'informations**, qui permettent aux intermédiaires spécialisés, notamment à la presse, d'avoir une connaissance plus intime de la vie des affaires.

Par ailleurs, les offres publiques d'achat ou d'échange et les appels à l'épargne (augmentations de capital en espèces, émissions d'emprunt) entraînent la diffusion de **notes d'informations**, soumises au visa de l'AMF, et qui exposent

Le calendrier des informations publiées obligatoirement par une société cotée

Supposons que l'exercice social de la société s'achève le 31 décembre.

- 15 février au plus tard : chiffre d'affaires annuel.
- Fin février : résultats trimestriels (et par conséquent annuels) pour les sociétés publiant des comptes tous les trois mois.
- Avant fin avril : projets de comptes annuels (bilan, compte de résultat,...), comptes consolidés, avec leurs annexes.
- 15 mai au plus tard : chiffre d'affaires du premier trimestre.
- 31 mai : pour les sociétés déclarant des résultats trimestriels, obligation de les présenter à cette date au plus tard.
- Avant fin juin : assemblée annuelle.
- 45 jours après l'assemblée (mi-août au plus tard) : bilan et comptes de l'exercice écoulé. Il peut s'agir simplement de mentionner que les comptes définitifs sont identiques aux projets qui ont dû être publiés avant fin avril.
- 15 août au plus tard : chiffre d'affaires du premier semestre.
- 31 août au plus tard : comptes trimestriels des sociétés qui publient tous les trois mois.
- Avant fin octobre pour les sociétés qui ne publient pas de comptes tous les trois mois : tableau de l'activité et des résultats semestriels comparés à ceux du semestre précédent et accompagnés de commentaires.
- 15 novembre au plus tard : chiffre d'affaires des trois premiers trimestres.
- 30 novembre au plus tard : résultats trimestriels pour les sociétés qui en publient.
- Lors de toute opération financière : exposé de la situation et des perspectives, comptes consolidés.

la situation et les perspectives de la société, tout en indiquant le but de l'opération proposée.

Reste enfin la « grand messe » annuelle des sociétés, c'est-à-dire **l'assemblée générale**, qui se tient dans les six mois suivant la clôture de l'exercice. Si le dialogue, en raison de l'absentéisme chronique des actionnaires, y est souvent réduit à sa plus simple expression, les présidents y prononcent fréquemment des allocutions, complétant les renseignements de plus en plus précis fournis par les rapports annuels, et on peut leur poser toutes les questions possibles sur la marche de l'entreprise.

C Les nouvelles obligations imposées par Euronext

Si l'information officielle n'a pas été modifiée depuis les années 60, la pratique est en train d'imposer des obligations supplémentaires sous l'action

notamment d'Euronext. Pour pouvoir prétendre être intégrées dans l'Eurolist et surtout dans les indices d'Euronext, il faut que les entreprises remplissent une série de conditions : leurs publications rédigées en français, flamand ou néerlandais doivent être traduites en anglais, un calendrier des dates de publication des différentes informations doit être établi, la société doit s'engager à organiser deux réunions d'information par an et surtout il lui a fallu adopter les nouvelles normes comptables internationales dénommées IFRS ou IAS à partir du 1^{er} janvier 2005.

III PROGRÈS, LACUNES ET IMPERFECTIONS

D'incontestables améliorations ont été apportées au fil des ans à la qualité de l'information, notamment sous l'impulsion de la COB. Toutefois des lacunes et des imperfections subsistent. Périodiquement des scandales financiers viennent rappeler qu'il n'y a pas d'information parfaite. À l'automne 2001, il est apparu que les comptes d'une des premières sociétés américaines, Enron, étaient truqués : cette affaire largement bénéficiaire en apparence est tombée en faillite en quelques semaines.

A L'action de l'AMF

La **Commission des opérations de Bourse (COB)**, ancêtre de l'AMF, a largement contribué à rendre l'information des sociétés plus sûre, plus précise et plus rapide. Son action de persuasion s'accompagne d'un pouvoir de sanction qui peut lui permettre de remettre une société dans le droit chemin.

C'est à l'ancienne COB que l'on doit, par exemple, la présentation systématique de comptes consolidés et la recommandation largement suivie de fournir des précisions sur la répartition du capital des sociétés, notamment l'indication de tout actionnaire détenant plus de 5 % du capital.

Il a été exigé aussi des sociétés l'élaboration d'un document de référence qui, en cas d'opération financière, les dispense d'une partie de la rédaction d'une notice COB. Dans la pratique, ce document de référence se confond avec le rapport annuel auquel sont apportés quelques compléments.

Dans son action quotidienne, l'AMF exige la publication immédiate d'un communiqué dès qu'un fait susceptible d'influencer les cours de Bourse est porté à la connaissance d'un nombre restreint de personnes.

B Trop de surprises dans les comptes

Les Commissaires aux comptes doivent vérifier la **régularité des documents comptables** et veiller à la sincérité des indications données dans les rapports annuels. Malgré les progrès accomplis dans la conception et la qualité des contrôles, ainsi que dans l'organisation de la profession de commissaires aux comptes, trop d'insuffisances et de scandales sont encore à déplorer.

En dehors des tentatives de fraude caractérisées ou de dissimulation, la Bourse et les actionnaires souffrent de la « créativité comptable » et des soubresauts dans les résultats.

La « créativité comptable » rend les résultats et les bilans difficilement lisibles et comparables d'une année à l'autre. Elle consiste à changer la présentation des comptes, à provisionner tout à coup une immobilisation ou une participation ou à placer certains actifs ou certaines dettes hors bilan ou dans des sociétés dans lesquelles le groupe a des intérêts mais qu'il ne consolide pas, etc.

Les soubresauts dans les résultats désorientent les actionnaires et les marchés. Une société passe d'un bénéfice à une perte abyssale suivie d'un retour à un profit important, tout simplement parce qu'un nouveau patron, à son arrivée, a décidé de nettoyer les comptes et de « charger la barque » pour pouvoir se flatter ensuite d'un redressement spectaculaire.

Les commissaires aux comptes sont relativement désarmés devant de telles pratiques, car la comptabilité n'est pas une science exacte et relève de décisions quasi-politiques. C'est la comptabilité d'intention : le chef d'entreprise peut décider si tel actif doit être provisionné, parce qu'il ne fait plus partie de l'activité de base de la société et pourrait être cédé, ou si au contraire, il est indispensable à l'exercice du métier de la firme et doit être simplement amorti sans envisager de provision exceptionnelle, même s'il a perdu l'essentiel de sa valeur.

Les nouvelles normes comptables avec l'application de la « fair value » (valorisation des actifs à leur valeur de marché) ont aggravé l'instabilité des résultats et montré leurs limites lors de la crise financière de 2008-2009.

C Des retards intolérables

L'information devrait être accélérée afin que les indications fournies n'aient pas seulement un caractère rétrospectif. N'est-il pas déjà anormal, entre autres, que, malgré les efforts de nombreuses sociétés, un grand nombre d'assemblées annuelles se tiennent encore dans la seconde quinzaine de juin, presque six mois

après la clôture de l'exercice? Mais il y a plus grave. Trop souvent, un communiqué sur un changement de situation de la société n'est diffusé que plusieurs jours après que des bruits insistants ont fait état de l'information qui va être confirmée. Cela signifie qu'il y avait des initiés et que l'actionnaire, qui fait confiance à l'entreprise pour lui donner en temps utile les informations dont il a besoin, a été trompé.

Avec la mode récente des « profits warning » ou avertissements sur résultats, par lesquels une société reconnaît qu'elle ne tiendra pas ses objectifs de profit, ce retard à l'allumage est devenu de plus en plus fréquent et dommageable pour les actionnaires.

D Donner la priorité aux comptes consolidés

Les actionnaires devraient être en mesure de mieux saisir l'évolution des groupes. Un tableau retraçant les comptes consolidés sur cinq ans devrait être généralisé. Trop de rapports se contentent du tableau obligatoire des principales données financières de la seule société mère sur cinq ans, qui n'est souvent guère significatif en raison de l'importance des filiales. On remarquera d'ailleurs que, malgré des projets de réforme, les assemblées n'approuvent que les comptes dits sociaux et non pas ceux consolidés du groupe.

E L'abondance des informations cache souvent l'essentiel

Désormais obligatoire, l'**annexe aux documents comptables**, très détaillée, apporte souvent des précisions utiles mais elle couvre des pages et des pages et il est délicat d'y distinguer ce qui éclaire vraiment les comptes, dont, selon la formule consacrée, l'annexe fait pourtant « partie intégrante ».

L'amélioration de l'information est une médaille qui a son revers. Il y a parfois, dans les rapports annuels, une inflation de renseignements dans lesquels même les spécialistes ont de la peine à se retrouver. Certaines sociétés peuvent avoir ainsi la tentation de « noyer le poisson ».

Cette abondance de chiffres et de documents, qui voile souvent l'essentiel, n'empêche pas de graves lacunes. Il est fréquemment impossible de trouver, y compris dans les fameuses annexes, des détails sur le mouvement et la justification des provisions qui influent pourtant beaucoup sur le résultat final, des chiffres sur les investissements et les charges de personnel, ou encore la valeur ajoutée, donnée capitale pour se faire une idée de l'activité d'une société et de son évolution.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) **Exercer ses droits, au premier chef celui d'être informé**, ce qui permet de mieux suivre l'évolution des sociétés auxquelles on a fait confiance. Essayer de participer aux assemblées, ce qui est l'occasion de poser des questions et d'avoir un contact direct avec les dirigeants. Il n'appartient d'ailleurs qu'à vous d'animer le débat. Votez par correspondance ou par Internet, ou faites vous représenter plutôt que d'accorder des pouvoirs en blanc.
- 2) Si on désire s'intéresser à un grand nombre de sociétés cotées, il peut être bon de **s'abonner au BALO consultable par Internet**. Rien ne vous échappera des chiffres officiels.
- 3) En dehors des assemblées, **ne pas hésiter à prendre contact avec les sociétés** (par exemple en leur écrivant) dès qu'un chiffre, un détail des comptes ou une explication sur l'activité vous paraît obscur. Vous serez probablement éclairé et, sinon, vous mettrez peut-être le doigt sur un point faible et, à la limite, éviterez d'être entraîné dans une entreprise aux résultats trafiqués.

COMMENT S'INTÉRESSER AUX INTRODUCTIONS EN BOURSE

Ce qu'il faut savoir

- 1) Avec la création d'une cote unique, les règles d'introduction ont été unifiées et durcies. Une cotation restera possible pour des entreprises de taille réduite au marché libre ou sur Alternext.
- 2) **Les procédures d'introduction** sont au nombre de quatre : la cotation directe ; l'offre à prix minimum qui recherche la meilleure répartition des actions tout en évitant un cours trop élevé ; l'offre à prix ferme qui risque de satisfaire une très faible partie de la demande ; le préplacement, qui laisse aux banques introductrices le soin de répartir les titres.
- 3) **Quand la demande dépasse le contingent de titres proposés**, il est procédé à une réduction : par exemple, seuls 10 % voire 1 % des titres recherchés seront servis.
- 4) **En cas de demande excessive**, les autorités boursières peuvent imposer un blocage des fonds correspondant aux ordres de bourse passés.
- 5) Opération inverse de l'introduction, **la radiation de la cote met fin à la vie boursière d'une société** à la suite en général d'un rachat de la société ou d'une faillite.

L'introduction en Bourse est une date marquante dans l'existence d'une société. C'est à partir de ce moment que commence la vie publique de l'entreprise qui doit satisfaire à toutes les obligations imposées aux affaires cotées, notamment en matière d'information.

Avec la cote unique, il existe une seule réglementation conforme au droit européen. Une cotation, avec des conditions plus souples, au marché libre ou sur Alternext est possible.

I CONDITIONS IMPOSÉES AUX SOCIÉTÉS

Elles sont différentes selon que la société choisit le marché officiel (Euronext, ex-Eurolist) ou s'inscrit sur Alternext ou le marché libre.

A Euronext (ex-Eurolist)

La société qui désire s'introduire en Bourse doit en faire la demande à Euronext qui exige la remise d'un dossier très complet. L'Autorité des Marchés financiers donne aussi son avis. Les comptes de la société présentés sur trois ans doivent être révisés (audités) par un cabinet comptable et établis selon les normes exigées par l'AMF qui, depuis 2005, sont celles dites IFRS ou IAS. En revanche, il n'est pas imposé, contrairement à une idée reçue, que les trois derniers exercices aient été bénéficiaires et qu'un dividende ait été payé pour les deux derniers exercices.

Évidemment, la société s'engage à respecter les règles de l'AMF en matière d'information et de comptes, ainsi qu'en ce qui concerne sa vie boursière.

L'entreprise doit accepter de mettre sur le marché un minimum de titres. « Selon le cadre réglementaire européen, la diffusion de 25 % du capital présume d'un futur marché suffisant » a déclaré Euronext.

Quant à la taille de la société, il faut en théorie une capitalisation boursière minimum de 12-15 millions avec 25 % des actions dans le public représentant au moins 5 millions d'euros.

Une fois l'avis favorable d'Euronext obtenu, une note d'information visée par l'AMF et une insertion au BALO sont publiées. Puis les modalités d'introduction sont fixées.

B Alternext

Il s'agit d'un marché non réglementé, comme le marché libre, mais « régulé ». En fait, Alternext est une tentative pour remplacer les défunts nouveau marché et second marché. Comme eux, il doit s'ériger en marché d'acclimation, devenir une anti-chambre d'Eurolist, tout en constituant un intermédiaire entre celui-ci et le marché libre. Le minimum de capital placé dans le public doit représenter au moins 2,5 millions d'euros. Il faut au moins deux ans de comptes audités (trois si l'introduction est assortie d'une augmentation de capital) et des comptes semestriels doivent être publiés. Il y a aussi l'obligation d'annoncer les franchissements de seuils de 50 et 95 % et d'organiser un maintien de cours pour les actionnaires minoritaires en cas de changement de majorité. Toutes les autres contraintes d'Eurolist ne sont pas applicables.

À signaler que le démarche, qui consiste à proposer les titres aux seuls investisseurs avertis, s'est étendue du marché libre (voir ci-dessous) à Alternext. Un compartiment spécial réservé à ces sociétés pourrait être créé.

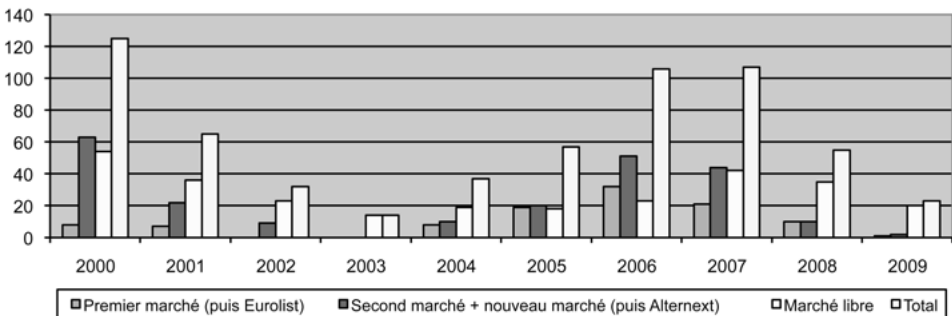
C Inscription au marché libre

L'exigence d'une capitalisation boursière minimum pour figurer au second marché puis sur Eurolist a suscité l'engouement des petites sociétés pour le marché libre. En outre, beaucoup préfèrent faire une entrée discrète au marché libre, qui a pris un peu la suite du hors-cote.

✓ Procédure

La procédure d'apparition (c'est la dénomination officielle de l'introduction sur le marché) est libérale. Toutefois, dès que l'on considère qu'il y a appel public à l'épargne (ce qui est présumé dès lors que la société présente sa candidature et qu'il peut y avoir plus de 300 actionnaires), un minimum d'information et de contrôle est exigé. Un prospectus doit être rédigé et soumis au visa de l'AMF, ce qui donne un certain label de qualité aux affaires proposées. On se rapproche ainsi paradoxalement, par cette procédure de l'appel public à l'épargne, des conditions du marché réglementé. Dans la pratique, beaucoup de nouvelles recrues limitent le placement de leurs titres à moins de 300 actionnaires (dits investisseurs avertis) qui, ensuite, échangent des actions et créent un marché qui s'ouvre au public. On échappe ainsi au visa.

Alternext et le marché libre, portes d'entrée de la bourse
(Chiffres à fin septembre pour 2009)



Les entrées en Bourse s'effectuent surtout par le canal d'Alternext et du marché libre.
La contribution d'Eurolist, rebaptisée Euronext est faible.

✓ *Taille de l'opération*

Le grand avantage du marché libre est qu'il n'y a pas de pourcentage minimum du capital à mettre dans le public. Il est donc possible pour une société de s'acclimater à la Bourse en accroissant le flottant en cas de réussite de l'opération, c'est-à-dire si la valeur rencontre l'intérêt des investisseurs.

III FIXATION DU COURS D'INTRODUCTION

La plupart du temps, les introductions rencontrent un certain succès. Pour départager les candidats actionnaires, la logique consisterait à fixer un cours, aussi élevé soit-il, auquel s'équilibreraient la demande et l'offre constituée par les titres mis à la disposition du marché.

Ce serait avantager les ordres les plus élevés et donc encourager les opérateurs qui désirent être servis à libeller des cours très hauts. Ce serait, ensuite, tuer dans l'œuf les virtualités de hausse du titre qui aurait atteint d'emblée un sommet; voilà qui irait à l'encontre du but recherché: créer un marché actif.

En dehors du **simple transfert** d'une société dont les actions sont déjà négociées au marché libre ou à l'étranger et dont le prix est donc connu, cinq grandes procédures d'introduction à la cote essaient de répondre à ces objectifs:

- La cotation directe, dite autrefois procédure ordinaire;
- L'offre à prix minimal, **ex-mise en vente ou procédure classique**;
- L'offre à prix fixe, dite auparavant **offre publique de vente**;
- Le placement préalable, dit parfois placement garanti ou préplacement;
- L'offre à prix ouvert qui est une variante du placement préalable.

Nous allons étudier ces cinq procédures.

III LA COTATION DIRECTE

A Conditions

Un avis d'Euronext stipule le nombre de titres offerts, le prix minimum proposé, la variation maximale autorisée par rapport à ce prix (en général 10 %) et la réduction maximale susceptible d'être appliquée par rapport au volumes

des demandes (en général 4 % au moins doivent être servis). Cette procédure est la seule pour laquelle il est autorisé de passer des ordres à tout prix sans limite.

B Equilibre

Si un équilibre ne peut être trouvé à un prix égal ou supérieur de 10 % au prix minimum en servant au moins 4 % de la demande, l'introduction est remise et sera reprise avec des conditions ou une procédure nouvelles.

C Utilisation

La cotation directe est utilisée surtout pour des titres dont on sait que le cours ne peut guère s'écarter du prix minimum, par exemple parce qu'il y a eu déjà un préplacement ou qu'il s'agit de titres comme des obligations convertibles dont la valeur dérive de celle d'un titre déjà coté.

IV L'OFFRE À PRIX MINIMUM

A Mécanisme

Les ordres sont classés en lots selon les prix offerts. C'est pourquoi il est obligatoire de passer des ordres à des cours limites.

Les ordres aux cours les plus élevés sont souvent éliminés, car on considère ces demandes, qui s'écartent du prix d'offre de manière exagérée, comme des ordres au mieux déguisés.

Euronext recherche le lot ou les lots correspondant à une fourchette de cours dans laquelle on peut satisfaire un pourcentage important de la demande.

La demande se trouve ainsi satisfaite, à l'intérieur d'une fourchette de cours qui va du cours coté au prix au-delà duquel les ordres sont éliminés.

B Exemple

L'introduction d'une société X au prix minimum de 21 euros avec 100 000 titres offerts. Il y a 3,9 millions de titres demandés. Euronext élimine les ordres au-dessus de 28,10 euros (1,4 million d'actions) et ne retient pas les demandes

à des prix trop bas au-dessous de 25,50 euros, soit environ 730 000 titres. Il reste donc 1,77 million d'actions demandées entre 25,50 et 28,10 euros. Ce lot ou ces lots pourront être servis à hauteur de 5,6 %.

C **Avantage et inconvénients**

Ce système présente l'avantage de satisfaire un grand nombre de demandeurs. Mais il favorise les candidats qui ont passé des ordres aux cours les plus élevés dans la limite retenue et offre un caractère un peu arbitraire. En effet, selon que Euronext place plus ou moins haut la barre des prix considérés comme trop élevés, selon qu'elle réduit plus ou moins la proportion des ordres servis, le cours coté le premier jour s'en trouve majoré ou minoré. Il y a un certain aspect arbitraire dans la détermination de la « fourchette » qui donne toutefois une souplesse utile au système.

V **L'OFFRE À PRIX FERME (OPF)**

Dans une OPF le prix d'offre est fixe (ferme et définitif) et l'équilibre est obtenu uniquement par réduction des demandes.

Un avis d'Euronext précise la quantité de titres offerts et le prix, (sauf quand il est spécifié seulement une fourchette, dans ce cas un nouvel avis donne le prix définitif 48 heures avant l'opération).

L'avantage de l'OPF est de pouvoir distinguer plusieurs collèges avec des ordres A et B. Les premiers recouvrent en général les particuliers, avec, par exemple, un maximum de 50 ou 100 titres. Les seconds, pour les quantités supérieures, sont surtout le fait des investisseurs institutionnels. Toutefois, il peut y avoir une franche séparation entre particuliers et institutionnels avec des ordres A 1 (moins de 100 titres par exemple) et A 2 (plus de 100) réservés aux seules personnes privées, les ordres B s'adressant aux institutions. Ce système des deux catégories d'ordres permet de réserver un minimum de titres aux particuliers quand l'introduction est très courue : il n'est pas rare que seuls 1 % des ordres d'achat soient satisfaits. Si le nombre d'actions réservées aux particuliers est plus important que celui alloué aux investisseurs professionnels, la réduction peut être par exemple de 95 % pour les particuliers (5 % servis) et de 99 % pour les institutionnels (1 % servis).

VI LE PLACEMENT PRÉALABLE

A Mécanisme

Une ou plusieurs banques font leur affaire de placer dans le public, et d'abord dans leur clientèle, les titres qui vont être introduits. Elles peuvent prendre ferme le « papier » aux actionnaires d'origine à un prix déterminé (on parle alors de placement garanti), ce qui leur fait courir un risque, ou se contenter de placer les quantités qu'elles peuvent. Les banques répartissent le papier entre les candidats comme bon leur semble.

L'introduction en Bourse suivra la prise ferme et le placement préalable. Normalement, elle ratifiera le prix auquel le papier a été placé ou fera apparaître un cours très voisin. Techniquement, l'introduction se fera normalement par cotation directe.

B Construction d'un livre d'ordres

L'avantage de cette procédure provient du mécanisme de la construction d'un livre d'ordres (book building). Les investisseurs intéressés annoncent les quantités d'actions qu'ils sont prêts à prendre et les prix qu'ils peuvent consentir. Pour déterminer le prix du placement garanti, les banques ne s'avancent donc pas dans l'inconnu.

C Inconvénient

Ce préplacement a l'inconvénient de donner toute latitude aux banques introductrices pour répartir les titres. On parle de « Bourse des copains ».

VII L'OFFRE À PRIX OUVERT (OPO)

Cette procédure d'introduction est toujours associée à un préplacement : elle est destinée à ouvrir ce genre d'introduction aux particuliers. Une partie des titres est réservée aux banques introductrices qui les répartiront comme bon leur semble et un autre contingent fait l'objet de l'OPO.

Un livre d'ordres est constitué par les banques chargées du préplacement. Parallèlement, Euronext tient un carnet d'ordres.

Les actionnaires individuels doivent demander des titres à un prix situé dans la fourchette définie préalablement par l'émetteur qui est précisée dans l'avis d'Euronext. À partir de la confrontation du livre d'ordres des banques et du carnet d'ordres d'Euronext, le prix définitif est fixé. Seules les demandes exprimées à ce niveau ou au-dessus sont retenues. Si la demande dépasse le nombre de titres offerts, une réduction est appliquée dont les taux peuvent varier entre préplacement et OPO.

Dans une OPO, les ordres peuvent être répartis en deux collèges : A (pour les particuliers) et B (pour les gros ordres).

Une variante fâcheuse de l'OPO oblige l'investisseur à s'engager à acheter le titre à un niveau à l'intérieur de la fourchette mais sans connaître le prix exact qui sera retenu. On peut en effet vouloir être acquéreur à un cours au bas de cette fourchette et pas dans le haut. Cette procédure critiquable a été utilisée notamment pour les introductions d'Orange et... d'Euronext.

VIII LES MESURES EXCEPTIONNELLES

En général, devant l'afflux des demandes, les autorités boursières utilisent plusieurs mesures exceptionnelles :

- L'introduction est remise à une date ultérieure avec en général un prix plus élevé, souvent une procédure différente et parfois les mesures particulières détaillées ci-dessous ;
- Pour freiner la spéculation, le blocage des fonds correspondant aux titres demandés est exigé pendant un laps de temps durant lequel ils sont indisponibles ;
- Plus sévère encore, l'appel de fonds prévoit que les ordres doivent être accompagnés de leur règlement et que les comptes des investisseurs sont débités.

IX LA RADIATION DE LA COTE

La radiation de la cote est l'opération contraire de l'introduction. Elle met fin à l'existence boursière d'une affaire.

La radiation est le plus souvent le corollaire du rachat de l'entreprise ou de la liquidation d'une société à la suite d'une faillite ou d'une absorption.

Elle peut aussi sanctionner l'insuffisance des transactions. Dans ce cas, elle est en général consécutive à une offre publique d'achat et se réalise le plus souvent par une offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire.



Les tactiques d'Investir

- 1) Attention, **les ordres pour une introduction doivent souvent être passés à l'avance**, la veille de l'opération ou même plusieurs jours avant pour un préplacement. Si c'est le jour même, prenez garde à l'heure limite.
- 2) En cas d'OPV, l'expérience enseigne que, **si un titre paraît très intéressant, on a intérêt à gonfler son ordre d'achat** à condition d'avoir les moyens de bloquer les fonds correspondants dans les cas où le blocage est exigé.
- 3) Pour les introductions réalisées selon le système classique avec des « fourchettes », **le choix des cours limités est capital**. La meilleure tactique est de donner une échelle de cours limités. Par exemple, pour une valeur dont le prix d'offre est de 45 €, on passera des ordres à 48 €, à 55 et à 62. Il y a de fortes chances de se voir attribuer au moins quelques titres.
- 4) Ne jamais oublier que **si on gonfle ses ordres, il faut être prêt à acheter tous les titres demandés**. Il arrive qu'un renversement brutal de marché à la baisse fasse que tous les ordres d'achat soient exécutés et que des investisseurs se retrouvent avec l'intégralité des actions recherchées qu'ils ne sont pas capables de payer et qu'ils sont contraints de revendre, provoquant une forte baisse des cours.
- 5) Plutôt que de gonfler ses ordres à l'excès, nous conseillons, quand on a confiance dans une nouvelle valeur, **de compléter le trop petit nombre de titres acquis le premier jour par des achats aux séances suivantes**. Leur prix de revient sera supérieur, mais vous pourrez vous constituer ainsi une « ligne » suffisante pour éviter lors de la revente des courtages prohibitifs.
- 6) **En ce qui concerne le préplacement**, n'oubliez pas que votre intermédiaire peut être bien placé pour obtenir des titres et qu'un particulier peut alors profiter du système. Ne pas hésiter donc à demander des actions lors de ces opérations.

SAVOIR PARTICIPER AUX AUGMENTATIONS DE CAPITAL

Ce qu'il faut savoir

- 1) Pour mettre en harmonie son capital avec l'envergure qu'elle a acquise, **une société est souvent amenée à augmenter son capital** de manière gratuite en incorporant des réserves ou par appel au marché pour récolter de l'argent frais.
- 2) **Une augmentation de capital par voie d'apport** consiste, pour une société, à acquérir une autre entreprise ou des actifs en remettant en paiement ses propres actions
- 3) **L'attribution gratuite** peut se faire par élévation du nominal, division du titre ou répartition d'actions nouvelles avec un droit d'attribution qui n'est plus obligatoirement négociable.
- 4) **L'augmentation en numéraire** peut s'effectuer avec droit de souscription négociable ou sans droit, en général à un prix proche des cours de bourse.

La croissance interne, entièrement autofinancée, est rarement le seul mode d'expansion d'une entreprise pendant toute son existence. Des occasions peuvent être à saisir pour absorber d'autres affaires ou acquérir une partie d'une autre société. De nouveaux développements à conduire peuvent exiger des concours en argent frais. Ce genre d'opération se traduit par une augmentation de capital par apports ou en numéraire. Un des grands avantages de la présence en Bourse pour une entreprise est justement de pouvoir procéder de manière relativement facile à des augmentations de capital. Une société cotée peut « battre monnaie avec ses propres actions » pour financer sa croissance.

I AUGMENTATION DE CAPITAL PAR VOIE D'APPORTS

Quand une société se voit apporter par une autre entreprise ou par des particuliers **des biens matériels (terrains, immeubles, usines, machines, participations) ou immatériels (fonds de commerce, brevets)**, elle émet en échange des actions d'apport qu'elle remet en quelque sorte en paiement.

Ces actions d'apport peuvent être créées aussi à la suite d'une absorption. Elles constituent alors une excellente monnaie d'échange.

Les opérations d'apport font l'objet d'une procédure particulière destinée à protéger les actionnaires anciens. Des commissaires aux apports sont chargés de vérifier que l'évaluation des biens apportés a été correcte et équitable.

Au bilan, la partie de la valeur des apports qui excède la valeur nominale des actions créées est inscrite sous le nom de prime d'apport.

II AUGMENTATION DE CAPITAL PAR INCORPORATION DE RÉSERVES

Au cours de son existence une société est amenée à placer des bénéfices en réserves.

Les réserves peuvent résulter aussi :

- D'une réévaluation des immobilisations ;
- Des sommes versées par les actionnaires, en sus de leur souscription au nominal des actions, appelées primes d'émissions ;
- De primes d'apports.

Si ces réserves au bilan deviennent pléthoriques par rapport au montant du capital, il est naturel d'en incorporer une partie à ce dernier.

L'augmentation de capital par incorporation de réserves peut revêtir deux formes : l'élévation du nominal ou la création d'actions nouvelles.

A Élévation du nominal

Exemple : une société décide d'incorporer à son capital de 100 millions d'euros (divisé en 2 millions d'actions de 50 €) 20 millions d'euros de réserves. Le capital est donc porté à 120 millions. Le nombre d'actions reste constant. Il y a simplement élévation du nominal de 50 € à 60 €. Le capital sera désormais de 120 millions d'euros divisé en 2 millions d'actions de 60 €.

Sur le plan boursier, cette opération n'a aucune incidence.

B Distribution d'actions gratuites

Dans ce cas, l'augmentation de capital par incorporation de réserves s'effectue par la création d'actions nouvelles.

Exemple : une société décide de porter son capital de 100 millions d'euros (divisé en 2 millions d'actions de 50 €) à 120 millions en créant 400 000 actions

nouvelles de 50 € représentant les 20 millions d'euros incorporés au capital. Le nombre d'actions passera ainsi de 2 000 000 à 2 400 000. Le capital étant augmenté de 20 % dans la proportion de 1 pour 5 par rapport au capital ancien, il sera attribué 1 action nouvelle pour 5 actions anciennes.

Les titres nouveaux sont simplement distribués aux actionnaires dans la proportion de 1 pour 5. Mais ceux-ci ne possèdent pas forcément un nombre de titre égal ou multiple de cinq. C'est pourquoi la distribution d'actions gratuites est matérialisée par un **droit d'attribution** qui, naguère, était systématiquement coté. Mais le nouveau code de commerce (article L. 225-149) stipule que ces droits ne sont plus obligatoirement négociables. Les actionnaires qui n'ont pas un nombre rond de droits, c'est-à-dire qui possèdent des « rompus », recevront alors la contre-valeur de leurs droits en numéraire qu'ils soient cotés ou qu'ils ne le soient pas. S'ils le sont, les actions nouvelles résultant de ces droits en quelque sorte orphelins seront cédées sur le marché et le produit de cette vente sera réparti au prorata des « rompus ».

Une attribution gratuite ne modifie pas la valeur globale des titres détenus. Il y a un simple ajustement du cours en fonction du nouveau nombre d'actions.

Exemple : dans le cas d'une attribution d'une pour 5, celui qui possédait 5 actions en détiendrait désormais 6. Si l'action cotait 120 avant le détachement du droit, elle vaudra 100 après cette opération, toutes choses égales d'ailleurs.

La formule de calcul est la suivante :

$$C = \frac{c \times n}{N}$$

C est le cours de l'action nouvelle, c le cours de l'action ancienne, n le nombre d'actions anciennes, N le nombre d'actions après l'opération.

Dans notre exemple, on a bien : $100 = 120 \times 5/6$

La décision de distribution des titres gratuits est en général le fait d'entreprises prospères. Elle marque presque toujours la **volonté de majorer les sommes réparties aux actionnaires**.

C Division des actions

Il peut arriver que, pour augmenter le nombre de ses actions, une société se livre à une opération de division de ses titres. Celle-ci peut accompagner une incorporation de réserves très forte qui conduit à un doublement du capital. Dans ce cas, l'attribution s'effectue dans la proportion d'une pour 1, ce qui

correspond à un doublement du nombre des titres. La division des titres peut se faire aussi par **diminution du nominal** des actions.

Par exemple, une société, en ramenant le nominal de ses titres de 100 € à 50 €, procédera à une division des titres existants en 2.

Les opérations de division des titres ne donnent pas lieu au détachement d'un droit d'attribution. Baptisées « split », elles sont très fréquentes aux États-Unis et se sont répandues aussi en France depuis quelques années.

III AUGMENTATION DE CAPITAL PAR SOUSCRIPTION D' ACTIONS NOUVELLES AVEC DROIT

Quand une société a besoin de capitaux supplémentaires pour assurer son expansion, elle peut avoir recours à une augmentation de capital en numéraire. Elle demande donc à ses actionnaires de remettre de l'argent dans l'affaire.

Pour garantir l'égalité de tous les actionnaires, il faut leur permettre de maintenir intégralement leur pourcentage de participation dans le capital de l'affaire, aussi minime soit-il. C'est pourquoi les actionnaires bénéficient d'une priorité en cas d'émissions d'actions nouvelles. Cette priorité se matérialise par un **droit préférentiel de souscription**.

A Le droit de souscription

Exemple : une société décide d'augmenter son capital en numéraire de 120 à 150 millions d'euros. Son capital comporte 2 400 000 actions de 50 € de nominal. Elle va donc émettre 600 000 actions nouvelles de 50 € qu'elle proposera à raison d'une pour 4.

Mais une émission d'actions s'effectue rarement au pair. En général le prix d'émission est supérieur. Il sera par exemple de 90 € pour un nominal de 50 €. Les 40 € supplémentaires constituent la prime d'émission.

Les droits de souscription sont cotés en Bourse (ou parfois crédités aux actionnaires qui ne les utilisent pas). Mais attention ! Ils se négocient rarement plus d'un mois.

B Valeur du droit de souscription

Dans notre exemple de l'émission à 90 € de 1 action nouvelle pour 4, si l'action ancienne cotait 120 avant détachement du droit, l'action nouvelle doit coter 114 et le droit 6.

En effet, le propriétaire de 4 actions anciennes valant 480 € peut, en souscrivant 1 action à 90 €, devenir propriétaire de 5 actions qui représentent 570 €, donc 114 € par titre. La différence entre le cours de l'action ancienne et le cours de l'action nouvelle, soit 6 €, nous donne la valeur théorique du droit de souscription.

La formule générale est la suivante :

$$C = \frac{(c \times n) + P}{N}$$

C étant le cours de l'action nouvelle, c le cours de l'action ancienne, n le nombre d'actions anciennes, P le prix d'émission, N le nombre d'actions après l'opération.

On vérifie dans notre exemple : $114 = (120 \times 4) + 90/5$

La valeur du droit de souscription s'obtient par simple différence entre le cours de l'action ancienne et le cours théorique de l'action nouvelle.

Dans le cas où il est émis plus d'une action, par exemple 3 nouvelles pour 7 anciennes, la formule reste inchangée, mais il convient, bien entendu, de multiplier le prix d'émission par le nombre d'actions émises (ici $P \times 3$).

Il est fréquent que le cours du droit de souscription soit inférieur à sa valeur théorique. En dehors du cas normal d'une différence de jouissance entre actions anciennes et nouvelles, cet écart peut s'expliquer par le fait que les actions nouvelles nées d'une émission en numéraire ne sont pas immédiatement négociables et sont souvent cotées sur une « ligne » particulière avant d'être assimilée aux titres anciens. Cette cotation séparée des actions nouvelles peut durer plusieurs mois en cas de différence de jouissance.

Dans le cas où l'acquisition de droits est en théorie attrayante, il faut toutefois faire des réserves en ce qui concerne les frais de Bourse parfois très élevés pour un petit nombre de droits de faible valeur unitaire. Les droits de souscription ne sont plus toujours cotés aujourd'hui, mais parfois crédités aux actionnaires qui ne les utilisent pas ou qui possèdent des rompus, ou alors, à la demande des sociétés, ils font l'objet de négociations franco de courtage, ce qui est une solution très avantageuse.

C Calcul du prix de revient de l'action nouvelle

Il faut, pour se rendre compte de l'intérêt de l'achat de droits, savoir calculer le prix de revient de l'action nouvelle.

La formule est simple : $PR = (d \times n) + p$

PR est le prix de revient de l'action, **d** le cours du droit de souscription, **n** le nombre de droits nécessaires pour une action, **p** le prix de souscription.

Reprenons notre exemple précédent. Si le droit de souscription cote seulement 5 € nous avons : $PR = (5 \times 4) + 90 = 110$.

Le prix de revient de l'action nouvelle est inférieur au cours de l'action ex-droit, qui est de 114. Il peut donc y avoir intérêt à se procurer des actions nouvelles plutôt que des anciennes sous réserve des frais de Bourse.

D Souscription à titre réductible

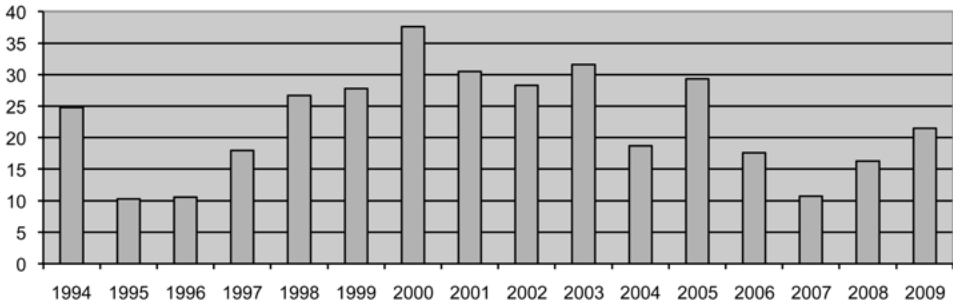
La souscription symbolisée par un droit préférentiel est dite à titre irréductible, car l'actionnaire ne peut pas être privé de la possibilité d'y participer. On peut aussi souscrire à titre réductible, si tout le « papier » offert à titre irréductible n'a pas trouvé preneur. C'est souvent une opération intéressante, car on peut obtenir des actions au-dessous des cours sans payer le droit de souscription. Mais il faut demander de souscrire à titre réductible en même temps que l'on fait jouer ses droit à titre irréductible.

IV LES NOUVELLES FORMES D'ÉMISSION D' ACTIONS

À l'exemple de la pratique anglo-saxonne, on a vu se développer en France de nouvelles formules d'augmentation de capital. **Il s'agit de procéder à une émission d'actions à un prix élevé en général voisin du cours de Bourse.** Il n'y a pas par conséquent de droit de souscription au profit des actionnaires anciens, ce que ces derniers, à juste titre, n'apprécient guère. Ils doivent renoncer à leur droit préférentiel lors d'une assemblée extraordinaire.

Ce genre d'augmentation de capital est souvent « préplacé » sur les marchés internationaux auprès de grands investisseurs. L'opération peut ne durer que 24 heures. Cette rapidité est nécessaire pour que l'évolution des cours ne vienne pas rendre caduc le prix d'émission qui est souvent décidé au dernier moment.

Emissions d'actions
(en milliards d'euros, à fin août pour l'année 2009)



Ces dix dernières années, la Bourse a apporté une contribution aux investissements d'une bonne vingtaine de milliards en moyenne par an.

Certaines augmentations de capital s'effectuent au cours de Bourse ou à un prix supérieur, la souscription étant rendue attrayante par une sorte de « prime » constituée par un bon (ou des bons) de souscription d'action attaché à chaque titre émis.

Compte tenu de l'intérêt de ce genre d'opération, les actionnaires anciens sont souvent associés à l'émission. Pendant une période, de deux semaines en général, la souscription leur est réservée en priorité, au prorata de leur participation actuelle – par exemple 1 action nouvelle pour 10 anciennes – sans que ce droit puisse être négocié.

Il est souvent intéressant de faire jouer cette possibilité de souscrire. Après la fin de cette période préférentielle, l'émission est ouverte au public.

V AUGMENTATION DE CAPITAL PAR EXERCICE DE BONS DE SOUSCRIPTION OU CONVERSION D'OBLIGATIONS

L'émission en numéraire est l'accomplissement de l'augmentation de capital différée que déclenchent les bons de souscription ou les obligations convertibles. Pour que ces augmentations de capital aient lieu, il faut évidemment que le cours de l'action se soit suffisamment bien comporté. Les porteurs de bons ou d'obligations ont alors intérêt à devenir actionnaires.

VI LES RÉDUCTIONS DE CAPITAL

Deux catégories de réduction de capital peuvent se présenter :

A Rachat d'actions

Une société prospère souhaite rembourser tout ou partie de son capital. Cette opération, courante aux États-Unis où elle s'effectue en général par rachat en Bourse et annulation des titres ainsi acquis, était presque impossible en France pour des raisons juridiques et fiscales jusqu'à la loi du 3 juillet 1998. Elle est désormais possible et devient fréquente, soit par rachat en Bourse, soit par le lancement d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) quand l'entreprise veut reprendre plus de 10 % de son capital.

B Conséquence de pertes

Une société en mauvaise posture est obligée de réduire son capital.

Exemple : une affaire au capital de 50 millions d'euros en 500 000 actions de 100 €, qui ne dispose plus de réserves et a perdu 40 millions d'euros, peut décider de ramener son capital à 10 millions d'euros pour faire disparaître toutes ses pertes du bilan. L'opération s'effectuera soit par réduction du nominal des actions à 20 €, soit par échange de 1 action nouvelle contre 5 anciennes.

Le but de la réduction de capital est en général de favoriser un assainissement financier. La société en difficulté pourra, par exemple, procéder simultanément ou ultérieurement à une augmentation de capital en émettant 1 action à 25 € pour 4 anciennes avec une chance de succès. La réduction de capital, suivie immédiatement par une opération en numéraire, est appelée **coup d'accordéon**.

VII L'AJUSTEMENT

Il est utile de savoir ramener les cours de l'époque précédant une augmentation de capital aux cours du moment. Il faut procéder pour cela à un ajustement.

Pour une attribution gratuite, le coefficient d'ajustement K est facile à calculer :

$$K = \frac{n}{N}$$

n est le nombre d'action anciennes, N est le nombre d'actions total après attribution.

Exemple : après attribution d'une action pour quatre anciennes, le propriétaire de quatre titres en possédera désormais cinq. L'application de la formule donne : $K = 4/5 = 0,80$

Le calcul est plus compliqué en cas d'émission en numéraire. Il existe plusieurs méthodes. Voici la plus courante :

$$K = \frac{(C \times n) + (P \times E)}{C \times N}$$

C est le cours avant détachement du droit de souscription, n le nombre d'actions anciennes, E le nombre total d'actions nouvelles émises, N le nombre total d'actions après l'émission, P le prix d'émission.

Exemple : émission à 300 euros de 2 actions pour 8 anciennes ; le dernier cours coté avant l'opération est de 588. On a :

$$K = (588 \times 8) + (300 \times 2) / 588 \times 10 = (4\,704 + 600) / 5\,880 = 5\,304 / 5\,880 = 0,9020408$$

Les coefficients d'ajustement peuvent être utilisés pour ajuster les cours mais aussi les dividendes et les bénéfices par action des exercices précédant une opération.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) **Surveillez que les opérations d'apport sont vraiment favorables aux actionnaires anciens**, notamment en regardant de près le rapport des commissaires aux apports.
- 2) **La décision de procéder à une attribution gratuite est en général un bon signe** et laisse présager une majoration des dividendes distribués.
- 3) **En cas d'augmentation de capital en numéraire**, il faut être décidé à accroître le poids de la société dans son portefeuille, ce qui mérite réflexion.
- 4) **Souscrire à titre réductible** procure des actions nouvelles à bon prix.
- 5) **Les formes nouvelles d'augmentation de capital ne sont guère favorables aux actionnaires anciens**. Ne pas hésiter à s'y opposer en assemblée générale extraordinaire.

COMMENT PROFITER DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES : OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ÉCHANGE

Ce qu'il faut savoir

- 1) Par une **OPA (offre publique d'achat)** une société propose d'en racheter une autre en proposant aux actionnaires un prix supérieur au dernier cours de bourse.
- 2) Par une **OPE (offre publique d'échange)**, une société propose de prendre le contrôle d'une autre en payant avec des titres, en général ses propres actions.
- 3) Désormais, **une OPA destinée à prendre le contrôle d'une société (plus d'un tiers du capital ou des droits de vote) doit porter sur l'intégralité des actions**. Une OPA doit être obligatoirement lancée dès qu'une société franchit le seuil du tiers du capital ou des droits de vote d'une autre affaire.
- 4) **Une OPA peut donner lieu à une bataille boursière** et à des surenchères avec des contre-OPA.
- 5) **Les offres publiques de retrait** consistent, pour un actionnaire qui détient plus de 95 % du capital d'une société, à lancer une offre sur les titres restants. Une OPR peut être demandée aussi, dans certains cas, par des actionnaires minoritaires.
- 6) **Le retrait obligatoire** est une véritable expropriation pour cause d'utilité privée : les actionnaires sont obligés d'apporter leurs titres au majoritaire.

Les offres publiques d'achat (OPA) et les offres publiques d'échange (OPE) permettent à une société de prendre le contrôle d'une autre affaire. Le prix proposé est en principe supérieur au dernier cours de Bourse, ce qui est une condition nécessaire au succès de l'opération.

En cas d'OPA, la société initiatrice paye en numéraire.

En cas d'OPE, elle règle les actions convoitées en remettant d'autres titres à leurs propriétaires. Cette monnaie d'échange peut être constituée par les propres actions ou obligations (convertibles ou non) de la société, ou par des obligations ou actions d'une tierce affaire, détenues en portefeuille.

I EXEMPLES D'OPA ET D'OPE

Saint Gobain a lancé une OPA sur Lapeyre début 2002. Elle proposait de racheter à 62 euros (le dernier cours était de 51,10 €) toutes les actions qui étaient présentées. En 2008, SFR a pris le contrôle de Neuf Cegetel par une OPA à 36,50 € par titre.

À l'été 2000, Totalfina a lancé une offre publique d'échange sur Elf Aquitaine en proposant d'abord 4 de ses actions pour 3 de celles de sa proie, puis elle a remonté la parité pour emporter les réticences avec une OPE finale de 19 Totalfina pour 13 Elf Aquitaine.

Les opérations peuvent combiner OPA et OPE. Fin 2004, Sagem, par exemple, a lancé une offre sur SNECMA qui comportait une OPE pour 77 % du capital à raison de 3 actions Sagem pour 13 SNECMA et une OPA dite subsidiaire pour 23 % du capital à raison de 20 euros par action.

Quand BSN, devenue Danone, avait fait son OPE ratée sur Saint-Gobain en 1968, elle proposait d'échanger des actions Saint-Gobain contre des obligations convertibles BSN à créer.

II FORMALITÉS

La société qui lance l'opération doit déposer une demande avec un dossier très complet à l'autorité des marchés financiers (AMF). **Il faut qu'elle soit décidée à acheter la totalité des titres composant le capital, sauf si l'OPA a pour objet une simple prise de participation.** Dans ce dernier cas, si le nombre de titres apportés est supérieur à celui que l'initiateur de l'OPA est prêt à accepter, il y a réduction du nombre d'actions admises.

A Rôle de l'AMF et notice COB

L'AMF se prononce sur la validité de l'offre, après l'examen notamment du prix proposé. Elle a cinq jours pour le faire après le dépôt du projet d'OPE ou d'OPA. C'est l'AMF qui rend l'opération publique.

Une note d'information doit être déposée à l'AMF le jour même où elle est avisée. L'AMF appose son visa dans les six jours et l'initiateur doit mettre cette note à la disposition des actionnaires dans un délai de quatre jours après l'obtention du visa. La société qui lance l'offre peut cependant donner des informations avant que sa note soit officielle, à condition de faire connaître les modifications que l'AMF lui aurait fait obligation d'effectuer. La société proie doit, elle aussi, rédiger une notice COB (on parle toujours de notice COB malgré la disparition de celle-ci).

B Respect du jeu de la concurrence

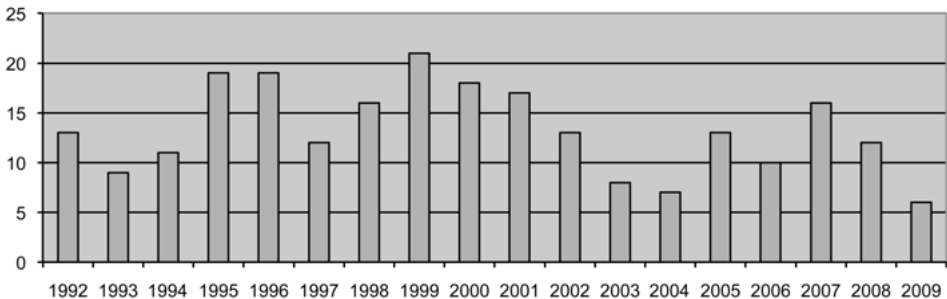
Sur le plan économique, le Trésor conserve son pouvoir d'appréciation pour les OPA ou OPE qui revêtent le caractère d'un investissement étranger. La Commission de la concurrence peut toujours s'opposer à une opération de rachat pour abus de position dominante. Désormais, ce sont les autorités de l'Union européenne qui jouent un rôle important pour s'assurer qu'une concentration de sociétés ne peut pas troubler le libre jeu de la concurrence. Elles se sont illustrées à plusieurs reprises en refusant des rapprochements, notamment celui de Schneider et de Legrand dont l'OPA était pourtant achevée. Toutefois la justice a cassé la décision de Bruxelles et Schneider a demandé des dommages et intérêts.

C Déroulement

La durée de l'opération est en général de l'ordre d'un mois. Les titres déposés par les actionnaires qui désirent répondre à l'OPA ou à l'OPE sont centralisés par Euronext. Mais c'est l'AMF, qui fera connaître les résultats de l'opération. Si celle-ci se solde par un échec (le nombre de titres demandés n'a pas été obtenu), les actions déposées sont rendues à leurs propriétaires.

L'AMF exerce une surveillance minutieuse sur le marché des valeurs concernées par une OPA ou une OPE afin d'éviter les manœuvres déloyales. Toutes les transactions réalisées par les sociétés en cause doivent être déclarées.

Acquisitions de sociétés en Bourse
(Nombre d'OPA et d'OPE, à fin août pour l'année 2009)



Le rythme des OPA-OPE, avec un peu plus d'une dizaine par an ces dernières années, reste modeste, loin du niveau double de 1999-2000.

III CONTRE-OPA ET BATAILLES BOURSIÈRES

A Exemples de contre-OPA

Les OPA ou OPE peuvent donner lieu à des batailles boursières. L'OPE de BSN, devenue Danone, sur Saint-Gobain ou l'OPA de Paribas sur Navigation Mixte sont encore dans toutes les mémoires. En 2000, la Société Générale et la BNP se sont affrontées par une série de surenchères pour s'emparer de Paribas et c'est la seconde qui a gagné.

Début 2001, La Rochette a été convoitée successivement par Mondi, filiale d'Anglo American, puis par l'espagnol Saica. Le premier avait proposé 11,60 € par action, mais, dès la reprise des cotations, le cours s'inscrivait au-dessus et Saica lançait une contre-OPA à 12 €. Finalement, les deux protagonistes se sont mis d'accord et ont rassemblé 95 % du capital au terme d'une OPA commune à un prix relevé à 12,24 €.

Une bataille a également opposé le Groupe Partouche et Accor pour le contrôle d'Européenne de Casinos, le premier offrant 59 € et le second surenchérissant à 65 € puis à 65,50 €, ce qui lui a permis de l'emporter.

B Règles

Les contre-OPA sont soumises, elles aussi, à des règles précises. Le prix offert, en principe, doit être au moins supérieur de 2 % au prix de la précédente OPA. Pour les OPE, les règles de surenchères sont plus floues et plus discutées, comme l'a montré la bataille pour La Providence SA. Il est en effet difficile parfois d'attribuer une valeur précise aux titres proposés en échange qui peuvent être créés spécialement pour l'opération (exemple : obligations convertibles).

C Batailles boursières

Que peut-il se passer justement quand la tentative de prise de contrôle se heurte à une opposition de l'entreprise convoitée ou d'un autre groupe industriel ou financier ?

Pour faire échouer l'opération, les adversaires de l'OPA ou de l'OPE procéderont à des achats en Bourse qui feront monter les cours au-dessus du prix proposé, ce qui vide l'offre de sa substance.

Mais cette tactique est devenue d'une application plus rare et plus difficile depuis que les autorités boursières assurent un contrôle strict des achats et des

ventes de titres faisant l'objet d'une OPA de la part des principaux acteurs et de leurs alliés. Il faut cependant qu'il soit prouvé que les acheteurs de titres agissent de concert avec la société assiégée pour leur interdire d'intervenir sur le marché.

L'interprétation de cette notion est difficile. Dans l'OPA de Paribas sur Navigation Mixte, de nombreux observateurs ont considéré que les autorités boursières se sont montrées « laxistes » en considérant que les acquéreurs d'actions Mixte n'agissaient pas de concert.

Les opposants ont donc intérêt aujourd'hui à procéder à une contre-OPA ou à une contre-OPE.

Autre style de bataille boursière. En 2006, Arcelor a fait l'objet d'une OPE de Mittal Steel, firme néerlandaise d'origine indienne, à laquelle la société française s'opposait. Celle-ci a trouvé un « chevalier blanc » avec le russe Severstal : un projet de fusion a été élaboré avec lui, qui valorisait l'action Arcelor à un prix supérieur à celui de l'OPE. Finalement, Mittal, qui a relevé son offre, a remporté la victoire. La longue guerre et l'intervention du « chevalier blanc » ont surtout permis de faire monter les enchères et d'obtenir de meilleures conditions pour les actionnaires.

IV OPA OU OPE SIMPLIFIÉE

En cas d'OPA ou d'OPE simplifiée, la société initiatrice s'engage à acheter en Bourse toutes les actions qui se présenteront à un prix donné pendant un certain nombre de séances (vingt au minimum).

L'OPA ou l'OPE simplifiée est autorisée lorsque l'initiateur de l'offre détient déjà, directement ou indirectement, les deux tiers au moins du capital de la société visée et qu'il s'engage à acquérir sans limitation toutes les actions qui lui seraient présentées. L'initiateur de l'OPA ou OPE simplifiée est dispensé d'un certain nombre de formalités.

V SIMPLE MAINTIEN DES COURS

Après négociation d'un bloc de contrôle, l'AMF considère que les petits actionnaires de l'affaire concernée doivent être mis en mesure de céder leurs titres dans les mêmes conditions que les gros actionnaires vendeurs. Dans ce cas, il y a maintien des cours au même prix que celui consenti aux actionnaires majo-

ritaires cédants, pendant une quinzaine de séances en général, de la même manière que dans le cas d'une OPA simplifiée.

Le maintien des cours se distingue de l'OPA simplifiée, notamment par le fait qu'il est la conséquence obligatoire d'une opération effectuée par l'acquéreur : celui-ci est contraint de racheter les titres des petits actionnaires après l'acquisition d'un bloc d'actions qui lui a donné la majorité de la société visée.

VI L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

Créée en 1989, l'offre publique de retrait est destinée à offrir une porte de sortie aux actionnaires minoritaires de sociétés qui sont contrôlées à 95 %, ou pour lesquelles l'actionnaire majoritaire propose des changements qui remettent en cause les droits du public.

Une OPR peut être déclenchée dans quatre cas.

A Quatre cas

- 1) Un actionnaire qui détient 95 % du capital peut prendre l'initiative du dépôt d'une offre de retrait qui aura pour conséquence, quel qu'en soit le résultat, la radiation de la société de la cote.
- 2) Savez-vous qu'un petit actionnaire peut demander à l'AMF de requérir le dépôt d'une OPR sur une société dont l'actionnaire majoritaire possède 95 % à condition que le marché du titre trop étroit rende difficile la cession de ses actions? L'Autorité des Marchés Financiers met alors au point l'offre de retrait avec la société.
- 3) En cas de transformation d'une société anonyme contrôlée aux deux tiers en société en commandite par action, une OPR doit être obligatoirement lancée.
- 4) Une OPR peut être lancée quand les actionnaires majoritaires ont décidé une transformation profonde de la société qui peut consister :
 - en un changement des statuts qui modifient les conditions de cession et de transmission des titres, cas qui avait été soulevé lorsque Renault et Nissan ont créé une structure commune pour contrôler leurs activités. Elles ont dû transformer leur projet pour que les modifications de l'exercice du pouvoir dans le groupe ne soient pas jugées assez significatives pour imposer une OPR.
 - une mutation complète de l'activité de la société.
 - une suppression prolongée de toute rémunération du capital.

B Problématique des OPR

La question que soulève les OPR est celle du prix proposé aux actionnaires minoritaires. L'Autorité des Marchés Financiers exerce son contrôle. Elle a d'ailleurs refusé, début 1991, comme insuffisant le prix proposé pour la société Biscuits Poullet et, celui offert pour Darblay. De toute manière, il peut être fait appel des décisions de l'AMF devant la Cour d'Appel de Paris. Mais le prix d'une OPR est capital, car elle est souvent suivie d'un retrait obligatoire.

C Procédure de la « voiture balai »

Une nouvelle possibilité a été ouverte en 2001 à l'initiateur d'une OPA ou d'une OPE couronnée de succès : la réouverture de l'offre dans les dix jours de bourse suivant la publication des résultats. On espère ainsi que de nouveaux actionnaires seront convaincus d'apporter leurs titres et que les 95 % du capital étant dépassés, une OPR et un retrait obligatoire pourront suivre.

Rappelons qu'aux États-Unis, le succès d'une OPA en déclenchant un « squeeze out » oblige les actionnaires récalcitrants à apporter eux aussi leurs titres.

VII LE RETRAIT OBLIGATOIRE

Institué par la loi du 31 décembre 1993, le retrait obligatoire (le « squeeze out » des anglo-saxons) permet à un actionnaire majoritaire d'obliger les minoritaires à lui céder leurs titres. Cette éviction des minoritaires, véritable « expropriation pour cause d'utilité privée », est grave car elle enlève aux porteurs des actions toute chance d'obtenir dans l'avenir une meilleure valorisation de leur actif.

Il y a évidemment un certain nombre de conditions pour déclencher une offre de retrait :

- les majoritaires doivent détenir au moins 95 % du capital ;
- une offre publique de retrait doit précéder le retrait obligatoire ou être concomitante, sauf pour les sociétés inscrites au hors cote, sans jamais avoir été admises dans le passé au marché officiel, pour lesquelles il n'y a pas de retrait obligatoire possible ;
- un expert indépendant doit établir le prix ;
- l'Autorité des Marchés Financiers contrôle l'opération et peut contester le prix proposé.

Les retraits obligatoires se sont multipliés. Les actionnaires doivent être vigilants et prendre garde à ce que les prix proposés soient équitables. Le prix proposé par la Société Générale pour la Sogénal a été contesté devant les tribunaux qui ont malheureusement donné raison à la Société Générale. La suite de l'histoire a montré que le prix était effectivement scandaleux, car les résultats de Sogénal se sont envolés, comme par hasard, dans les années qui ont suivi le retrait.

VIII FRANCHISSEMENT DE SEUILS

La loi du 2 août 1989 fait obligation à tout actionnaire de déclarer d'éventuels franchissements de seuils dans le capital (ou dans la répartition des droits de vote quand celle-ci ne coïncide pas, en raison de l'existence d'actions à double droit de vote) d'une société cotée, à la hausse comme à la baisse (5 %, 10 %, 20 %, 33,33 %, 50 % et 66,67 %).

Une des conséquences du franchissement de seuils peut être le dépôt obligatoire d'une OPA. Il est en principe obligatoire dès qu'une personne (physique ou morale) ou plusieurs, agissant de concert, acquièrent plus d'un tiers du capital d'une société ou de ses droits de vote ; les autorités boursières peuvent obliger l'acheteur à lancer une OPA. Cette mesure excellente pour protéger les petits actionnaires, dont les titres peuvent baisser après un changement de contrôle, fait malheureusement l'objet de trop nombreuses dérogations.

En outre, il est fréquent qu'une société limite sa prise de participation juste en dessous du seuil de 33,33 %.

IX LES RACHATS D' ACTIONS ET LES OPRA

✓ Bonifier le bénéfice par action

Le remboursement du capital est autorisé dans une limite de 10 % de son montant par annulation d'actions acquises sur le marché ou, pour des opérations d'un montant supérieur, par le jeu de la procédure de l'offre publique de rachat d'actions (OPRA).

Les sociétés ont multiplié les autorisations de rachat d'actions. Beaucoup étaient destinés à régulariser les cours, ce qui est désormais interdit. En revanche, il est toujours possible d'acquérir des actions pour pouvoir les distribuer aux salariés dans le cadre de la participation aux bénéficiaires ou dans celui d'options

d'achat (stock options). La plupart des rachats sont aujourd'hui destinés à mettre les actions en portefeuille, car celles-ci détenues du coup en autocontrôle sont toujours déduites du diviseur dans le calcul du bénéfice par action, ce qui bonifie ce dernier. En outre, elles perdent leurs droits de vote. Les réductions de capital solennelles sont plus rares, encore qu'une grande firme comme Peugeot ait annulé des actions rachetées sur le marché en réduisant son capital à deux reprises de respectivement 8,3 % en 2001 et 6,2 % en 2003.

Fiscalement, les OPRA solennelles sont peu intéressantes pour ceux qui apportent leurs titres, car le produit de leur vente reste imposable à l'impôt sur le revenu. En revanche, les rachats de moins de 10 %, qui ont lieu en Bourse, correspondent évidemment pour les vendeurs à une cession qui relève de l'impôt sur les plus-values.

✓ *Une mode critiquée*

La mode des rachats d'actions que l'on avait cru quelque peu disqualifiée après les excès de la période de la « bulle » a repris de plus bel. Elle suscite aujourd'hui de nombreuses critiques de la part notamment des associations de défense des actionnaires individuels. Ceux-ci ne profitent que très indirectement des sommes souvent considérables (des milliards d'euros par an pour l'ensemble de la Bourse) qui sont consacrées à ces rachats. La théorie veut que tout cet argent soutienne les cours et que la diminution du nombre des titres bonifie mathématiquement le bénéfice par action de manière à justifier des cours plus élevés. Il reste que ces effets sont indirects et que le résultat paraît rarement proportionnel à la dépense.

Les actionnaires considèrent qu'il y a là un gaspillage et que ces sommes seraient mieux utilisées si elles leur étaient distribuées en tant que dividende. En fait ce sont des considérations fiscales et comptables qui empêchent de répartir cet argent sous forme de coupons ou d'amortissement partiel des actions (comme cela se pratiquait autrefois).

On dit qu'à travers les rachats d'actions les entreprises « rendent des capitaux au marché » (et non aux actionnaires comme cela devrait être le cas) qui peut les réinvestir pour le plus grand bien de l'économie. Il serait plus logique que les actionnaires reçoivent cet argent et décident comment le réutiliser. Il est certes bon que les sociétés économisent les fonds investis et travaillent avec le moins de capitaux possible. Mais beaucoup de rachats d'actions ne dénotent-ils pas surtout une manque d'imagination des dirigeants pour investir davantage ou racheter un concurrent ?

C'est aussi un manque de prudence illustré jusqu'à la caricature par Vivendi Universal : les milliards consacrés par cette société à des rachats d'actions jusqu'à la veille de son effondrement auraient été les bienvenus dans la trésorerie

du groupe au moment où celui-ci, en manque de liquidités, frisait le dépôt de bilan. Les entreprises les plus prospères peuvent être confrontées un jour à des difficultés, ne regretteront-elles pas à ce moment-là d'avoir jeté dans le marché des capitaux précieux ?

Autre critique : beaucoup d'opérations semblent menées pour des motifs qui conviennent surtout aux dirigeants, comme de disposer d'actions pour honorer leurs stocks options, ou aux actionnaires majoritaires, par exemple améliorer leur pourcentage de participation en annulant les titres rachetés, ce qui est flagrant chez Peugeot.

Les réformes de la finance internationale s'intéresseront-elles aux rachats d'actions ? Il suffirait de fiscaliser ces opérations pour en réduire le nombre. À l'inverse, une imposition favorable pourrait redonner tout son lustre à l'amortissement du capital.



Les tactiques d'Investir

- 1) En règle générale, **OPA et OPE provoquent une valorisation inespérée des cours d'un titre**. Il est donc judicieux de répondre favorablement à l'offre. D'autant que, après la clôture de l'opération, les cours retombent souvent avec des marchés très étroits.
- 2) **On peut attendre la fin de l'OPA ou de l'OPE pour déposer ses titres**. On garde ainsi la latitude de vendre ses actions à un prix supérieur si une bataille boursière vient à se déclencher.
- 3) **Il se révèle parfois préférable de céder ses titres sur le marché**, même à un niveau un peu inférieur aux prix proposés, que de les apporter à l'offre en raison des délais souvent excessifs de paiement des titres.

LES FRAIS SUR LES OPÉRATIONS EN BOURSE

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Les courtages que les intermédiaires appliquent à tout ordre de Bourse sont libres.** Il faut compter environ 1 %.
- 2) **La TVA de 19,6 % s'applique sur le montant du courtage.**
- 3) **Les banques pratiquent en général des tarifs majorés** par rapport à ceux des sociétés de Bourse. Ils peuvent aller jusqu'à 2 % tout compris.
- 4) **On prendra garde pour les petits ordres au courtage minimum** qui peut être d'une dizaine à une trentaine d'euros, ce qui risque de rendre prohibitive une opération de l'ordre de 500 euros.
- 5) **Les ordres par Internet sont souvent avantageux** : les courtiers en ligne offrent des tarifs attrayants et les banques proposent des rabais.
- 6) En dehors des courtages, **tous les intermédiaires facturent des droits de garde** qui vont en général de 0,2 à 0,4 pour mille plus la TVA, avec là aussi parfois un minimum par ligne.

Depuis le 1^{er} juillet 1989, les courtages liés aux transactions sur les actions et les obligations ont été libérés. Précédemment, leur montant était fixé par arrêtés ministériels.

Il est difficile aujourd'hui d'indiquer clairement ce qu'il vous en coûtera pour passer un ordre de Bourse : chaque société de Bourse, chaque établissement bancaire suit sa propre politique tarifaire. En revanche, les anciens tarifs de base, souvent encore pratiqués par certaines sociétés, peuvent servir de référence, voire d'argument dans d'éventuelles négociations avec votre intermédiaire. Nous avons donc choisi de vous présenter ces tarifs dans les paragraphes suivants, ainsi que certains exemples de courtage constatés dans la pratique.

I LES COURTAGES DES SOCIÉTÉS DE BOURSE

Les ordres de Bourse transitent toujours par des entreprises de service en investissement, membres du marché d'Euronext, les sociétés de Bourse (ex-

charges d'agent de change). Elles se rémunèrent en prélevant un certain pourcentage du montant des opérations traitées, ou un minimum fixe pour les plus petits ordres. À celui-ci s'ajoutent les prélèvements effectués au profit de l'État, à travers la TVA (taxe sur la valeur ajoutée).

A Les barèmes avant la libéralisation de juillet 1989

Voici quels étaient les taux pratiqués suivant la nature des titres ou des opérations, avant la libéralisation des courtages. Ceux-ci peuvent encore servir de point de repère :

- 6,5 % (soit 6,50 € pour 1 000 €) pour les actions et les titres apparentés (convertibles, bons, ...) et 5 % pour les fonds d'État. Le courtage minimum était de 1,50 €.

B Règlement différé et CRD

✓ *Principe*

Les taux de courtage que nous avons présentés s'appliquent aux transactions normales réalisées au comptant. Pour les valeurs éligibles au service de règlement différé (SRD), les choses se compliquent, si l'acheteur (ou le vendeur) demande le règlement différé de la transaction.

✓ *La Commission de Règlement Différé*

Le montant de l'opération, assujettie à la TVA, est alors majoré d'une commission dont le montant est libre appelée **commission de règlement différé (CRD)**. Ce surcroît est la contrepartie de l'avance de titres ou de trésorerie consentie au donneur d'ordres par sa société de Bourse. Au temps du règlement mensuel, la situation était exactement inverse : il fallait acquitter la commission de règlement anticipé (CRA) de 1 % en général pour bénéficier du règlement immédiat, c'est-à-dire recevoir immédiatement ses titres en cas d'achat ou son argent en cas de vente.

✓ *Tarifications disparates*

Les tarifications sont disparates, ce qui rend les comparaisons délicates. Certains intermédiaires les facturent au mois (exemple : 0,6 %, ce qui fait plus

de 7,2 % par an) ou à la journée d'utilisation effective du crédit (exemple : 0,02 %, ce qui fait aussi 0,6 % par mois). Il est bien entendu plus avantageux d'obtenir une tarification quotidienne si on a acheté le 15 du mois pour une liquidation le 25.

✓ *Facturation des reports*

Quant à la facturation des reports, elle est souvent plus avantageuse (par exemple : 0,18 % par mois). D'autres intermédiaires pratiquent un forfait (par exemple : 11,96 € par ordre), ce qui est attrayant pour les gros ordres et dissuasifs pour les petits de 1 000 € seulement.

C Abolition de l'impôt de Bourse

À partir du 1^{er} janvier 2008, l'impôt de Bourse (ex-droit de timbre) a été aboli. Ce prélèvement rapportait peu et favorisait la concurrence de la Bourse de Londres.

On peut d'ailleurs noter que, depuis le printemps 1993, cet impôt de Bourse avait vu sa portée réduite. Il n'était pas perçu pour les transactions inférieures à 7 830 € et cessait d'être appliqué au-delà de 253 000 €. Son tarif était de 0,3 % de 7 830 à 153 000 € et de 0,15 % dans la tranche de 153 000 à 253 000 €.

D Exemples de frais de Bourse

✓ *Exemples, selon les anciens tarifs minimum, sans l'impôt*

Le total des frais pour une opération de 1000 € effectuée à Paris sera le suivant : courtage : 6,50 € ; TVA : 1,27 € (19,6 % de 6,50 €) ; soit au total : 7,77 €.

Pour un achat, vous serez débité de : $1\ 000 + 7,77 = 1\ 007,77$.

Pour une vente, vous serez crédité de : $1\ 000 - 7,77 = 992,23$ €.

Exemple de l'achat de 100 actions au cours de 30 € :

100 actions à 30 € = 3 000 €. Frais : 19,50 € de courtage (0,65 %) + 3,82 € de TVA (19,6 % du courtage) = 3 023,32 €.

Même achat avec demande de service de **règlement différé (SRD)** ; l'exécution de l'ordre sera plus coûteuse : 3 023,32 € comme précédemment + 18 € (0,6 % de CRD) + 3,53 € de TVA sur la CRD = 3 044,85 €.

✓ Quelques exemples de prix après la libération des courtages

Les données qui suivent sont issues de sondages auprès des intermédiaires. Aucun ne pratiquait plus le tarif minimum de 1,50 € d'avant la libéralisation des courtages, mais certains ne facturent aucun minimum. Pour les autres, le tarif minimum s'étagé dans la plupart des cas d'une dizaine à une trentaine d'euros. En moyenne, il s'établit à environ une quinzaine d'euros.

En plus, on a vu apparaître des « frais fixes » chez certaines sociétés de Bourse, allant de 4,50 à 15 €.

Pour ce qui concerne le taux proportionnel, qui est la composante essentielle du coût d'un ordre de Bourse, peu de sociétés continuent à appliquer le taux en vigueur avant la libéralisation des courtages (0,65 % hors taxes). La plupart des sociétés de Bourse appliquaient, à l'époque, un taux proportionnel compris entre 0,8 % et 1,2 %, TVA comprise.

III COMMISSION DES BANQUES

Si vous transmettez vos ordres par l'intermédiaire d'une banque, celle-ci prend une commission revenant à majorer de 25 % à 100 % le courtage prélevé par la société de Bourse, commission qui est elle-même assujettie à la taxe sur la valeur ajoutée.

A Exemple

En reprenant l'hypothèse précédente d'un achat de 1 000 € (courtage à 6,50 €) et dans l'hypothèse moyenne d'un courtage majoré de 50 %, les frais à votre charge seront de : (courtage 6,50 € x 1,5 = 9,75) + (TVA 19,6 % de 9,75 € = 1,91) = 11,66 €.

Un achat de 1 000 € reviendra donc à : 1 000 € + 11,66 € = 1 011,66 € ; et le produit d'une vente de 1 000 € sera ramené à : 1 000 € - 11,66 € = 988,34 €.

B Jusqu'à 2 % de frais

En règle générale, il convient de compter de 1 % à 2 % de frais, voire plus pour certains établissements qui répercutent l'augmentation des tarifs des sociétés de Bourse après la libéralisation des courtages. Un conseil, tenez compte de

ces commissions pour calculer votre plus-value. Dans le cas où une banque facturerait un ordre de 1 000 € à 2 %, TVA comprise (ce qui est relativement fréquent), il faut, pour simplement réaliser une « opération blanche » que la plus-value soit d'un peu plus de 4 %.

III LA PERCÉE D'INTERNET

En raison des économies autorisées par Internet et de la concurrence des courtiers en ligne, les tarifs sont en général inférieurs à ceux des intermédiaires classiques.

✓ *Tarifs des courtiers en ligne*

Ils se répartissent sur une assez large échelle, d'après une enquête du journal *Investir* de septembre 2009.

Trois cas étaient distingués : les petits, moyens et gros portefeuilles avec des montants d'ordre correspondants de respectivement 500, 3 000 et 6 000 euros.

Un ordre de 500 euros coûtait entre 2,50 (0,5 %) et 16,65 euros (3,33 %). La moyenne tournait autour de 10 euros (2 %), ce qui est relativement élevé et démontre une fois de plus qu'il faut éviter dans la mesure de ses moyens d'opérer sur des sommes trop faibles. D'autant qu'il faut compter aussi avec des « frais divers annuels », en général d'un peu plus de 70 euros avec 228 € pour les plus élevés, 48,60 pour le plus bas. La gratuité est offerte par plusieurs courtiers à condition de passer 1 à 4 ordres par mois selon les maisons. Une d'elle exige simplement un portefeuille minimal de 7 500 € et un des courtiers en ligne les moins chers proposait, à la date de l'enquête, la gratuité totale. Avec ces frais facturés par la plupart des intermédiaires, celui qui passerait un seul ordre par an paierait en moyenne 16 % (10+70), ce qui est prohibitif. Mais, avec une seule opération par mois, il en coûterait encore à peu près 3 %.

Pour un ordre de 3 000 €, en dehors d'un tarif à 5 euros (sans frais annuels !), il faut compter entre dix (0,33 %) et vingt euros (0,66 %) en général, soit une moyenne d'une quinzaine d'euros. On voit que l'importance de l'opération permet des tarifs intéressants. Mais, là aussi, il convient de tenir compte des « frais divers annuels ». Ceux-ci sont fréquemment les mêmes que dans les exemples pour les ordres à 500 euros ; certains courtiers cependant les augmentent parfois jusqu'au doublement. La moyenne s'établit ainsi autour de 100 euros, avec ici aussi, presque toujours, la gratuité pour 1 à 4 ordres par mois. En incluant

ces frais, celui qui passerait un seul ordre par an subirait un prélèvement de près de 4 % en moyenne et avec un ordre par mois de 0,8 %.

Enfin, avec des ordres de 6000 euros, on paye des courtages de 7,50 (sans frais) à près de 50 euros. La moyenne est d'un peu plus de 20 euros (0,33 %). Curieusement, les « frais annuels divers » grimpent assez fort. Si certains restent un peu au-dessus de 70 €, tout comme pour les petits ordres, beaucoup bondissent autour de 200 € et plus, jusqu'à 532. La moyenne se situe ainsi aux alentours de 150 euros. Là aussi, la gratuité est possible avec 1 à quelques ordres par mois. Mais le coût pour une seule transaction par an se monte en moyenne à près de 3 % et pour une par mois à plus de 0,5 %.

Les tarifs sont donc très variés. Les plus bas peuvent correspondre à des périodes de promotion et il faut de toute manière s'assurer de la qualité du service des intermédiaires les moins chers. En conclusion, on peut dire que, en général, les courtages des brokers en ligne sont incontestablement avantageux pour ceux qui opèrent en Bourse plusieurs fois par mois.

✓ *Intermédiaires traditionnels*

De nombreuses banques et sociétés de Bourse accordent des réductions de tarif pour les ordres passés par Internet. Celles-ci atteignent fréquemment 30 %.

✓ *Autres avantages et inconvénients*

Un des grands intérêts d'Internet est de permettre dès à présent, depuis certains sites, un accès plus facile et moins onéreux aux marchés étrangers sur lesquels on peut passer directement des ordres.

Bien entendu, Internet permet aussi d'obtenir un maximum de renseignements (graphiques, analyses, état du marché,...) avant d'intervenir.

Revers de la médaille : la surveillance et l'exécution des opérations (émissions, offres publiques,...) laisse parfois à désirer chez certains « e-brokers ».

IV DROITS DE GARDE SUR LES TITRES

La garde des titres en dépôt, aussi bien dans une société de Bourse que dans une banque, est un service qui se paie. Là aussi les tarifs varient d'une maison à l'autre, lorsqu'il n'y a pas plusieurs barèmes à l'intérieur d'un même établissement, cas très fréquent. C'est pourquoi nous nous bornerons à vous donner

un ordre de grandeur, sachant qu'à ces droits de garde s'ajoute la taxe sur la valeur ajoutée (19,6 % de leur montant).

Actuellement, ce service coûte entre 2 ‰ et 4 ‰ de la valeur du portefeuille mais parfois plus, calculée le plus souvent au 31 décembre de chaque année. À signaler que de rares intermédiaires proposent la gratuité des droits de garde, essentiellement des courtiers en ligne, mais à condition d'effectuer un grand nombre d'opérations dans l'année. La perception des droits de garde est généralement effectuée en une seule fois au début de l'année, mais certains établissements la répartissent parfois en deux versements. Des tarifs dégressifs sont également appliqués en fonction de l'importance du portefeuille, en général à partir de 15 000 €. On peut tomber à 1 ‰ pour 100 000 euros. En revanche, là aussi, des tarifs minimaux s'appliquent souvent et peuvent atteindre des taux confiscatoires (10 % environ) pour une petite ligne dans un portefeuille modeste. Enfin, n'oubliez pas que les droits de garde sont déductibles de vos revenus de valeurs mobilières.

V COMMISSIONS D'ENCAISSEMENT DES COUPONS

Généralement, les banques assurent gratuitement ce service à leur clientèle, surtout si les titres sont en dépôt chez elles. Il peut arriver qu'elles prélèvent une commission lorsque cela n'est pas le cas.

Dans les sociétés de Bourse, ce service n'est pas gratuit. Les tarifs s'étagent entre 2 % et 6 % du montant des coupons (frais auxquels il convient d'ajouter la TVA). Toutefois, des commissions maximales, entre 2 € et 8 € par ligne, sont, en général, fixées.

Attendez-vous également à supporter des frais en cas d'opération financière sur le capital d'une société (émission en numéraire ou attribution gratuite). Dans une société de Bourse, le coût se situe entre 1 € au minimum et 10 € au maximum (+ TVA). Ces opérations sont le plus souvent gratuites dans les banques.

VI COMMISSIONS DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Vous pouvez faire gérer votre portefeuille par un spécialiste, dans une société de Bourse ou dans une banque. À condition, toutefois, de disposer d'une somme relativement importante, en général, plus de 30 000 € au minimum. Dans ce cas, les tarifs appliqués varient. Certains se contentent d'augmenter de 50 % à 100 % le montant des droits de garde (ce qui est très rare). D'autres prélèvent

une commission fixe (généralement de 5 %) sur le montant des gains qu'ils ont fait réaliser à leurs clients. En dehors des banques, les gérants de portefeuille prennent généralement une part de 10 % sur les plus-values réalisées.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) **Prenez connaissance de l'ensemble des conditions proposées par votre intermédiaire** en n'oubliant pas les droits de garde et les commissions éventuelles (encaissement des coupons,...).
- 2) **Ne pas hésiter à négocier** et à faire jouer la concurrence.
- 3) **Évitez de passer de petits ordres** et renseignez-vous sur leur coût.
- 4) **Envisagez de passer vos ordres par Internet.** Les prix sont souvent plus attrayants que chez un intermédiaire classique et les courtiers en ligne pratiquent fréquemment des tarifs attrayants. Toutefois les courtages qu'ils consentent peuvent être avantageux pour des catégories particulières d'actionnaires comme ceux qui pratiquent des opérations très nombreuses.

LA FISCALITÉ DES VALEURS MOBILIÈRES

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Les dividendes sont soumis à l'impôt sur le revenu**, auquel s'ajoutent la CSG, la CRDS et des prélèvements sociaux, soit 12,1 % supplémentaires. Depuis 2008, ces derniers sont prélevés à la source.
- 2) **Deux abattements permettent de minorer la note** : 40 % des dividendes, puis 1 525 euros pour un célibataire et 3 050 euros pour un couple marié.
- 3) **Les revenus des obligations, et ceux des actions depuis 2008, peuvent faire l'objet d'un prélèvement libératoire** de 30,1 %, sinon ils sont soumis à l'impôt sur le revenu.
- 4) **Un impôt sur les plus-values** au taux de 30,1 % également s'applique sur les gains réalisés en Bourse dans l'année dès que le contribuable a cédé pour plus de 25 730 € de titres : c'est le fameux seuil de cession. Toutefois, les titres détenus huit ans seront exonérés à partir de 2014 !

La fiscalité des valeurs mobilières a été alourdie et compliquée par l'application de la Contribution Sociale Généralisée (CSG) et de la Contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS). Depuis 2008, l'ensemble des prélèvements sociaux qui s'élèvent à 12,1 % est retenu à la source, tandis qu'un prélèvement libératoire de 30,1 % a été institué pour les actions à l'image de ce qui existait pour les obligations.

I NOTE ALOURDIE PAR LES PRÉLÈVEMENTS

A CSG et CRDS

Les épargnants sont désormais lourdement imposés. Tous leurs revenus sont frappés avant l'application de la fiscalité propre aux actions et aux obligations par des prélèvements qui n'ont cessé de s'alourdir. En moins de vingt ans, les revenus des placements ont été soumis à des prélèvements « sociaux » croissants. La CSG et la CRDS ont été créées avec des taux portés progressivement jusqu'à 8,5 % pour la première et fixé à 0,5 % pour la seconde. Ensuite, des contributions complémentaires ont été instituées à hauteur de 2 % et de 3,1 % à partir de 2009 avec les 1,1% de plus pour financer le RSA. Résultat : un pré-

lèvement de 12,1 % au total s'applique aux placements avant toute autre imposition. Depuis 2008, cette ponction est prélevée à la source ou bien est intégrée dans le barème du prélèvement libératoire pour les actions et les obligations et de l'impôt sur les plus-values.

Il ne faut jamais perdre de vue ce supplément d'impôt.

B Déductibilité

Seule consolation : une partie de la CSG, 5,8 %, est récupérable. Cela ne signifie pas qu'elle est remboursée. Elle est déduite du revenu imposable de l'année suivante et ne fait pas l'objet d'une double taxation comme le reste des prélèvements. Il n'y a donc pas d'impôt sur l'impôt pour ces 5,8 %. En effet, c'est la somme totale des dividendes qui est déclarée sans tenir compte des 12,1 % acquittés par ailleurs. Le montant de la partie déductible de la CSG est normalement porté par l'administration fiscale dans une case prévue à cet effet de la déclaration des revenus de l'année suivante. Plus le taux d'imposition est élevé, plus la récupération est forte. Elle est nulle pour le contribuable non imposé.

Attention, il n'y a pas de CSG récupérable en ce qui concerne l'impôt sur les plus-values et les prélèvements libératoires sur les obligations et les actions (voir plus loin). La CSG est, dans ces deux cas, entièrement intégrées à la « ponction ».

II L'IMPOSITION DES DIVIDENDES

À partir de la déclaration d'impôt de 2006, la fiscalité des dividendes a été complètement réformée. L'avoir fiscal qui créait une différence entre le dividende net et le dividende global, base de l'imposition, mais donnant droit à une créance sur le fisc, a été aboli. Désormais, la somme qui est perçue et celle qui est à déclarer se confondent. Pour compenser la disparition de l'avoir fiscal, un abattement supplémentaire a été accordé et la possibilité d'opter pour un prélèvement libératoire a été ouverte à partir de 2008.

A Les abattements

Les dividendes déclarés bénéficient d'un abattement de 40 % de leur montant. Ainsi un gain de 100 ne sera imposé que sur 60. Cet abattement était de 50 % pour les revenus de 2005 et a été ramené à 40 % pour ceux de 2006 et des années suivantes. Cette diminution de l'avantage consenti est justifiée par l'abaissement du taux d'imposition, contrepartie de l'abolition de la déduction de 20 %

pour les salaires. Les actionnaires devaient eux aussi abandonner un avantage pour équilibrer ce changement.

Ensuite, un deuxième abattement s'applique. Il s'agit de l'abattement traditionnel, qui dispense d'impôt les revenus de dividendes les plus bas. Cet abattement est fixé aujourd'hui à 1 525 euros pour une personne seule et 3 050 euros pour un couple.

Conséquence : un couple qui reçoit 5 000 euros de dividendes ne sera pas imposé à l'impôt sur le revenu pour cette somme, ramenée à 3 000 euros par l'abattement de 40 % et effacée par celui de 3 050. La limite théorique pour ne pas être imposé est de 5 082 euros pour un couple et de 2 541 euros pour une personne seule. Mais n'oublions pas que les 12,1 % de prélèvements dits sociaux s'appliqueront de toute manière, soit 615 euros pour le couple qui a encaissé la somme limite et 307,50 euros pour le célibataire.

B Application du barème de l'impôt sur le revenu et crédit d'impôt

Après l'application des abattements, chaque contribuable est imposé au taux de sa tranche de l'impôt sur le revenu (IRPP) et récupère ensuite un crédit d'impôt. C'est le nouveau nom du défunt avoir fiscal qu'il remplace. Toutefois, cet avantage est plafonné assez bas : 115 euros pour une personne seule et 230 euros pour un couple, ce qui le rend un peu symbolique. Il reste qu'il constitue une créance sur le fisc qui vient en déduction de l'impôt à payer et qui peut éventuellement être remboursée s'il n'y a pas de contribution à acquitter.

C Exemples d'imposition

Un contribuable perçoit 10 000 euros de dividendes et se situe dans la tranche d'imposition la plus élevée (40 %). Il fait jouer les deux abattements : 40 % qui ramène à 6 000 la somme à déclarer puis 1 525 euros, ce qui aboutit à 4 475 euros. Il devra payer 40 % de ce montant, soit 1 790 euros et bénéficiera d'une diminution d'impôt de 115 euros en vertu du crédit d'impôt ce qui ramène le poids de sa contribution à 1 675 euros. Mais, d'un autre côté, lui seront retirés les 12,1 % de prélèvements, soit 1 210 euros. Son impôt est en fait de 2 885 euros, soit près de 29 % de la somme encaissée. Il faudrait en soustraire les 5,8 % de CSG récupérés l'année suivante, déduite du revenu imposable. Cela représente, dans cette tranche d'impôt, 40 % de 5,8 %, soit 2,32 %. Avec un an de retard, ce sont finalement 26,53 % des dividendes qui sont versés au fisc.

Intéressons nous maintenant à un gros actionnaire. Il encaisse 100 000 euros de dividendes. On peut considérer que, pour lui, l'abattement de 1 525 euros et le crédit d'impôt de 115 ont épuisé très vite leurs effets et il est permis d'en

faire abstraction. Il va donc payer 40 % de 60 000 euros (abattement de 40 %), soit 24 000 euros plus 12,1 % de prélèvements, soit au total 36 100 euros. L'imposition maximale pour un revenu élevé qui frisait les 60 %, avant il est vrai intervention de l'avoir fiscal, a donc été réduite autour de 36 %, d'autant qu'il y a aussi récupération de 2 320 euros de CSG.

Qu'en est-il pour un petit contribuable ?

Imposé dans la tranche de revenu la moins élevée (5,5 %), il encaisse 5 000 euros de dividendes. Après les deux abattements, il n'a plus à déclarer que 1 475 euros (5 000 moins 2 000 moins 1 525). Il va payer 5,5 % de ce montant, soit 81 euros. Comme il a droit au crédit d'impôt de 115 euros, il n'aura rien à verser et disposera d'une créance de 34 euros sur le fisc qui viendra en déduction du reste de son impôt. Mais il a subi la ponction de 12,1, soit 605 euros.

D Assiette diminuée pour les abattements

À signaler que la disparition de l'avoir fiscal a réduit l'assiette des prélèvements sociaux qui ne s'appliquent plus par exemple que sur 4 000 € au lieu de 6 000 précédemment, d'où une note de 480 € au lieu de 726 €.

E Assimilation des coupons de sociétés étrangères

Un des points positifs de la réforme a été l'assimilation des dividendes des sociétés étrangères à ceux des firmes nationales. Le régime est désormais identique. Leurs coupons ont droit à l'abattement de 40 % et à celui de 1 525 ou 3 050 €. Ils étaient exclus de ce dernier jusqu'ici et ne bénéficiaient pas de l'avoir fiscal (voir aussi ch 10, I B p. 100).

III RETENUE À LA SOURCE DES 12,1 %

Depuis 2008, les 12,1 % de prélèvements sociaux, de CGS et de CRDS sont retenus à la source et sont donc acquittés immédiatement, au moment du paiement des dividendes et des coupons d'obligations, alors que, jusqu'ici, il se produisait un décalage de l'ordre d'un an.

L'impôt sur les plus-values n'est évidemment pas concerné puisque son calcul et sa déclaration ne peuvent intervenir qu'après la fin de l'année.

Un problème se posait pour les Plans d'épargne en actions. Allaient-ils subir cette ponction à chaque encaissement de dividendes, contrairement au principe selon lequel ceux-ci doivent entrer dans le plan sans imposition ? Le gouver-

nement a effectivement décidé que les dividendes versés dans un PEA ne seraient pas soumis à ce nouveau régime.

IV OPTION POUR UN PRÉLÈVEMENT LIBÉRATOIRE SUR LES DIVIDENDES

A Taux de 30,1 %

Depuis 2008, il est possible pour les dividendes d'opter, soit pour le régime actuel d'imposition à l'IRPP, soit pour un prélèvement libératoire à l'image de celui qui existait déjà pour les obligations. Le gouvernement avait proposé que celui-ci se monte à 27 %, mais le Parlement a exigé et obtenu que ce taux soit fixé à 29 % et la hausse des prélèvements sociaux l'a porté à 30,1 % en 2009.

Dans l'état actuel des tranches de l'impôt sur le revenu et compte tenu des abattements qui allègent la facture du contribuable, cette réforme n'intéresse que les actionnaires frappés à hauteur de 40 % par le barème de l'impôt sur le revenu et encaissant de grosses sommes, pour lesquels, on l'a vu plus haut, la ponction marginale ressort à 36 %, sans tenir compte de la CSG récupérable.

« Cadeau aux riches » ? Il semble que le gouvernement soit surtout animé par la volonté de rapprocher la situation des grands actionnaires personnes physiques français de celle de ceux des autres pays afin de contribuer à mettre fin à la fuite des capitaux.

B Obligations et plus-values pénalisées

Le drame est que ce « supertaux » de 30,1 % a été étendu aussi au prélèvement libératoire sur les obligations et à l'impôt sur les plus-values. Le taux de base de toutes ces ponctions passe ainsi de 16 % à 18 %, auxquels s'ajoute « la sauce » sociale de 12,1 %. C'est dire que les porteurs d'emprunts (mais aussi les détenteurs de placements à revenu fixe comme les livrets bancaires), dont la rentabilité est déjà limitée, sont les victimes collatérales de cette affaire, de même que les bénéficiaires de plus-values. Les actionnaires de poids restent les seuls gagnants. Tout se passera comme si le « cadeau aux riches » était financé en partie par les titulaires de valeurs à revenu fixe.

De bons esprits conseillent cependant de revenir à une imposition plus avantageuse pour les emprunts, comme celle qui avait été instaurée dans les années 60 avec la création du prélèvement libératoire alors au taux de 15 %. Les besoins de financement croissants de l'État pourraient inciter à un tel changement.

C Un choix irrévocable mais un panache possible

Décider si on opte ou non pour le prélèvement nécessite des calculs et des prévisions sur le montant des dividendes à percevoir dans l'année, car le choix est définitif. L'option doit être exercée au plus tard lors de l'encaissement des premiers revenus d'actions et s'applique alors de manière irrévocable. Cela rend nécessaire de connaître les plafonds à partir desquels il est intéressant de faire jouer cette option. On notera qu'il est en théorie possible de panacher entre le prélèvement et l'impôt sur le revenu. Mais l'opération est compliquée pour un bénéficiaire très minime, car certains avantages accordés dans l'imposition à l'IRPP (abattements...) sont perdus. Le panachage ne peut d'ailleurs intéresser que de très gros revenus.

D Plafonds à partir desquels le choix du prélèvement est avantageux

Compte tenu des abattements de 40 % et de 1 525 € ou 3 050 € (et du petit crédit d'impôt), le choix du prélèvement libératoire de 30,1 % n'est intéressant pour un couple imposé à 40 % que s'il perçoit un peu plus de 24 000 € de dividendes ou pour un célibataire 12 000 €. Toutefois, il faut tenir compte de la récupération de la CSG (impossible si l'on choisit le prélèvement). Ainsi, dans la tranche de 40 %, on récupérera 40 % des 5,8 % de CSG dite récupérable sous forme de réduction du revenu imposable l'année suivante. Du coup, les plafonds remontent à environ 39 500 euros pour un couple et 19 750 euros pour un célibataire. Il reste que la CSG est récupérée avec un an de retard. En actualisant ce gain, le plafond diminue très légèrement.

Le niveau du barème de 30 % n'est évidemment pas concerné. On notera cependant – cas un peu théorique – qu'un contribuable ne percevant que des dividendes, compte tenu des faibles taux d'imposition de départ, pourrait encaisser plus de 300 000 euros de coupons sans avoir avantage à recourir au prélèvement. Pour les contribuables dont une partie des dividendes est frappée dans la tranche à 30 %, il faut se livrer à des calculs un peu compliqués. Par exemple, un célibataire, subissant une imposition à 30 % sur 30 000 € de coupons pourrait percevoir environ 45 000 € en plus sans faire appel au prélèvement, soit un total de 75 000.

Enfin, complication supplémentaire, les impôts acquittés sous forme de prélèvement libératoire ne sont pas pris en compte pour le calcul de bouclier fiscal, si bien que de gros contribuables peuvent avoir intérêt à supporter une impo-

sition supérieure à 30,1 % (c'est-à-dire de 33,68 % avec CSG récupérable, 33,5 % environ en actualisant celle-ci) pour profiter de cette limitation du taux global de leur contribution. Là aussi, il faudra se livrer à des calculs compliqués, prenant en compte non seulement les dividendes mais aussi la composition de l'ensemble des revenus taxés et du patrimoine.

V IMPÔT SUR LE REVENU DES OBLIGATIONS

Les revenus des obligations sont soumis à l'impôt sur le revenu mais peuvent faire l'objet d'un prélèvement forfaitaire.

A Prélèvement forfaitaire libératoire

Les propriétaires d'obligations ont la faculté d'opter pour un **prélèvement forfaitaire libératoire** de 30,1 % (avec les prélèvements dits « sociaux », la CSG et la CRDS). Tous les épargnants qui sont imposables sur les tranches de revenus supérieures à celle au taux de 14 % (et non de 25 %), ont intérêt à exercer cette option.

Le prélèvement forfaitaire n'est autorisé que si la créance et les intérêts ne sont pas indexés. N'en bénéficient donc pas les obligations indexées. En revanche, les porteurs d'obligations convertibles ou échangeables en actions ainsi que de titres participatifs peuvent exercer l'option.

Le taux de 30,1 % tient compte de la CSG à 8,5 %, de la CRDS à 0,5 %, de deux prélèvements sociaux de 1 % chacun et des 1,1 % pour le financement du RSA qui s'ajoutent à la contribution de base de 18 %. Il n'y a pas de CSG récupérable dans le cas du prélèvement libératoire sur les obligations.

B Imposition des primes de remboursement

✓ Situation de départ

Il y avait autrefois un grand principe : les primes de remboursement d'obligations sont exonérées d'impôt. Par **prime de remboursement**, on entend la différence entre le prix auquel une obligation a été souscrite et son prix de remboursement à l'échéance. Progressivement, cette règle a été remise en cause, en raison principalement de l'existence des emprunts à coupon zéro ou assimilés et de certains excès commis notamment par les fonds communs de créances.

Déjà, les primes des obligations émises après le 1^{er} juin 1985 sont taxables quand elles dépassent 5 %.

✓ *Titres émis à partir de 1992*

La loi de finances du 1^{er} janvier 1992 est allée plus loin. Non contente de soumettre toutes les primes de remboursement à l'impôt, elle bouleverse aussi le sens des mots.

La prime de remboursement devient désormais la différence entre le prix d'acquisition du titre et son prix de remboursement. C'est dire qu'elle n'est plus la même pour tout le monde, puisqu'elle dépend du cours d'achat de l'obligation et non plus des seules conditions du contrat d'émission.

Dès que le prix de remboursement excède de 10 %, soit le prix d'émission, soit le coût d'acquisition du titre, la prime est imposée chaque année comme produit d'obligation par le jeu d'un mécanisme compliqué d'annuité fictive. Au-dessous de 10 % et quel que soit son montant, la fiscalisation a lieu en fin de course.

Les banques se sont déclarées incapables de procéder aux calculs nécessaires aux déclarations annuelles. Sans compter les complications qui surgissent si le possesseur d'une obligation, imposé annuellement sur la prime, cède son titre avant l'échéance. Dans la pratique, l'imposition s'effectue donc en fin de course, au moment du remboursement.

Enfin, on notera que, outre les emprunts émis après le 1^{er} janvier 1992, les obligations plus anciennes peuvent être concernées, dès lors qu'une nouvelle émission de ces titres, assimilés aux anciens, est effectuée.

VI LA TAXATION DES PLUS-VALUES BOURSIÈRES

Tel qu'il fonctionne actuellement, le système de taxation des plus-values boursières n'a pas subi de modification fondamentale depuis 1983. En dehors d'une mesure adoptée en 2006 pour favoriser les placements à long terme (plus de 6 ans). Il est relativement simple, avec un taux d'imposition unique de 30,1 % à partir de 2009 contre 29 % précédemment, y compris les prélèvements sociaux, la contribution sociale généralisée et la CRDS.

Voici les caractéristiques du système en vigueur.

A Le principe

Le régime s'applique à toutes les valeurs mobilières et pas seulement aux actions.

Sont taxables les plus-values lors de la revente d'actions françaises ou étrangères inscrites au marché officiel ou au marché libre, d'actions de Sicav, de parts de fonds communs de placement, ainsi que les cessions d'actions de sociétés non cotées, d'obligations et titres d'emprunts négociables, de droits de souscription ou d'attribution détachés.

Les contribuables concernés sont les personnes physiques résidant en France. L'imposition est réalisée par foyer fiscal (dans les mêmes conditions que l'impôt sur le revenu).

Les exonérations sont limitées aux cessions intervenant dans le cadre de certains régimes spéciaux (Plan d'épargne d'entreprise, Plan d'épargne en actions). **Seules les cessions sont imposables** : cela exclut donc les remboursements d'obligations, mais ceux-ci peuvent désormais être imposés, dans certains cas, en tant que revenus, comme on l'a vu plus haut.

B Le seuil de cession

Les plus-values ne sont imposables que si les cessions réalisées dans une année par les membres d'un foyer fiscal dépassent un seuil fixé chaque année.

✓ *Le montant du seuil de cession*

Le seuil de cession a subi de nombreux changements au fil des années. Il a été augmenté puis réduit (il a aussi existé un « petit seuil » pour certains placements monétaires et obligataires). Aujourd'hui, il est fixé à 25 730 € contre 25 000 euros pour les plus-values de 2008 et 20 000 pour celles de 2007.

Exceptions

Dans certaines circonstances (licenciement, mise à la retraite, invalidité, décès du conjoint, catastrophe naturelle), le contribuable peut demander que le franchissement du seuil soit apprécié par référence à la moyenne des cessions de l'année considérée et des deux années précédentes.

✓ *Un système qui incite à la « gymnastique fiscale »*

En principe, dans la gestion d'un portefeuille, il convient d'agir en fonction de la conjoncture et de sa stratégie de placement et non en fonction de considérations fiscales. À quoi sert d'éviter un impôt si c'est au prix d'une moindre performance ?

Dans le cas de la taxation des plus-values boursières cependant, le système est ainsi fait qu'il pousse le contribuable à pratiquer en fin d'année une certaine « gymnastique ».

Les objectifs peuvent être divers :

- Le contribuable qui a réalisé des plus-values importantes mais n'atteint pas le seuil de cessions est tenté de différer certaines opérations pour éviter de franchir le seuil.
- Un autre contribuable peut au contraire vouloir franchir le seuil volontairement pour que ses opérations soient imposables et que ses moins-values soient enregistrées officiellement.
- Il est également tentant, si l'on a réalisé des plus-values, de vendre en fin d'année des valeurs sur lesquelles on est en perte (quitte à les racheter aussitôt : c'est le principe de l'acheter-vendu) pour réduire le montant des plus-values.

Il faut prendre garde enfin à ne pas franchir le seuil de cessions « par erreur », par exemple en négligeant les ventes faites par un organisme « fiscalement transparent » dans lequel on a une participation (SCPI, groupement forestier).

C Prélèvements sociaux dès le premier euro

Le fameux seuil est en train de perdre une partie de son intérêt. Le budget pour 2010 fait subir les prélèvements sociaux à toutes les plus-values mobilières. Du coup, un taux de 12,1 % s'applique au moindre gain réalisé en Bourse. En revanche, logiquement, le taux de 30,1 % continue à sévir au-dessus du seuil.

D'autres projets visent à une suppression totale du fameux seuil. Dans cette hypothèse, les plus-values seraient soumises à plein à l'impôt au taux de 30,1 % dès le premier euro.

D Le calcul du gain net imposable

Si le seuil de cessions est dépassé, il convient de calculer les plus-values réalisées par **différence entre le prix de cession des titres (diminué des frais et taxes) et le prix d'acquisition (majoré des frais et taxes)**.

Toutefois, pour l'ensemble des valeurs acquises avant le 1^{er} janvier 1979, le contribuable peut retenir un prix de revient forfaitaire : **le cours au comptant le plus élevé de 1978** (il est possible aussi de choisir pour les actions françaises le cours moyen de 1972).

Attention : pour les titres de même nature acquis à des prix différents, le prix d'acquisition à retenir est la **valeur pondérée d'acquisition**.

Pour le calcul de l'impôt, **les moins-values sont imputables sur les plus-values réalisées au cours de la même année**. Si elles les dépassent, elles pourront être reportées et venir en déduction des gains réalisés au cours des dix années suivantes, à condition toutefois que le contribuable remplisse la déclaration exigée pour prouver que ses opérations étaient imposables compte tenu du franchissement de seuil.

E Le taux de l'impôt

✓ *Le taux de l'impôt*

Il était fixé à 16 % et a été porté à 18 % à compter du 1^{er} janvier 2008 par alignement sur le prélèvement libératoire institué pour les actions. Il faut y ajouter la contribution sociale généralisée de 8,5 %, la CRDS à 0,5 % et les prélèvements sociaux à 3,1 %. Le total de l'addition atteint ainsi 30,1 % à partir de 2009 (29 % précédemment).

✓ *L'inflation oubliée*

Si ce régime n'est pas en lui-même confiscatoire, il faut cependant noter qu'il ne prend pas en compte l'inflation dans le calcul des plus-values imposables, sauf depuis 2006 (mais en fait 2012) pour les placements à six ans et plus (cf *infra*) et que, contrairement aux pratiques en vigueur à l'étranger, l'impôt n'est pas payé en fonction du montant des plus-values réalisées mais à partir d'un seuil de cessions de valeurs mobilières (exonération totale en deçà du seuil ; paiement intégral au-dessus du seuil sur l'ensemble des plus-values) qui a été fortement diminué (il était de plus de 52 000 en 1995), ce qui rend de plus en plus d'épargnants imposables.

Investir a souvent réclamé la suppression du seuil de cession et son remplacement par un seuil d'imposition sur le montant des plus-values réalisées qui exonérerait ainsi les gains modestes et dispenserait les contribuables de gymnastiques compliquées.

F Les obligations du contribuable

Le contribuable dont l'intermédiaire financier effectue tous les calculs concernant la taxation des plus-values n'a pas de problème. Dans le cas contraire, le contribuable doit lui-même déterminer ses gains et pertes et remplir la déclaration spéciale modèle 2074 avant le 1^{er} mars de chaque année.

Il devra être en mesure de fournir à l'administration, à sa demande, les pièces et documents justifiant les éléments nécessaires à la détermination des plus-values et moins-values.

G Attention à certaines opérations

On prendra garde à ne pas franchir le seuil d'imposition des plus-values par inadvertance. Les opérations de report font tourner le compteur et, ce qui est scandaleux, les échanges de titres consécutifs à des fusions, OPE, scissions. Dans ces derniers cas de figure, il était possible de demander le report de l'imposition pour ne comptabiliser effectivement ces échanges que l'année de la cession effective des valeurs reçues.

Depuis l'exercice 2000, une simplification est intervenue. Le sursis d'imposition s'applique automatiquement dans tous ces cas, sans avoir à le demander, sauf si l'échange comporte une soulte supérieure à 10 % de la valeur nominale des titres.

En revanche, pour les opérations des années précédentes, il faut toujours confirmer chaque année la demande de report de l'imposition sur le formulaire 2074 VI.

VII MESURES EN FAVEUR DES TITRES DÉTENUS AU MOINS SIX ANS

En 2006, le gouvernement a décidé de tenir compte de la dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie et surtout d'encourager les placements en actions stables et à long terme.

Mécanisme

À compter du 1^{er} janvier 2006, tous les titres détenus ou acquis après cette date et conservés sans discontinuité bénéficieront d'un abattement pour l'impôt sur les plus-values, puis d'une exonération totale.

Au bout de six ans, un abattement d'un tiers du montant de la plus-value dégagée est accordé. Au bout de sept ans, il est porté aux deux tiers et, au bout de huit ans, intervient l'exonération complète.

Les actions achetées en cours d'année seront réputées l'avoir été au 1^{er} janvier. En raison des difficultés d'application, les valeurs détenues antérieurement au 1^{er} janvier 2006 sont considérées comme acquises à partir de cette date (les années de détention précédentes sont donc « perdues »). Il en résulte que la réforme ne s'appliquera qu'à partir du 1^{er} janvier 2012 (abattement d'un tiers) et ne prendra tout son effet qu'à compter du 1^{er} janvier 2014 (exonération totale).

Ce « cadeau » fiscal n'englobe pas malheureusement les prélèvements sociaux. Les plus-values à long terme continueront donc à subir une ponction de 12,1 % au lieu de 30,1 %.

Précisons aussi que les plus-values constatées, même totalement exonérées, font « tourner le compteur » du fameux seuil d'imposition et peuvent donc déclencher l'imposition normale pour des titres vendus en plus la même année et qui ne remplissent pas les conditions de durée de détention pour profiter des nouvelles mesures.

Dans le cas des titres cédés à perte, la moins-value ne peut servir à compenser des plus-values ou être reportée pour les titres totalement exonérés. Elle est perdue. Pour les actions concernées par les abattements d'un tiers et deux tiers, la moins-value retenue l'est également à hauteur d'un tiers ou deux tiers.

Prix moyen pondéré

Qu'en est-il quand des actions ont été acquises en plusieurs fois ?

La règle est de faire jouer le prix moyen d'acquisition. Exemple. J'achète 100 titres à 150, puis 200 à 100 et enfin 100 à 120. Le prix moyen pondéré ressort à 100×150 plus 200×100 plus 100×120 divisé par 400, nombre total des actions acquises. On obtient ainsi 47 000 divisé par 400, soit un prix moyen pondéré de 117,50. Si je vends ces actions ou une partie d'entre elles au bout de six ans ou plus au cours de 200, la plus-value est établie par différence avec ce prix, soit 200 moins 117,50 égal 82,50.

Premier entré, premier sorti

Mais que se passe-t-il si les différentes acquisitions d'une même valeur n'ont pas été effectuées la même année ? Pour faire jouer les avantages liés à la durée de détention, on considère que les actions cédées portent en priorité sur celles

achetées le plus anciennement. C'est la règle du premier entré, premier sorti. Reprenons notre exemple. Supposons que mon premier achat ait été effectué en 2006, le deuxième en 2007 et le troisième en 2009. Je vends 350 de mes 400 titres en 2014 toujours au cours de 200. Le prix d'acquisition moyen reste de 117,50 et la plus-value de 82,50. On considère que la vente porte sur les 300 titres acquis en 2006 et 2007 et sur la moitié de ceux entrés en portefeuille en 2009. Les premiers 100 titres sont exonérés, les 200 suivants imposés avec un abattement des deux tiers et les 50 derniers subissent le régime de droit commun.

VIII PARTICULARITÉ DE LA FISCALITÉ DES OPTIONS ET DES WARRANTS

Les options jouissent (ou pâtissent) d'une fiscalité spécifique. Les particuliers à condition qu'ils soient intervenants occasionnels sont imposés sur les plus-values dès le premier euro de gain au taux de 30,1 %. Les moins values sont reportables sur les dix années suivantes. Les intervenants habituels sont imposés dans la catégorie des BNC (bénéfices non commerciaux).

Les warrants sont soumis à une fiscalité identique. Comme eux, ils sont imposables dès le premier euro au taux de 30,1 %. Mais, ils ont une particularité : bien que leurs cessions ne fassent pas tourner le compteur des plus-values, les pertes sont reportables pendant dix ans, comme celles enregistrées sur les actions.

Les bons de souscription supportent une fiscalité identique à celle des actions (30,1 % si il y a plus-values et si le seuil de cession est dépassé), de même que les trackers et les certificats, sauf pour certains d'entre eux très spéculatifs qui sont soumis aux mêmes règles que les options.



Les tactiques d'Investir

- 1) **Essayer d'échapper au maximum à l'impôt** en plaçant vos actions dans un PEA ou un contrat d'assurance-vie.
- 2) Si vous percevez des dividendes importants, essayez d'en prévoir le montant et de **calculer au plus juste si vous avez intérêt à opter pour le nouveau prélèvement libératoire**. Le choix de ce dernier est irrévocable dès l'encaissement du premier coupon.
- 3) Un conseil : si on n'atteint pas le seuil d'imposition des plus-values et que l'on est faiblement imposé, **il peut être avantageux de vendre une obligation avant l'échéance** pour encaisser le bénéfice par rapport au prix d'achat en tant que plus-value et non en tant qu'intérêt imposable.
- 4) **Ne pas oublier de déduire les droits de garde** des revenus de valeurs mobilières.
- 5) **Ne pas assujettir votre politique de cession de valeurs et de prises de bénéfices à la hantise de franchir le seuil d'imposition** d'ailleurs devenu assez bas. Mieux vaut payer un impôt sur les plus-values que de voir disparaître ces dernières en raison d'une baisse des cours.
- 6) **Ne pas hésiter**, si on franchit le seuil, **à réaliser ses moins-values latentes** pour diminuer ou supprimer l'impôt. Ne pas oublier que les moins-values sont reportables dix ans à condition de franchir le seuil l'année où elles sont constatées.
- 7) **Si vous avez des titres qui ont baissé** et que vous désirez conserver demander à votre intermédiaire de faire un achat-vendu qui ne fait payer qu'une fois le courtage. Vous constaterez la moins-value mais repartirez avec un prix d'acquisition plus bas.

LE PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA)

Ce qu'il faut savoir

- 1) Le **plan d'épargne en actions (PEA)** permet de gérer un portefeuille d'actions sans payer d'impôt sur les dividendes, ni sur les plus-values. On peut y placer un maximum de 132 000 €.
- 2) Le **PEA**, réservé à l'origine aux seules actions françaises, **est désormais ouvert aux actions des sociétés de l'Union européenne**.
- 3) Le plan est bloqué en théorie pendant huit ans. Mais une sortie au bout de cinq ans n'est pas pénalisante et, au bout de deux ans, elle entraîne le paiement de l'impôt de droit commun sur les plus-values.
- 4) L'**application de la CSG et de la CRDS** et des prélèvements sociaux a enlevé au PEA son caractère de sanctuaire fiscal et compliqué les calculs au moment de la sortie du plan.
- 5) Le **PEA reste attrayant même pour de petits montants**, car il permet de pratiquer une gestion active en échappant à l'impôt sur les plus-values.

Le grand attrait du PEA est de permettre de gérer un portefeuille d'actions en capitalisant ses revenus en franchise d'impôt et sans payer d'impôt sur les plus-values éventuelles. Le PEA allait au-delà de la simple exonération des dividendes, car il prévoyait le remboursement de l'impôt fiscal qui venait grossir les revenus du portefeuille. Ce dernier avantage, qui augmentait de moitié le rendement des actions détenues, a disparu le 1^{er} janvier 2005 avec la suppression de l'impôt fiscal.

En revanche, le PEA s'est paré récemment d'atouts supplémentaires avec son ouverture aux actions des sociétés des pays de l'Union européenne ainsi que de l'Islande et de la Norvège ce qui en fait désormais un placement en partie international.

Malheureusement, les séductions du PEA ont été atténuées par l'application aux produits du plan de la CSG (contribution sociale généralisée), de la CRDS (contribution au remboursement de la dette sociale) et des autres prélèvements sociaux sur les revenus du capital.

I LES CONDITIONS REQUISES POUR OUVRIR UN PEA

- 1 – Constituer auprès de son intermédiaire financier un compte spécial.

- 2 – N’y placer que des actions (ou titres assimilés) françaises et, désormais, européennes ou des liquidités que l’on n’a pas le droit de faire rémunérer. Le plafond des sommes investies dans le plan a été relevé à 132 000 € pour une personne seule et 264 000 € pour un couple marié.
- 3 – Conserver les sommes et les titres placés dans ce plan pendant huit ans. Il est cependant possible de sortir du PEA sans pénalités au bout de cinq ans.

II QUI PEUT OUVRIR UN PEA ET OÙ ?

Il ne peut-être ouvert qu’un plan d’épargne en actions par contribuable ou deux pour un couple marié, ce qui permet de placer au maximum 264 000 € par ménage.

Le plan peut être ouvert auprès d’un intermédiaire financier, tel qu’une banque, une société de Bourse, la Caisse d’Épargne, la Poste, la Caisse des Dépôts ou une compagnie d’assurances. Tout PEA fait l’objet d’un contrat avec cet intermédiaire qui prévoit notamment dans quelles conditions ce plan pourrait être éventuellement transféré à un autre organisme.

III À QUELS TITRES LE PEA EST-IL OUVERT ?

A Les valeurs entrant dans le plan

Le plan doit être consacré uniquement aux **actions de sociétés françaises ou, depuis 2002, de l’Union européenne** ainsi que de l’Islande et de la Norvège. Seuls les certificats d’investissement, bons de souscription, ainsi que les droits d’attribution et de souscription, leur sont assimilés.

Les actions de sociétés du marché libre et de sociétés non cotées sont également admises.

Les actions de Sicav détenant au moins 60 % de titres éligibles au PEA, les parts de Fonds Commun de placement détenant au moins 75 % de titres éligibles peuvent figurer dans un PEA, de même que les trackers si leur composition répond aux conditions requises.

B Les titres exclus du plan

Les obligations convertibles ne peuvent pas figurer dans le PEA. L’administration a refusé aussi d’y accepter les certificats de valeur garantie.

Sont exclues aussi, bien entendu, les actions étrangères, hors Union européenne.

Il est également interdit de procéder à des opérations à terme sur son plan : achat en SRD, vente à découvert, report d'opérations d'achat, options ou bons d'option appelés communément warrants, négociation de contrats à terme.

Parmi les actions françaises, celles des Sicomi (Sociétés d'investissement pour le Commerce et l'Industrie) étaient exclues, mais toutes ces affaires cotées ont renoncé à leur statut particulier et peuvent donc figurer dans un PEA.

Plus généralement, les titres qui ont déjà donné droit à un avantage fiscal sont éliminés comme les parts de Fonds Communs de placement recueillant la participation aux bénéfices des salariés, les actions provenant de l'exercice de « Stock Options » (options réservées aux salariés) ou les actions de Sofica (Sociétés destinées à investir dans la production de films).

Il est également interdit de détenir des titres d'une société dont le titulaire du PEA, son conjoint, ses ascendants ou descendants possèdent 25 % ou plus.

IV LA GESTION DES LIQUIDITÉS DANS LE CADRE DU PEA

L'investissement en actions est la vocation du PEA. Les liquidités sont donc considérées comme accessoires et transitoires. Il est, par conséquent, interdit de les faire rémunérer. Les liquidités doivent figurer sur un compte particulier. Le PEA se subdivise ainsi en un compte titre et un compte de liquidités associé.

Le problème des titres nominatifs

Contrairement à une idée préconçue, les titres nominatifs peuvent être très bien intégrés dans un plan d'épargne en actions. Cette prise en compte entraîne des obligations particulières, dès lors que la gestion de ces titres est partagée entre l'organisme gestionnaire du PEA et la société émettrice (nominatif pur).

Il appartient au titulaire du PEA de communiquer les références de son plan à la société émettrice. Celle-ci devra, de son côté, les rappeler dans toutes ses relations avec le gestionnaire du PEA et l'informer de tous les mouvements affectant les titres en indiquant, pour chaque opération, sa date, sa nature, la quantité et la valeur des titres.

Des négociations de titres nominatifs seront effectuées par l'intermédiaire du gestionnaire du PEA, à charge pour ce dernier de virer chez l'émetteur les titres achetés et d'exécuter les ordres de vente dès réception des titres en provenance de l'émetteur. Lors du paiement de dividende, la société émettrice en transfère le montant au gestionnaire du PEA. Celui-ci porte les dividendes au crédit du compte espèces ou du compte titres lorsque les dividendes sont payés en titres de la société émettrice.

Pour toutes les autres opérations (échanges de titres, détachement de droits de souscription ou d'attribution, etc.), le titulaire du PEA donne ses instructions à l'organisme gestionnaire, qui en assure l'exécution en liaison avec la société émettrice et qui peut prélever pour cela des frais supplémentaires.

Mieux vaut rester avec des liquidités non rémunérées que de subir une chute brutale de la valeur de ses actions. Cet inconvénient peut cependant être atténué si l'on utilise, hors PEA, le marché des options pour couvrir son portefeuille contre la baisse. Il est également possible de miser sur les tracker basés sur le CAC 40 et éligible ou PEA (voir chapitre 13-I-C-4).

V LA LIBERTÉ DE GESTION EST-ELLE TOTALE ?

Oui. On peut, dans la limite du plafond, investir, acheter et vendre à son gré, par conséquent arbitrer à tout moment une action contre une autre. Cela vaut bien entendu pour les plans gérés directement. Ceux « vendus » par des établissements financiers peuvent être soumis à d'autres contraintes.

Le seul inconvénient : en cas de vente qui n'est pas suivie immédiatement d'un réemploi en actions, il est interdit de faire fructifier ses liquidités.

VI AVANTAGES FISCAUX

A Exonération des dividendes

Le régime de faveur du PEA consiste en l'exonération de l'impôt sur le revenu de tous les produits et plus-values procurés par les placements.

Les dividendes des actions figurant dans le PEA ou les revenus des Sicav ou des fonds de placement échappent donc à l'impôt.

B Franchise de plus-values

De même, les cessions de titres effectuées à l'intérieur du PEA s'effectuent en franchise totale de taxation des plus-values et ne sont pas prises en compte pour la détermination du seuil d'imposition.

Enfin, lorsque le plan se dénoue après huit ans par le versement d'une rente viagère, celle-ci est exonérée de l'impôt sur le revenu.

Le principe est donc simple, c'est la défiscalisation – hormis les prélèvements sociaux – de l'ensemble des gains obtenus dans le PEA (dividendes et plus-values).

VII LE MAUVAIS COUP DE LA SUPPRESSION DE L'AVOIR FISCAL

Un des grands atouts du PEA était le remboursement en espèces sonnantes et trébuchantes de l'avoir fiscal par le Trésor public. Sa disparition, à partir de 2005, a sonné le glas de cet avantage.

Un exemple montre le manque à gagner. Celui qui recevait 3000 euros de dividende se voyait verser l'année suivante 1500 euros d'avoir fiscal. Au total, 4500 euros entraient dans son PEA et ne subissaient les prélèvements (12,1 %) qu'à l'arrivée, soit un gain net de 3 955 euros. À l'avenir, il n'entrera plus que 3000 euros dans le PEA, plus le nouveau crédit d'impôt de 115 euros (pour une personne seule). Le manque à gagner est de plus de 1200 euros.

Résultat: le gain net après la « sauce » des prélèvements (qui s'applique au moment de la clôture du plan) et le petit crédit d'impôt de 115 n'est que de 2 752 euros. La perte sera ici de 30 % par rapport au régime avec avoir fiscal et elle se répétera chaque année, ce qui finira par coûter cher sur un PEA conservé en théorie au moins huit ans: près de 10 000 euros dans notre exemple (8 fois 1 200 euros).

VIII LA QUESTION DE LA CSG ET DE LA CRDS : UN ALOURDISSEMENT FISCAL PROGRESSIF

L'application aux produits du plan de la CSG (contribution sociale généralisée), de la CRDS (contribution au remboursement de la dette fiscale) et des prélèvements dits sociaux enlève au PEA une partie de son caractère de paradis fiscal. Ces impôts jouent à la clôture définitive du plan sur la différence entre sa valeur à la date de sa fermeture et sa valeur à des dates de référence. Nous verrons plus loin l'importance de ces dates.

En raison des taux successifs des prélèvements, les désinvestissements des plans anciens sont taxés différemment selon la période durant laquelle les gains ont été réalisés: 0,5 % (CRDS) entre le 31 janvier et le 31 décembre 1996, 3,9 % (3,4 % de CSG plus 0,5 % de CRDS) pour l'année 1997, 10 % (7,5 % de CSG, 0,5 % de CRDS et 2 % de prélèvements sociaux) entre le 31 décembre 1997 et le 30 juin 2004, 10,3 % (il s'ajoute 0,3 % de CSG pour la dépendance, conséquence de la canicule) entre cette date et le 31 décembre 2004, 11 % (la CSG est passée à 8,5 % au total) après le 1^{er} janvier 2005 et 12,1 % depuis début 2009. Avant le 31 janvier 1996, il n'y avait aucune imposition.

Ces complications ont entraîné à une époque des effets pervers. Calculant les prélèvements par périodes, certaines banques infligeaient une imposition sur des pertes. En effet, un PEA, qui avait beaucoup baissé au départ, puis avait fortement remonté sans toutefois combler ses pertes à sa clôture – il n’y avait donc aucun gain – était taxé : l’application des prélèvements dans les périodes de progression aboutissait à cette absurdité. L’administration fiscale a mis fin à ces errements.

À noter que la retenue à la source des prélèvements sociaux, qui s’applique à partir du 1^{er} janvier 2008, ne concerne pas le PEA.

Il est question d’imposer les plus-values des PEA immédiatement aux prélèvements de 12,1 %. Cette mesure serait contraire à l’esprit du plan et au mécanisme qui consiste à faire subir la ponction sociale à la clôture du PEA sur l’ensemble des gains (plus-values et dividendes).

IX COMMENT SORTIR DU PEA ?

Il n’y a aucune limite à la durée de vie d’un PEA, mais le plafond de 132 000 € de versements ne peut être dépassé.

A La clôture

La clôture du plan intervient dans les cas suivants :

- retrait total des sommes ou des valeurs figurant dans le plan ;
- retrait partiel avant 8 ans ;
- conversion du capital en rente viagère au-delà de huit ans ;
- non-respect de l’une des conditions de fonctionnement du plan (ex. : ouverture de plusieurs plans, dépassement du plafond) ;
- décès du titulaire du plan ;
- rattachement à un autre foyer fiscal d’un invalide titulaire d’un PEA ;
- transfert à l’étranger, y compris les pays de l’Union Européenne, du domicile fiscal du titulaire. Toutefois dans ce cas, on est dispensé des prélèvements sociaux.

B Conséquences des retraits sur le fonctionnement du PEA

Le tableau ci-après indique quelles sont les conséquences fiscales des retraits survenant avant cinq ans (au-delà, l’exonération fiscale est définitivement acquise). Les mêmes effets s’appliquent en cas de non-respect des règles de

	AVANT 2 ANS	ENTRE 2 ET 5 ANS	ENTRE 5 ET 8 ANS	AU-DELÀ DE 8 ANS
QUE DEVIENT LE PEA ?	Tout retrait, même partiel, entraîne la clôture du plan.	Tout retrait, même partiel, entraîne la clôture du plan.	Tout retrait, même partiel, entraîne la clôture du plan.	Pas de clôture du plan en cas de retrait partiel, mais aucun versement nouveau n'est possible.
QUEL EST LE SORT DES AVANTAGES FISCAUX ?	Les gains nets sont soumis à l'impôt selon le régime de taxation des plus-values boursières au taux de 34,6 %, si l'ensemble des cessions de l'année dépasse le seuil d'imposition (25 730 €).	Les gains nets sont soumis à l'impôt selon le régime de taxation des plus-values boursières au taux de 30,1 % (avec prélèvements sociaux), si l'ensemble des cessions de l'année dépasse le seuil d'imposition (25 730 €).	Les retraits sont totalement exonérés d'impôt à l'exception de la CSG, de la CRDS et des prélèvements sociaux soit au total 12,1 %.	Les retraits sont totalement exonérés d'impôt, à l'exception de la CSG, de la CRDS et des prélèvements sociaux soit au total 12,1 %. La sortie est possible en capital ou sous forme d'une rente viagère, également exonérée d'impôt.

fonctionnement du PEA, mais les cotisations d'impôt sont alors assorties d'intérêts de retard et éventuellement d'une majoration si la mauvaise foi du contribuable est établie.

Le gain net imposable, à un taux différent selon que le retrait est intervenu avant deux ans ou entre deux et cinq ans, correspond à la différence entre la valeur liquidative du PEA à la date du retrait et le montant des versements effectués depuis l'origine.

En conclusion, on peut dire que seuls les retraits effectués dans les deux ans sont sanctionnés, par l'application d'un taux de taxation supérieur au taux de droit commun. Entre deux et cinq ans, un retrait a pour seule conséquence la reprise

de l'avantage fiscal, le contribuable se retrouvant dans la même situation que s'il n'avait pas souscrit de PEA. Il est difficile d'imaginer un régime plus « doux ».

C'est un argument en faveur de la souscription à un PEA, même auprès des personnes qui ne sont pas sûres de pouvoir rester investies pendant cinq ans.



Les tactiques d'Investir

1) Ouvrez un PEA au plus vite. Mieux vaut se situer d'emblée dans son cadre pour éviter toute imposition future, même si on la juge peu probable. Cela ne coûte rien et la sortie du PEA, en cas de besoin, ne fait encourir aucune pénalité au-delà de deux ans par rapport aux titres détenus sur un compte ordinaire.

2) Profiter du PEA pour prendre fréquemment des bénéfiques au moins partiels sur les titres pour lesquels on est en gain.

3) Saisissez l'occasion de l'ouverture du plan aux actions européennes pour internationaliser largement votre portefeuille, quitte à arbitrer au détriment des valeurs françaises, s'il ne vous est pas possible d'accroître son montant global. En mettant l'accent sur certaines sociétés européennes qui détiennent des intérêts importants aux États-Unis, voire en Asie, il est d'ailleurs possible de donner à son PEA un caractère international.

STRATÉGIE BOURSIÈRE ET CHOIX DES VALEURS

Chapitre 22

LES MOTEURS DE LA BOURSE : CE QUI FAIT VARIER LES COURS

Ce qu'il faut savoir

- 1) **La Bourse reflète l'économie** mais surtout la richesse et la santé des sociétés cotées. C'est pourquoi l'évolution des marges bénéficiaires est en général plus déterminante que celle du produit intérieur brut pour apprécier l'évolution du marché.
- 2) **Les actions se comparent en permanence aux autres placements par l'intermédiaire des taux d'intérêt.** Plus ceux-ci sont élevés, moins les actions séduisent. La Bourse a tendance à monter quand ils sont bas, et à fléchir quand ils se tendent.
- 3) **La Bourse** progressera plus facilement quand les disponibilités monétaires sont fortes. Toutefois, l'inflation, qui s'accompagne d'une création monétaire excessive, s'est toujours révélée désastreuse.
- 4) Toutes les règles doivent être appréciées en n'oubliant jamais que **la psychologie joue un rôle capital dans le comportement de la Bourse** qui tend à anticiper en permanence.

Les ratios qui servent à évaluer les valeurs sont avant tout des rapports entre les cours et les résultats, tel le fameux multiple cours-bénéfice, le *price earning ratio* des anglo-américains. Il est facile d'en déduire que le montant des profits est un des moteurs essentiels de la Bourse. Mais qu'est-ce qui commande le niveau du ratio lui-même ? Pourquoi le marché tantôt exige que les bénéfiques soient capitalisés 7 ou 10 fois et tantôt se contente de 20 ou 25 fois ? Tout sim-

plement, parce que les ratios cours-bénéfice sont en quelque sorte indexés – à l’envers – sur les taux d’intérêt. Quand ces derniers sont bas, les multiples sont hauts et ils fléchissent quand le loyer de l’argent s’élève. Les taux sont donc le second grand moteur de la Bourse.

I LES TAUX D’INTÉRÊT

Parce que, finalement, la Bourse est un placement comme les autres, les taux d’intérêt qui servent à comparer tous les placements entre eux sont une variable essentielle du comportement des actions. Ils orientent la Bourse de plusieurs manières.

A Comparaison entre les placements

Quand sous le règne de François Mitterrand, les sicav à court terme rapportait plus de 10 % par an, il était aisé de s’enrichir en dormant (on pouvait doubler sa mise sans risque en moins de sept ans) et il était difficile de faire mieux en investissant dans des actions dont les cours pouvaient s’effondrer. Quand les taux des placements tranquilles cessent d’être rémunérateurs, il devient tentant de prendre le risque des actions, puisque cela devient la seule manière d’espérer arrondir son patrimoine.

B Étalon des ratios boursiers

Les actions se comparent aux obligations d’abord par le simple rendement de leurs coupons respectifs. Quand les emprunts rapportent gros, les actions ont de la peine à s’imposer, sauf au prix d’une baisse de leurs cours qui fait remonter le rendement apporté par leurs dividendes.

Mais la comparaison s’effectue surtout à partir du bénéfice net qui est plus significatif que les dividendes pour mesurer la rentabilité d’une action, en raison notamment du fait que beaucoup de sociétés ne distribuent pas de dividende ou ne répartissent qu’une faible partie de leurs profits, alors que d’autres transmettent l’intégralité de leurs gains à leurs actionnaires.

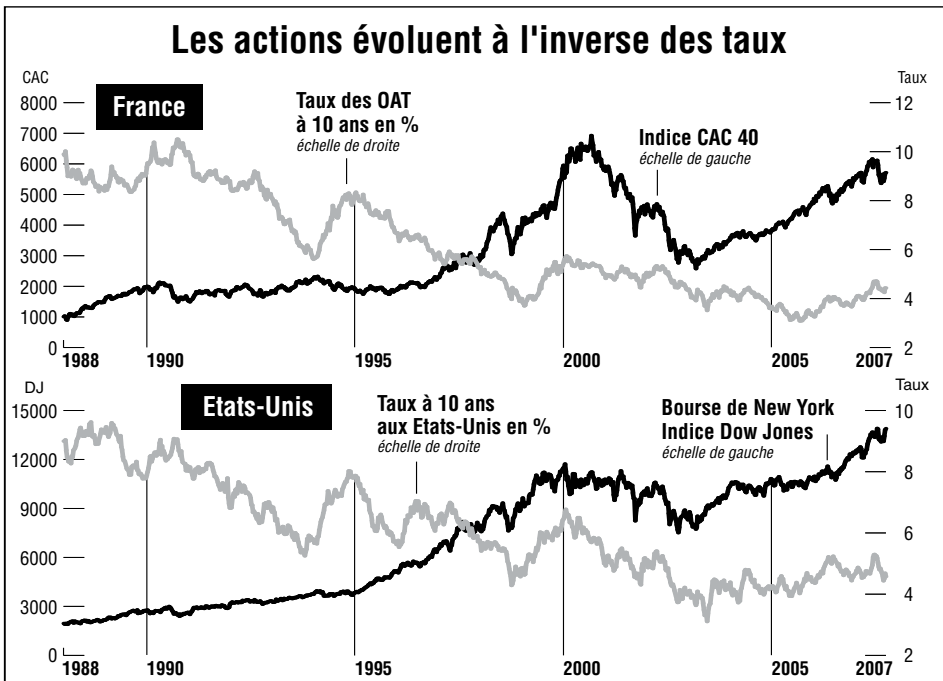
Le fameux ratio cours-bénéfice n’est jamais qu’une manière d’exprimer un rendement. Dire qu’une société capitalise dix fois son résultat signifie que son bénéfice procure une rentabilité de 10 %. Sept fois correspond à un rendement de 14 %, 14 fois à 7 %, 20 fois à 5 %. Le ratio est l’inverse du rendement. Autrement dit, en divisant 100 par le ratio, on obtient un rendement (exemple :

100 divisé par 14,7 fois égale 6,8 %) et inversement 100 divisé par un taux d'intérêt donne un ratio (exemple : 100 divisé par 5,6 % égale 17,8 fois).

Une diminution du rendement des emprunts à long terme doit provoquer presque mécaniquement une reprise des cours, car c'est par rapport à celui-ci que s'apprécie le prix des actions.

À mi-octobre 2009, les taux à long terme se situent à environ 3,4 % aux États-Unis. On pourrait donc attendre un ratio moyen du marché autour 29 fois les bénéfices. En fait, ce rapport, calculé il est vrai pour les seules sociétés du Dow Jones, est très inférieur avec 12,5 fois les résultats de l'exercice passé (2008), 16 fois ceux attendus en baisse pour 2009 et près de 13,5 fois ceux espérés en reprise de 2010. Pour la France, ici aussi avec un échantillon réduit (les entreprises du CAC 40), avec un taux d'intérêt très proche (3,6 %), les ratios sont voisins, simplement un peu plus élevé pour celui établi sur les prévisions 2009 (plus de 16,5 fois) et un peu moins (12,5) pour 2010.

Ce décalage peut avoir au moins trois explications. La première serait encourageante : les valeurs sont sous-évaluées et, si les taux demeuraient



La baisse des taux a été à l'évidence un des moteurs de l'envolée des marchés jusqu'à la fin du siècle dernier. Depuis, des taux demeurés bas n'ont pas empêché la correction des excès à la hausse lors des krachs de 2000 et 2007-2009.

inchangés, les cours devraient grimper pour que leur multiple se rapproche des 29.

Les deux autres liées l'une aux profits, l'autre aux taux d'intérêt sont plus inquiétantes. La Bourse n'anticipe-t-elle pas une détérioration des résultats, soit dès 2010 (les prévisions en hausse des analystes restent très fragiles dans la conjoncture troublée actuelle), soit dans les années suivantes? Il est plus probable que le monde de la finance craint une remontée des taux à long terme. Ceux-ci sont relativement bas et une nouvelle détente paraît exclue. En revanche, un rebond est logiquement à craindre. Des tensions inflationnistes sont toujours présentes, surtout des pressions ne manqueront pas de se manifester sur le marché des obligations en raison des énormes besoins d'emprunt des États confrontés à des déficits sans précédent depuis des décennies.

Au delà, il est vraisemblable que la Bourse a été échaudée à la fois par la série de krachs et de crises financières qui auront marqué le début du XXI^e siècle et par les attentats et les guerres qui ont été quasiment concomitants. Elle s'apprête donc à « vivre dangereusement » et a conscience que les chocs extérieurs peuvent entraîner de graves conséquences pour les bénéfiques et les taux. Bref, les investisseurs manifestent ce que l'on appelle « l'aversion pour le risque » qui peut être mesurée par la prime du même nom.

C La prime de risque

Il existe plusieurs versions de cette prime. La plus simple consiste à comparer le rendement des actions mesuré par leurs dividendes avec celui des obligations. En général, le premier est inférieur au second. Plus l'écart est grand, plus les actionnaires prennent de risque pour bénéficier du placement en action qui, en plus des dividendes, apporte en général un enrichissement qui se traduit par des hausses de cours. Quand le rendement des actions est supérieur à celui des obligations, les valeurs à revenu variable sont fortement sous-évaluées.

Dans la mesure où le prix des actions dépend surtout du rapport cours-bénéfice, la manière la plus courante de calculer la prime est de prendre en compte l'inverse du ratio (qui on l'a vu correspond à un rendement) et de le comparer au revenu des obligations. On retient en général le multiple des bénéfiques de l'année en cours ou de la suivante. Du coup, le rendement des actions se trouve la plupart du temps supérieur. Avec les résultats prévus pour 2009, la prime de risque aux États-Unis serait ainsi de près de 3 points (6,3 % inverse de 15,8 fois comparé à 3,6 %), ce qui est considéré très élevé. Avec les prévisions pour 2010, elle monterait à plus de 4 points. En France, on serait à environ 2,5 points sur

la base de 2009 et à près de 4,5 points sur celle de 2010 ! Voilà qui prouve bien le pessimisme des marchés en ce milieu d'année 2009.

Si la prime ainsi calculée devient négative c'est que, au contraire, les actions sont très chères, puisqu'on choisit un placement plus risqué que les obligations sans en obtenir un rendement plus élevé.

D Autres effets des taux longs

✓ Effet sur les anticipations

Par le jeu du calcul actuariel, les taux à long terme ont aussi une influence sur les anticipations de profit de la Bourse. Un bénéfice de 10 € par action dans sept ans représente aujourd'hui environ 5 € avec un taux de 10 %. Au taux de 3 %, il compte pour plus de 8,10 €. On comprendra que la Bourse attribue un plus grand prix à un titre, si son bénéfice futur, ramené à sa valeur présente, peut être estimé à 8,10 plutôt qu'à 5.

✓ Conséquences sur les profits des entreprises

Non seulement la baisse des taux provoque presque automatiquement la hausse de la Bourse, mais en plus elle tend à favoriser la progression des profits. En effet, les charges financières des entreprises diminuent avec les taux et les emprunts deviennent plus faciles à rentabiliser. L'endettement permet alors d'accélérer la croissance des sociétés et de doper leurs bénéfices par un effet de levier. Seules les sociétés disposant d'une trésorerie pléthorique, dont le revenu avait une influence favorable sur leurs résultats, peuvent être désavantagées.

En outre, le crédit bon marché stimule l'ensemble de l'économie – on vendra plus de voitures à tempérament et la construction d'habitation ira de l'avant – et donc l'activité des entreprises et ici aussi leurs profits. On l'a bien constaté au début des années 2000.

E Influence des taux à court terme

Les marchés sont souvent à l'affût des décisions des banques centrales, comme si leur sort dépendait du taux de référence de la réserve fédérale américaine ou de la Banque Centrale Européenne, alors que c'est le taux à long terme qui reste le véritable guide de la Bourse.

Il reste qu'une baisse du loyer de l'argent peut, au-delà de la seule psychologie, provoquer quatre conséquences favorables.

✓ *Quatre effets favorables...*

Premièrement, elle facilite la spéculation en rendant moins coûteux le crédit pour les achats à terme.

Deuxièmement, l'argent bon marché est en général plus abondant que l'argent cher, ce qui procure une certaine euphorie à la Bourse et dans l'économie.

Troisièmement, les entreprises font souvent appel aujourd'hui à des concours à court-moyen terme plutôt qu'à des emprunts longs : leur développement se trouve donc facilité et le bénéfice de celles qui sont endettées est dopé par la contraction de leurs frais financiers. Les banques, qui se refinancent à meilleur compte, profitent particulièrement de cet effet.

Quatrièmement, en soulageant le marché des capitaux à long terme, parce que de nombreux emprunteurs arbitrent en faveur de prêts plus brefs, les taux au jour le jour peuvent avoir une influence apaisante sur les longs.

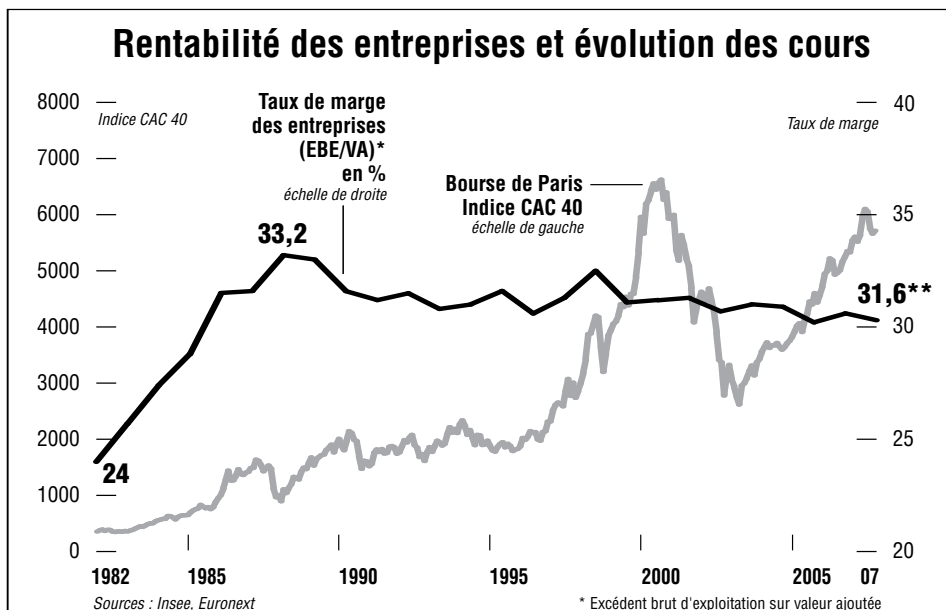
✓ *... mais aucune relation de fond*

Il reste que les rendements des emprunts à dix ans, qui sont déterminants pour la Bourse, ne dépendent pas du bon vouloir de la réserve fédérale ou de la Banque Centrale Européenne mais de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux et des anticipations des opérateurs. À cet égard, il faut surveiller le solde des budgets publics. Le financement de leurs déficits fait subir une pression au marché des obligations. Leur réduction ou l'obtention d'un excédent soulage au contraire les taux des emprunts.

L'influence des instituts d'émission sur la Bourse est plus limitée qu'on ne le pense. Le président de la réserve fédérale américaine, le célèbre Alan Greenspan, n'a pas réussi à la fin des années 90 à freiner par des majorations de taux « l'exubérance irrationnelle des marchés » qu'il a dénoncée. Il n'est pas parvenu non plus en 2001 à relancer rapidement la machine boursière par une décrue rapide du loyer de l'argent.

✓ *Effet psychologique*

En définitive, une détente du loyer de l'argent au jour le jour exerce surtout un effet psychologique sur les marchés. La baisse des rendements à long terme aussi. Le crédit facile – toutes catégories – encourage la spéculation boursière, la consommation et l'investissement. Il en résulte un climat d'optimisme qui porte l'économie et la Bourse. Mais le réveil, on l'a vu récemment, est souvent amer.



La remontée du taux de marge a stimulé la Bourse dans les années 80. Ensuite, sa relative détérioration n'a pas empêché la poursuite de la hausse mais a contribué peut-être aux deux derniers grand krachs.

II LES PROFITS

Pour enrichir l'actionnaire soit par les dividendes distribués, soit par l'augmentation de la richesse de l'entreprise, la taille et les performances économiques ne suffisent pas sans un surplus de profits qui accroît le patrimoine de la société et de ses actionnaires.

A Surveiller les marges

Plus que par la croissance, les profits sont déterminés par les marges bénéficiaires. Le résultat d'une société peut passer assez facilement de 2 à 4 % ou de 2 à 1 % de son chiffre d'affaires, ce qui suffit à faire varier son gain du simple au double ou à le réduire de moitié. Il est beaucoup plus long de multiplier son bénéfice par deux en doublant son chiffre d'affaires. Or, rien n'est plus sensible que les marges. Une détérioration des prix de vente, une tension sur le prix des achats ou sur les salaires, une pression fiscale plus ou

moins forte, une variation plus ou moins souhaitée des amortissements et des provisions suffisent à modifier fortement la marge et le gain final.

On surveillera donc en permanence les composantes des marges bénéficiaires. Il faut être très attentif à la croissance, mais aussi au partage de la valeur ajoutée. Sur un plan global, le ratio frais de personnel sur valeur ajoutée publié par l'Institut de la statistique est un guide précieux. Les cours des matières premières et du pétrole constituent aussi une variable importante de la détermination des coûts. Bien entendu, les taux d'intérêt et la pression fiscale (impôt sur les bénéfices, taxe professionnelle) influencent aussi fortement le résultat.

B Croissance et bénéfice

La Bourse a traversé de nombreuses périodes de croissance sans amélioration réelle des profits. Ce fut le cas dans les années 60 et au début de la décennie suivante. La part accrue des salaires dans le partage de la valeur ajoutée, la pression de la fiscalité et des charges sociales, puis l'envolée des prix des matières premières ont laminé les marges bénéficiaires. Au contraire, dans les années 80 et 90, la montée des résultats a été beaucoup plus rapide que celles des facturations des entreprises. L'élargissement des marges a permis une envolée des profits même dans les années de stagnation de l'économie.

III LIQUIDITÉS ET INFLATION

A Abondance des capitaux disponibles

En sus des taux et des profits, la Bourse est commandée par le niveau des liquidités disponibles pour se placer sur le marché. Si il y a une contraction des capitaux capables de s'investir en actions, des conditions de taux et de profits favorables pourront ne pas suffire à faire monter les cours. Il est également possible que les détenteurs de disponibilités financières préfèrent se porter sur d'autres placements et désertent la Bourse. Au contraire, une abondance d'argent pourra faire grimper les actions – de manière au moins momentanée – en dépit de bénéfices insuffisants et de taux relativement élevés.

Ce phénomène peut se produire en période d'inflation ou de pré-inflation. Les liquidités sont alors abondantes.

B Inflation

L'expérience montre que, malgré l'abondance des disponibilités monétaires, l'inflation se montre destructrice pour la Bourse. Certes, de fortes avances des cours sont constatées par moment, mais celles-ci, qualifiées de « hausses de misère », ne font que compenser – en partie seulement la plupart du temps – la détérioration du pouvoir d'achat des actions. C'est parce que l'inflation mine presque toujours les marges bénéficiaires des entreprises.

L'alourdissement de tous les coûts (achats, salaires, frais financiers) n'est pas compensé par les majorations de tarifs. Rapidement, les investisseurs s'aperçoivent que les fortes progressions de résultats affichées sont purement nominales et ne suivent pas le rythme de dépréciation de la monnaie. En outre, tôt ou tard, pour juguler l'envolée des prix, les autorités monétaires et les pouvoirs publics pratiqueront des politiques restrictives (relèvement des taux d'intérêt, réduction des dépenses budgétaires ou pression fiscale accrue).

Actuellement, des points comme la montée des dépenses militaires et de sécurité ou les pressions à la majoration des charges sociales et des salaires doivent être surveillés de près, car ils sont souvent des signes annonciateurs d'inflation.

Seule forme d'inflation favorable à la Bourse : le gonflement de la masse monétaire dans un contexte de stabilité (ou de faible augmentation) des prix. L'excédent des liquidités se porte alors fréquemment vers les actifs financiers dont les prix se gonflent. Cette situation a été une des clefs de l'envolée des marchés dans les années 90 ainsi que, de nouveau, de 2003 à 2007. L'inflation, chassée de l'économie réelle, s'est réfugiée en Bourse. Revers de la médaille : des « bulles » spéculatives tendent à se former, comme celle des valeurs de la prétendue nouvelle économie qui a éclaté en 2000-2001, ou celle de l'immobilier dans certains pays, États-Unis en tête, qui s'est achevée dramatiquement en 2007-2008.

Il est à craindre que les politiques monétaires laxistes menées pour relancer l'économie finissent par stimuler excessivement la Bourse.

IV PSYCHOLOGIE ET ANTICIPATION

Même quand les conditions techniques sont favorables à une hausse, les cours peuvent faire du surplace ou reculer. La Bourse n'est pas une mécanique précise : des formules mathématiques et la compilation de multiples statistiques n'apportent pas le pouvoir de décrypter son état d'esprit et de prédire la direction qu'elle va prendre. C'est un être vivant – une femme prétendent certains – avec des réactions subtiles, imprévisibles, passionnées.

A La confiance

Il n'y a pas de hausse des cours sans confiance dans l'économie, la prospérité des affaires et la stabilité politique. La méfiance à l'égard d'un gouvernement ou des autorités monétaires, la crainte de troubles sociaux ou une situation internationale instable suffisent à paralyser des marchés financiers dont les données de base sont pourtant théoriquement favorables. Au contraire, un pouvoir qui paraît favorable aux entreprises et capable d'assurer une forte croissance, un sentiment général d'optimisme peuvent doper un marché dont les « fondamentaux » apparaissent peu engageants.

C'est là que l'on rencontre la capacité d'anticipation de la Bourse.

B Toujours en avance

Finalement, des taux bas ne seront guère bénéfiques si les marchés sont persuadés que ceux-ci ne peuvent plus fléchir et sont appelés à remonter. Même jeu pour les profits, les marges, la croissance. Quand tout est trop beau, la Bourse risque de devenir méfiante et d'appliquer la formule du docteur Knock de Jules Romains : « la santé est un état précaire qui ne présage rien de bon ».

À l'inverse, on a vu les marchés redémarrer dans des périodes noires, dès qu'ils ont eu l'impression que le fond avait été touché et qu'un sursaut devenait probable. C'est le cas du début des années 80, particulièrement en France : les taux étaient à des altitudes extraordinaires, bon nombre des plus grandes firmes affichaient des déficits inquiétants, l'inflation restait élevée. Mais, très vite, la Bourse a su détecter les changements de politique du gouvernement et la mise en marche de la désinflation qui allait ouvrir une période d'euphorie pour les actions.

Au fond, la Bourse essaie de se projeter toujours dans l'avenir en prenant de l'avance sur les événements et les grandes évolutions économiques. Après une récession, elle repart en général avant le redémarrage de l'activité. Souvent, elle recule avant que ne se manifeste un retournement du cycle économique à la baisse. Le marché semble appliquer fréquemment le dicton « acheter au son du canon et vendre au son du violon » : c'est-à-dire se porter sur les valeurs quand tout va mal et s'en défier quand, de tous côtés, coulent des commentaires riantes et mélodieux.

C Krachs et dépressions

Il arrive que la Bourse se laisse emporter par l'euphorie ou par le pessimisme. Sans aucune clairvoyance, elle continue à mépriser les valeurs que tous les

critères montrent sous-évaluées ou, au contraire, persiste à porter aux nues des actions que les excès à la hausse ont déjà rendues trop chères. Dans les deux cas, l'opinion dominante est que le monde a changé : ou une période d'expansion sans précédent commence, sentiment qui l'a emporté avant 1929 ou en 1999-2000, ou, au contraire, le capitalisme est fini et les profits condamnés à s'étioler pour l'éternité, ce qui était la philosophie dominante dans les années 60 et 70. Tout cela est faux. Si le réveil de l'euphorie est pénible, la sortie de la dépression est exaltante, mais exige de savoir préserver au mieux son portefeuille pendant une longue traversée du désert.



Les tactiques d'Investir

- 1) **Ne jamais perdre de vue les taux d'intérêt** en se souvenant toujours que ce sont les taux à long terme qui commandent les marchés financiers.
- 2) Pour la tendance générale, comme pour le choix des actions, **s'attacher toujours plus aux profits qu'à la croissance** et observer avant tout les marges bénéficiaires et leurs constituants (prix de vente, salaires, coût des matières premières,...).
- 3) **Être attentif aux risques d'inflation** qui peuvent intervenir en période d'euphorie et vider la hausse de sa substance.
- 4) Même quand on est persuadé que le marché exagère dans un sens ou dans l'autre, **il est souvent bon de patienter un peu** pour qu'il aille au bout de ses excès. Sinon on risque de racheter ou de vendre trop tôt.

LES ENSEIGNEMENTS DU PASSÉ ET DES PLACES ÉTRANGÈRES

Ce qu'il faut savoir

- 1) **L'observation du passé montre que la Bourse connaît des cycles longs** de hausse ou de baisse, mais chacun d'eux est traversé par des vagues plus courtes de sens inverse. Même dans une longue période de marasme, il y a toujours des gains à assurer.
- 2) **On peut considérer qu'une action a deux prix** : une valeur de marché et une valeur intrinsèque dont la première se rapproche presque fatalement un jour.
- 3) **La Bourse de Paris est** en concurrence avec les autres places mondiales, tandis que les valeurs françaises sont confrontées à celles des autres pays.
- 4) **New York reste la place dominante** dont il faut suivre de près l'évolution.

I LES LEÇONS DE L'HISTOIRE

A Des cycles longs

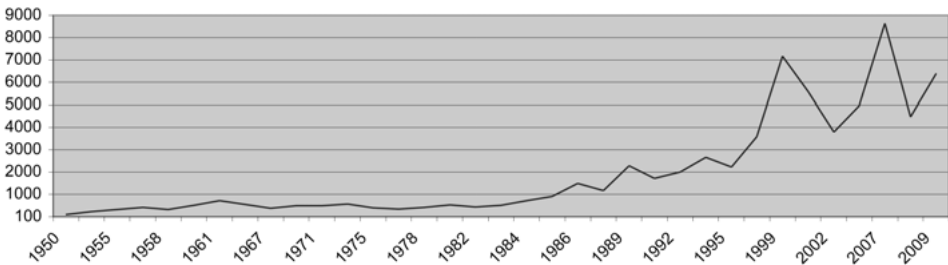
Il n'y a pas de leçons de l'histoire mais des constantes. L'observation des graphiques à long terme des grands marchés financiers (voir graphiques pages 12 et 103) montre clairement qu'ils sont soumis à des cycles longs analogues à ceux de Kondratiev pour l'économie. On les rencontre dès les siècles précédents. Au XX^e, après un départ de haut, une dépression est manifeste à partir de 1912 suivie d'une reprise dans les années 20 et d'une crise de 1929 jusqu'aux années 50. La deuxième partie du siècle est marquée par une envolée qui s'achève dans les années 60 pour faire place à une longue période de marasme suivie d'une hausse parmi les plus brillantes de l'histoire. Sa force parvient à récupérer d'un des plus grands kracks du siècle, celui de la « bulle » de la « nouvelle économie ».

Mais elle se brise à nouveau face à la crise des « subprimes » des banques et de l'immobilier américain en 2007-2008.

B Des phases de hausse pendant les cycles de baisse et réciproquement

Au milieu de ces grands cycles, les phases de hausse et de baisse sont nombreuses. Cela est encourageant. Les longs cycles de baisse sont truffés de rebonds impressionnants, par exemple 1969 et 1978, et les grandes ascensions sont entrecoupées de retours en arrière, tels ceux de 1987, 1990, 1994-95 et, sans doute, en plus violent, 2000-2003.

Plus-values réalisées sur les actions françaises en près de 60 ans
(base 100 en 1950- chiffres à fin septembre pour 2009)
Indice des cours corrigés de l'inflation et avec les dividendes réinvestis



Grâce au réinvestissement des dividendes, un placement en actions a été multiplié par 60 environ en à peine 60 ans mais il faudrait tenir compte de la fiscalité.

C Expansion, dépression, inflation, désinflation

Si on cherche à faire coïncider les cycles boursiers avec l'évolution de l'économie, on constate que les grandes dépressions provoquent évidemment des chutes de cours (1929 ou les récessions des années 70), mais que le pire ennemi des actions est l'inflation. Elle dévore les hausses des années 40 et déprime les marchés dès sa réapparition dans les années 60 et jusqu'à l'arrivée de la désinflation.

La prospérité économique favorise bien évidemment la Bourse qui finit par progresser au moins au rythme des produits intérieurs bruts. Mais les marchés peuvent prendre de l'avance ou du retard sur l'évolution de l'économie.

L'expansion de l'immédiat après-guerre ne se traduit guère dans les cours. Le repli des années 60 se déroule dans un climat d'euphorie économique : c'est la fin des « trente glorieuses ». La Bourse a-t-elle alors anticipé les difficultés de

la décennie suivante ? Au contraire, dans les années 80, elle a pris de l'avance sur le retour de la prospérité qui a marqué la fin du XX^e siècle et le début du suivant.

D Les deux prix des valeurs

Le grand public s'étonne souvent des sautes d'humeur de la Bourse qui font que la même action et par conséquent la même société puisse valoir deux fois moins à quelques mois ou parfois à quelques jours de distance. C'est que, au-delà des événements qui peuvent affecter une entreprise et l'économie en général, une société a deux prix.

Le premier est celui du marché qui dépend de l'offre et de la demande. Même si une affaire est excellente, ses cours seront dépréciés s'il n'y a pas ou peu d'acheteurs et que de nombreux vendeurs sont présents. Le phénomène est plus fréquent qu'on ne le croit. On n'est jamais obligé d'acheter en Bourse mais on est souvent contraint de vendre pour dégager des disponibilités. Il y a ainsi des « robinets » qui s'ouvrent et pénalisent durablement le cours d'un titre.

Le deuxième prix est celui que l'on pourrait qualifier de valeur intrinsèque de la société. Il résulte de l'estimation de ses actifs et de ses perspectives de gains sur le long terme. C'est le prix qu'un industriel serait prêt à payer pour mettre la main sur l'affaire. Voilà pourquoi il faut être très attentif, à l'intérieur d'un même secteur, aux prix pratiqués dans les acquisitions de sociétés qui revêtent souvent la forme d'OPA. Ce second prix varie aussi avec la conjoncture et les modes, mais il est en général très supérieur au cours pratiqué.

Quand la Bourse est bonne et qu'un secteur attire l'attention, le cours de bourse se rapproche de la valeur intrinsèque et l'atteint parfois à l'occasion d'une prise de contrôle mais souvent aussi à l'issue d'une hausse normale.

Quand ce niveau est dépassé, c'est le signe de la formation d'une « bulle » spéculative. Les marchés et quelquefois certains industriels (voir les acquisitions d'affaires de télécommunication ou d'Internet en 1999-2000) ont perdu la raison et il faut s'inquiéter.

II L'ABOLITION DES FRONTIÈRES

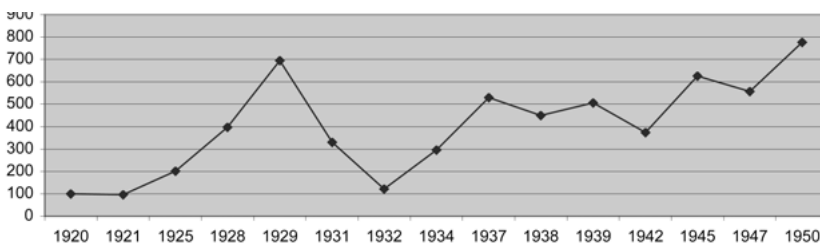
A L'ouverture de Paris au grand large et à l'Europe

Depuis une trentaine d'années, la Bourse de Paris s'est ouverte sur le grand large. Comment imaginer aujourd'hui qu'il y a un peu plus de 20 ans, le contrôle des changes isolait notre place ? Comme il est difficile de se souvenir qu'il exis-

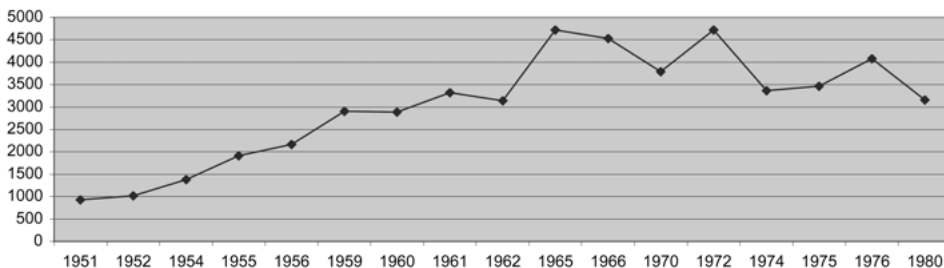
tait au début des années 80 une devise titre dont le but était de rationner les achats de valeurs étrangères. À présent, les mouvements de capitaux ne connaissent plus de frontières et notre marché est en concurrence directe sans aucune entrave avec tous les autres. Au demeurant, il n’y a plus de Bourse de Paris au sens propre mais un marché transnational, Euronext, qui réunit Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne et a fusionné avec New York.

Évolution réelle d'un placement en actions américaines
Indice des cours corrigés des variations de prix et dividendes réinvestis

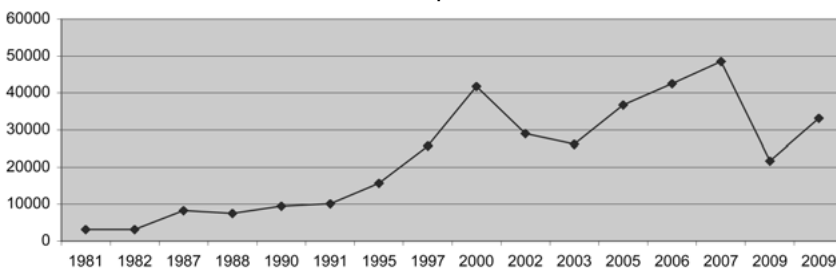
De 1920 à 1950 (base 100 en 1920)



De 1951 à 1980



De 1981 à fin septembre 2009



En réinvestissant les dividendes, les gains sont impressionnants, toutefois les pertes de 1929 ne sont amorties qu'en vingt ans. Mais il faudrait tenir compte de la fiscalité.

B Les conséquences de l'euro

L'Union européenne et la naissance de l'euro ont accentué l'ouverture internationale de notre place. L'arrivée de la monnaie unique a entraîné une mutation du comportement des investisseurs. Ceux-ci comparent dorénavant entre elles les sociétés européennes d'un même secteur dont les comptes sont dans la même monnaie, ce qui permet de confronter immédiatement le prix des actions avec des données comme les bénéfiques. Auparavant, la tendance était plutôt de raisonner par marchés nationaux.

Par exemple, on ne comparera plus Peugeot à Renault et accessoirement à d'autres sociétés françaises, comme Vivendi, Bouygues, Danone, mais on la mettra en compétition avec Volkswagen, Daimler, Fiat ou BMW. Axa se comparera à Allianz ou Generali, Carrefour à Metro ou Ahold, etc.

Conséquence : des sociétés considérées comme brillantes dans leur pays peuvent avoir un comportement boursier moins bon ; des affaires nationales peuvent, au contraire, être distinguées comme des championnes européennes et voir leur cote s'améliorer. Les grands organismes de placement constituent des portefeuilles européens.

Le phénomène de la mise en compétition des valeurs des différents pays s'étend à la planète entière. À cause de lui, les fonds de pension américains sont devenus les premiers actionnaires des grandes sociétés françaises cotées.

C La globalisation

L'internationalisation se manifeste aussi du côté des sociétés. On appelle cela la globalisation. Les affaires deviennent multinationales et essaient d'uniformiser leurs comportements dans tous les continents. Elles mettent les différents pays en concurrence non seulement pour choisir le site de leurs usines mais aussi afin de privilégier les marchés de capitaux qui leur paraissent les plus efficaces pour leur procurer des ressources financières abondantes et le meilleur marché possible. Elles n'hésitent plus à changer le pays de leur siège social.

III L'INFLUENCE DES GRANDS MARCHÉS ÉTRANGERS

A Wall Street, place dominante

Paris comme la plupart des places du monde vit dans l'ombre de Wall Street. On dit souvent que si New York éternue, Paris s'enrhume. Malgré une histoire différente, les courbes des deux marchés coïncident presque. Parfois, il existe des décalages, mais les grandes tendances sont toujours identiques. Il faut donc surveiller de très près l'évolution de la Bourse américaine.

Le bilan de Wall Street est particulièrement encourageant. L'indice Dow Jones des trente valeurs industrielles ne date que de 1884, mais une simulation permet de fixer son niveau à 4, il y a plus de 200 ans au moment de la création du New York Stock Exchange en 1792. Il a donc été multiplié par près de 2 500 ! Plus près de nous, il a été multiplié par 12 – en monnaie constante cette fois – dans les vingt dernières années du XX^e siècle et malgré la chute récente, par dix en moins de trente ans.

En dépit de la crise qui sévit depuis fin 2007, les performances américaines restent donc satisfaisantes.

Après son plongeon de moitié environ de 2007 à début 2009, l'indice Dow Jones se situe aujourd'hui à un peu plus des deux tiers de son record absolu de 2007, supérieur de 21 % à celui de 2000.

Le Standard and Poor's 500, indice plus représentatif de l'ensemble du marché, après avoir retrouvé en 2007 les mêmes cimes qu'en 2000 (contrairement donc au Dow Jones qui avait fait mieux), a cédé 58 % dans la crise récente, enfonçant légèrement son plus bas de 2003. Mais, grâce à un rebond, il est revenu à mi-octobre 2009, lui aussi, aux deux tiers de son niveau le plus élevé.

Moins réconfortant sur la récente décennie est le comportement du Nasdaq, marché fortement influencé par les valeurs dites technologiques. Après avoir progressé très vite durant les cinq dernières années du siècle précédent (+ 26 % par an en moyenne), il s'est effondré en 2000 pour perdre en deux ans plus de 80 % ! Au plus haut en 2007, il avait certes quadruplé sur son plus bas, mais n'en restait pas moins à plus de 40 % au-dessous de son record, alors que le reste de la Bourse américaine avait retrouvé ses sommets. À mi-octobre 2009, après une dégringolade jusqu'à un point moins bas qu'en 2002, il se retrouvait à 42 % seulement de sa valeur maximale de 2000. C'est un recul qui fait presque penser au drame de la Bourse de Tokyo.

B La dure leçon du Japon

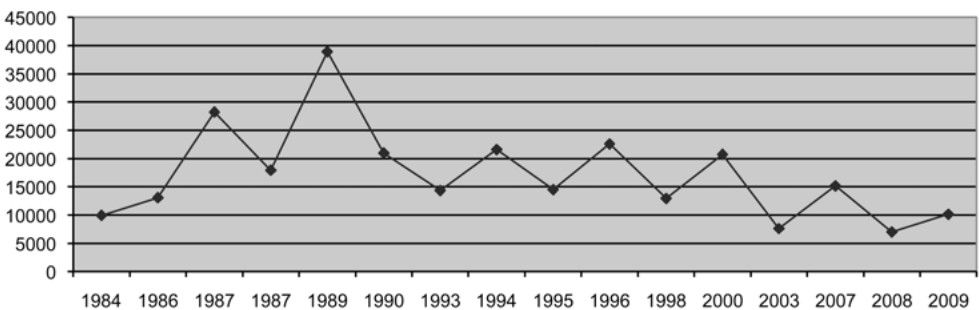
Le Japon donne l'exemple récent d'un cycle de baisse long. Au passage, le comportement de la Bourse de Tokyo montre que l'internationalisation des marchés est moins forte qu'on ne le prétend. Les valeurs nippones ont connu une ascension prodigieuse dans les années 70 et surtout 80, faisant mieux que les actions des pays occidentaux. Elles ont quasiment échappé au krach de 1987 et au mini-krach de 1989 pour inscrire un record absolu à la dernière séance de 1989.

Depuis, Kabuto-Cho n'a cessé de dégringoler, sous l'effet d'un tour de vis monétaire donné par la Banque du Japon pour casser la spéculation boursière de la fin des années 80, puis d'une stagnation économique et de problèmes bancaires et immobiliers.

Le marché japonais a été victime d'une bulle spéculative sur les actions et il la paie d'autant plus cher qu'elle s'était étendue aussi à l'immobilier. La chute des prix de ces deux catégories d'actifs a été aggravée par des faillites de banques et de compagnies d'assurances. Ces drames ont été à la fois une cause et une conséquence de l'effondrement des cours. Aujourd'hui, Tokyo, malgré de nombreuses tentatives de reprise, reste à un niveau d'un peu plus du quart de son sommet.

La leçon ici est évidente : la spéculation effrénée se termine mal et provoque souvent de graves ravages. Elle ne s'est pas appliquée l'Occident en 2000-2003 : le krach des valeurs classiques a été nettement moins violent que celui des titres dits technologiques, et la structure des banques s'y est révélée plus solide.

Le terrible krach des actions japonaises
Bourse de Tokyo, indice Nikkei 225, base 100 en 1949, au 30/09/2009



La Bourse de Tokyo a battu les marchés occidentaux jusqu'en 1989, avant de s'effondrer. Elle n'est jamais parvenue à remonter durablement.

En revanche, la chute de 2007-2009 ressemble davantage au « modèle » japonais avec les crises bancaires et immobilières. Certains économistes craignent d'ailleurs que, dans les prochaines années, les États-Unis et l'Europe suivent l'exemple nippon.



Les tactiques d'Investir

1) En période de cycle baissier, il faut savoir ajuster ses objectifs et viser des gains de l'ordre de 10 ou 20 %, là où, en cycle haussier, on peut ambitionner très bien un doublement. De même un vendeur à découvert doit savoir être rapide et peu gourmand en période haussière.

2) Une action a un prix de marché qui peut être très bas et une valeur intrinsèque qui apparaît notamment lors d'un rachat de l'affaire. L'investisseur patient peut viser le second de ces prix. C'est souvent le cas pour les affaires moyennes délaissées parfois en Bourse qui se réveillent en cas de vagues opérations d'acquisition.

3) Ne pas oublier que les périodes d'euphorie peuvent créer des « bulles » destructrices au moment où elles éclatent, comme le montrent la Bourse de Tokyo, les valeurs dites technologiques en 1999-2000 et l'ensemble de la Bourse en 2007-2009. Il faut être plus prudent dans ces moments là, alors que l'audace en basse conjoncture est souvent récompensée.

LES NEUF RÈGLES D'OR

Comment constituer et gérer son portefeuille? Cela s'apprend avec le temps et la pratique. Il est prudent toutefois, dès le début, de respecter certains grands principes de gestion. Nous en avons dénombré neuf. Grâce à ces véritables règles d'or, l'épargnant s'évitera bien des erreurs et des risques inutiles.

I DÉFINIR SES OBJECTIFS DE PLACEMENT

Sachez au préalable exactement ce que vous voulez. En fonction de votre âge, de votre situation familiale et professionnelle et de vos goûts personnels, vous mettrez en avant le critère de la sécurité, du rendement ou de la recherche de la plus-value en capital et composerez votre portefeuille en fonction de l'objectif retenu.

II DIVERSIFIER SON PORTEFEUILLE

La diversification est une bonne garantie contre les aléas de la conjoncture. Un portefeuille équilibré doit comprendre à la fois des actions et des obligations, leur part respective variant selon les circonstances. Il doit aussi être largement ouvert sur les valeurs internationales, en prenant garde tout autant à la qualité des monnaies, sauf heureusement pour les valeurs de la zone euro depuis l'entrée en vigueur de cette nouvelle monnaie, qu'à celle des sociétés.

Tout le problème consiste à éviter à la fois une trop grande dispersion, qui rend difficile la surveillance des placements, et une trop grande concentration, qui met le portefeuille à la merci d'un grave accident sur une valeur.

III BIEN SÉLECTIONNER SES TITRES

Ce principe paraît évident mais il est trop souvent négligé. Trop d'interventions en Bourse sont des achats impulsifs réalisés sous le coup d'un conseil d'ami

ou de professionnel ou d'une intuition que l'on croit géniale. Privilégiez dans le calme l'analyse fondamentale pour vous faire une idée de la véritable valeur de l'entreprise dans laquelle vous avez mis vos espoirs et des raisons de votre confiance et respectez dans vos choix les principes de diversification. Si votre raisonnement est bon, vous devriez être récompensé. Si les événements montrent que votre analyse était fautive ou a cessé d'être exacte, il ne faut pas hésiter à en tirer éventuellement les conséquences.

IV SURVEILLER PÉRIODIQUEMENT SES VALEURS ET LEURS COURS

Autre règle à respecter : un portefeuille n'est pas composé pour l'éternité. Il doit être régulièrement surveillé et remanié au besoin selon la conjoncture. Il n'y a plus à notre époque de valeurs « de père de famille » sur lesquelles on puisse se reposer. Une gestion n'est efficace que si elle est active et n'hésite pas à procéder aux arbitrages nécessaires, quitte même à changer l'orientation du portefeuille, en passant par exemple des actions aux emprunts ou encore des valeurs françaises aux valeurs étrangères si les circonstances l'exigent.

Réagissez vite aux nouvelles bonnes ou mauvaises. Une fois le mouvement de cours accompli, il est trop tard pour vendre sur une déception et trop tard pour acheter sur une information favorable.

V OBSERVER LES VOLUMES DES ÉCHANGES

Une baisse ou une hausse avec un volume d'échanges faible ou fort n'a pas la même signification. Un changement de tendance qui s'effectue avec des transactions étoffées a plus de chance de se maintenir que s'il s'accompagne d'un volume mince de titres traités, ce qui peut lui donner un caractère provisoire. Une modification de l'ampleur des transactions avec des cours stables est souvent un signe précurseur de l'envolée ou de la chute d'un titre.

VI SAVOIR VENDRE

Vous gagnerez si vous savez vendre vos titres à temps, soit en prenant votre bénéfice après une forte hausse évitant ainsi un retournement de tendance, soit

en cédant, même à perte, les valeurs qui vous ont gravement déçu et qui peuvent fort bien continuer leur descente. C'est le principe « mieux vaut se couper une main qu'un bras ».

En la matière, l'entêtement est le pire des maux.

Les prises de bénéfices partielles sont un bon moyen d'assurer une partie de ses gains sans se priver d'une éventuelle poursuite de la hausse.

Attention aux moyennes en baisse : renforcer un poste pour diminuer son prix de revient en achetant lorsque les cours ont fléchi est dangereux quand il s'agit d'une affaire en situation difficile.

VII AVOIR DES CONVICTIONS

Ne cédez pas à l'euphorie et surtout à la panique. Gardez la tête froide. Ayez des convictions et restez-y fidèles. Méfiez-vous des modes souvent éphémères et qu'il est dangereux de suivre avec retard. Rien n'est pire que de changer à tout bout de champ de stratégie et de valeurs. La gesticulation en Bourse ne rapporte de gains assurés qu'aux intermédiaires.

VIII NE PAS CROIRE QUE L'ARGENT SE GAGNE FACILEMENT

Ne vous laissez pas griser. N'oubliez pas le dicton boursier « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ». Fixez-vous des objectifs raisonnables et prenez au moins une partie de vos bénéfices quand ils sont atteints. Beaucoup de néophytes se sont laissés abuser par des débuts prometteurs en Bourse et ont cru que l'argent se gagnait facilement. Le réveil est souvent douloureux.

IX NE PAS S'ENGAGER AU-DELÀ DE SES MOYENS

Il ne faut consacrer aux actions que des sommes dont on n'a pas un besoin immédiat, car il s'agit d'un placement à long terme qui exige souvent de la patience avant que ne se présente une période favorable à la vente.

Prenez votre temps. Rien ne vous contraint d'être totalement investi à tout moment. Il est bon au contraire de garder quelques disponibilités pour saisir les occasions qui peuvent se présenter. **Si vous opérez à terme**, prenez garde à ne pas prendre des positions excédant vos moyens.

TIRER PARTI D'UNE BAISSÉ OU S'EN PROTÉGER

Ce qu'il faut savoir

- 1) Pour un actionnaire averti, l'utilisation ou la combinaison de plusieurs marchés et techniques permet de multiplier les occasions de gagner de l'argent, notamment en jouant la baisse de la Bourse ou d'un titre.
- 2) Les mêmes méthodes qui servent à spéculer donnent aussi les moyens de limiter les risques.
- 3) Quand on craint une baisse, il existe de multiples techniques pour défendre un portefeuille.

Assister à une baisse de la Bourse est malheureusement une expérience fréquente. Il faut alors adopter le comportement de l'optimiste qui, selon Winston Churchill, « voit dans toute catastrophe une opportunité » et non celui du pessimiste qui « voit dans toute opportunité une catastrophe ». Il est possible en effet de tirer parti d'une chute de la cote par des opérations spéculatives et, en tout cas, de protéger son portefeuille par des techniques qui, elles, ne présentent que des risques limités.

La Bourse offre de multiples possibilités. Aux marchés au comptant s'ajoutent :

- des marchés à terme ferme avec le Service à règlement différé (SRD) ou les contrats dits de « futures » sur des indices ;
- des marchés à terme conditionnel avec les options, sans compter les bons d'option, appelés communément warrants, très proches de ces dernières.

I COMMENT PROFITER D'UNE BAISSÉ

A Vente à découvert

Quand les marchés fléchissent ou qu'une valeur paraît menacée d'un effondrement, il est souvent intéressant de prendre position à la baisse en n'hésitant pas à vendre à découvert. Cette opération peut se pratiquer sur l'ensemble de

la cote ou bien valeur par valeur. Toutefois, les banques refusent en général à leurs clients les ventes à découvert : il est donc nécessaire de passer par une société de bourse.

✓ *Sur l'ensemble de la cote*

Il faut vendre des contrats sur indices. Mais les pertes sur un contrat peuvent être lourdes. Il est possible de se couvrir par l'achat d'une option d'achat qui se valorisera si l'indice monte, amortissant ainsi la perte sur la spéculation à la baisse, et qui réduira simplement le gain si la baisse se produit effectivement.

✓ *Valeur par valeur*

Le lieu privilégié de la vente à découvert reste le SRD pour les titres qui y sont éligibles. On vend une action que l'on ne possède pas et on dégage un bénéfice si on peut la racheter moins cher en liquidation. Mais le risque est grand au cas où, au lieu de chuter, le titre vendu s'envole. Les pertes peuvent être très élevées, car il faut racheter souvent à prix d'or la valeur qu'on ne possédait pas.

Par exemple, je vends un titre à découvert à 100 avec une couverture de 25. Il tombe à 80 à la fin du mois, j'ai donc gagné 20. Mais, si d'aventure l'action s'envole à 200, j'ai perdu 100, soit autant que la valeur du titre au départ et quatre fois ma couverture.

Il est possible de limiter ce risque en se couvrant par une option, voire par un warrant. L'achat d'une option d'achat (call) requiert souvent une somme limitée qui, si la spéculation à la baisse réussit, n'amputera pas trop son résultat. Mais, en cas d'échec, l'option permettra soit d'acquérir des titres, soit par la hausse de son cours de compenser la perte de la vente à découvert.

Dans l'exemple précédent, je vais limiter mon risque par l'acquisition d'un warrant de prix d'exercice 105 que je paierai 15 centimes, soit un débours de 1,50 euro puisqu'il faut 10 warrants pour une action. Si la baisse se réalise, mon gain de 20 sera amputé du coût de cette assurance de 1,50 euro et sera réduit à 18,50 moins les frais. Je ne serais perdant que si l'action stagne : mon bon d'option ne vaudra plus rien et ma spéculation à la baisse ne me rapportera rien.

Dès que l'action tombe au-dessous de 98,50 (niveau dont il faut déduire les frais), je me retrouve en revanche gagnant avec un bénéfice de 18,50 en cas de repli à 80.

Si, au lieu de fléchir, le titre grimpe au-dessus de 105, mon option se valorisera et viendra amortir ma perte sur ma vente au SRD. À un cours de 120, mes options valent 15 euros, soit 13,50 en déduisant leur prix d'acquisition, et ma

perte est de 20. Elle est donc réduite à 6,50. Dans l'hypothèse précédente d'une envolée à 200, au lieu d'un grave déficit, je ne perdrais toujours que 6,50 grâce à la hausse du warrant. Bien entendu, notre exemple pour une action doit s'appliquer en fait à quelques dizaines de titres

On comprend que celui qui réussirait à prévoir un krach pourrait faire fortune en vendant à découvert un grand nombre de valeurs.

B Le jeu des options et des warrants

Plutôt que de vendre un indice ou des valeurs, il est souvent préférable de jouer sur les options ou les warrants. Là aussi, on peut opérer soit sur l'indice, soit sur des valeurs particulières.

Exemple : un warrant Commerzbank à la vente (put) sur le CAC 40, échéance au 17 mars 2010 avec un prix d'exercice de 3 700. Il faut 200 warrants pour être en prise directe avec l'indice. J'en achète 1 000 (5 indices) au prix de 1,36 alors que le CAC 40 cote 3 740. Il faut que, d'ici à l'échéance, l'indice chute au-dessous de 3 700 pour que le warrant acquiert une valeur intrinsèque et au-dessous de 3 428 pour qu'il vaille plus que mon coût d'achat de 1,36.

Imaginons un krach qui fasse tomber le CAC 40 à 2 500, ma spéculation à la baisse sera gagnante. Le warrant vaudra 6 euros (1 200 différence entre 3 700 et 2 500, divisé par 200) et, avec mes 1 000 titres, j'aurais gagné 4 640 euros pour une mise de 1 360 euros. En mettant en jeu une somme plus forte, un gain important peut être réalisé. Mais, bien entendu, l'option ou le warrant à la baisse tombe à zéro si la Bourse monte ou même stagne.

On peut acheter de la même manière des options ou des warrants baissiers sur une action. Les mécanismes et les bénéfices en cas de baisse sont identiques. Mais il n'existe des options et des warrants à la baisse que sur un nombre relativement limité de titres.

III PROTÉGER SON PORTEFEUILLE

Quand une bourrasque menace la Bourse, il n'est pas nécessaire de tout vendre. Certaines techniques permettent de protéger la valeur de son portefeuille en attendant la fin de la tempête.

Que faire quand on a l'impression que la Bourse peut chuter fortement, mais de manière sans doute provisoire ? Faut-il alors vendre des valeurs dans lesquelles on a confiance avec l'espoir peut-être illusoire de les racheter moins

cher? Ou bien est-il préférable de ne pas bouger, quitte à enregistrer des pertes cuisantes?

Vendre et racheter n'est évidemment pas la meilleure solution. Un aller et retour peut coûter 3 % de frais et, pour peu que l'on ait affaire à des marchés étroits, les transactions risquent de ne pas s'opérer aux meilleurs cours. Or, il existe un grand nombre de moyens de défendre son portefeuille contre la baisse.

A La fausse vente à découvert

Une première solution est d'utiliser le mécanisme du marché à terme, avec le service de règlement différé (SRD), pour céder ses titres d'une manière qui n'est pas définitive, et avec la possibilité de se rattraper.

On a vu plus haut que l'on peut vendre à découvert des actions qu'on ne possède pas dans la perspective de les racheter en baisse pour encaisser la différence. Cette opération est risquée. Effectuée sur des valeurs détenues en portefeuille, elle devient de tout repos.

Un exemple: j'ai 100 Michelin en portefeuille que je tiens à garder, car j'ai confiance en l'affaire. Dans la perspective d'un trou d'air, je vends cependant à terme 100 Michelin à 54 €.

Si la valeur tombe à 40, je procède comme un vulgaire vendeur à découvert. Je rachète à ce prix, j'encaisse la différence de 14 € (moins les frais) et j'ai ainsi amorti la dévalorisation de mon portefeuille dont j'attends de toute manière une bonne performance à long terme. Si je me suis trompé et que Michelin s'envole à 70, j'en serai quitte pour abandonner mes actions à 54, exactement comme si j'avais succombé à la peur avant une échéance angoissante pour la Bourse.

Mon opération ne sera perdante que si Michelin ne fluctue guère. Je devrai déboucler ma vente à découvert fictive en léger gain ou perte selon le cours exact. Il me faudra surtout supporter les frais.

Cette technique de la fausse vente à découvert peut être utilisée sur tous les titres en portefeuille, à condition qu'ils fassent partie des actions éligibles au SRD.

B Se servir des marchés sur indices

Plutôt que de se garantir contre la baisse valeur par valeur, il peut paraître plus simple de défendre l'ensemble de son portefeuille. Le marché des contrats à terme sur indices d'Euronext.liffe en donne les moyens.

On peut vendre non pas une valeur particulière, mais l'ensemble du marché ou plutôt les quarante principales valeurs qui constituent l'indice CAC 40.

Celles-ci peuvent, cependant, ne pas être représentatives du portefeuille que l'on veut défendre.

Si les actions que je détiens correspondent à une valeur de 380 000 €, on peut couvrir intégralement ce montant. En début de mois, je vendrai ainsi des contrats à terme pour cette somme sur indice CAC 40 à 3 800 pour la fin du mois. Chaque contrat représente une somme de dix fois l'indice.

À l'échéance, si l'indice a chuté par exemple à 3 000 (baisse de plus de 21 %), j'aurai gagné la différence entre 3 800 et 3 000, multipliée par le nombre de contrats. Mon gain, pour une mise de 380 000 € est de 80 000 €, moins les frais. Il est probable que, dans le même laps de temps, mon portefeuille aura perdu, lui aussi, environ 21 %. Cette perte sera quasiment compensée par le gain sur ma vente d'un contrat sur indice.

Que se passe-t-il si la Bourse part en trombe au lieu de fléchir? Avec un indice à 4 500 par exemple, mes contrats sur indice valent 450 000 €, soit une perte de 70 000 €. Mais il y a des chances pour que, dans le même temps, mon portefeuille se soit valorisé d'autant.

Compte tenu des frais, la prime d'assurance est raisonnable: 1 à 2 % de la valeur du portefeuille pour une durée, il est vrai, limitée. Mais, en cas de hausse, on se prive des gains réalisés sur le portefeuille. En plus, les marchés sur indice sont d'un accès difficile pour les particuliers et imposent par exemple des appels de marge quotidiens pour réajuster la couverture si on est en perte.

C Achat d'options de vente

Les marchés à terme dits conditionnels, c'est-à-dire aujourd'hui celui des options (ex-Monep intégré dans Euronext.liffe) et des bons d'option, appelés plus communément warrants, offrent un arsenal de moyens un peu plus compliqués, mais fort efficaces, de se protéger de la baisse.

L'avantage est de pouvoir se confectionner, en quelque sorte sur mesure, des assurances dont le coût peut être cerné avec précision. On joue soit sur les actions qui font l'objet d'options, soit sur l'indice.

✓ Couverture du portefeuille

Il s'agit d'acheter des options de vente sur indice qui se valoriseront si la Bourse fléchit. Il suffit d'acquérir suffisamment d'options pour faire coïncider le montant d'indice auquel elles donnent droit avec celui du portefeuille à protéger.

✓ Couverture de lignes du portefeuille

La même manœuvre peut s'effectuer action par action. L'achat d'options de vente sur une ligne du portefeuille permet de compenser en cas de baisse la dépréciation de l'action détenue. Si la chute des cours ne se produit pas, l'option sera perdue et doit être considérée alors comme le prix d'une assurance.

D Vente d'options d'achat

Il est plus astucieux quand on cherche une protection valeur par valeur de procéder à la vente d'options d'achat. On touche alors le prix de l'option (le premium) : c'est un revenu assuré qui viendra amortir une baisse éventuelle du cours. Si celle-ci ne se produit pas, on peut être amené, au pire, à livrer les titres en portefeuille. Mais, on le fera au prix d'exercice, niveau supérieur au cours de bourse au moment de la vente de l'option ; il s'y ajoutera le premium encaissé.

La vente systématique d'options sur les titres en portefeuille peut être conseillée dans les périodes troublées. On considère qu'elle permet de se ménager alors de véritables superdividendes sur les valeurs détenues.

Exemple : vente en septembre d'une option d'achat sur octobre à 4 euros sur une action qui vaut 160 avec un prix d'exercice de 170 euros. Si la valeur ne monte pas, il n'y a pas à la livrer et l'encaissement des 4 euros d'option est un bénéfice net, qui représente un rendement de 2,5 % en moins de trois mois. Répétée quatre fois dans l'année, l'opération rapporterait environ 10 %.



Les tactiques d'Investir

- 1) Ne jamais oublier que l'on peut gagner autant à la baisse qu'à la hausse.
- 2) Certaines techniques permettent de vendre à découvert ou de réaliser des gains à la baisse avec des risques limités.
- 3) Il est possible de jouer la baisse par des options de vente ou par des ventes à découvert dont on peut réduire le risque par l'achat d'options d'achat.
- 4) Quand on craint une baisse, il existe de multiples techniques pour défendre un portefeuille : une des plus astucieuses est la vente d'options d'achat.

COMMENT DIVERSIFIER SON PORTEFEUILLE

Ce qu'il faut savoir

- 1) Il faut répartir ses actifs d'abord selon les différents placements, ensuite à l'intérieur du domaine des valeurs mobilières entre les actions et les obligations, puis entre les pays et entre les différentes catégories de titres.
- 2) Au sein des placements en actions, **la diversification doit s'organiser selon les secteurs d'activité.**
- 3) En dehors des secteurs, **il faut tenir compte des types de valeurs** : de rendement, d'actif, de croissance, etc. Selon les périodes, ce ne sont pas les mêmes qui sont à privilégier.

Diversifier son portefeuille et ses avoirs est un maître mot de toute gestion efficace. Il faut d'abord procéder à ce que l'on nomme désormais l'allocation d'actifs, c'est-à-dire le choix entre les grandes catégories de placement. Il faut ensuite, à l'intérieur de ce qui est baptisé parfois la « classe actions », distinguer non seulement les titres des différents pays mais aussi des différents secteurs économiques et des différents types de valeurs.

I L'ALLOCATION D'ACTIFS

Le placement en Bourse doit s'inscrire dans une stratégie d'ensemble de gestion de son patrimoine. Il faut reconnaître que l'achat d'actions exige de disposer d'un minimum de capitaux dont on n'a pas une utilité immédiate. Les actifs, selon les besoins et la sensibilité de chacun, seront répartis entre l'immobilier, les valeurs mobilières, voire l'or et d'autres formes de placement (bijoux, timbres, objets d'art, ...). L'assurance-vie n'est qu'un habillage fort utilisé et parfois attrayant.

L'allocation d'actifs doit être respectée aussi à l'intérieur d'un portefeuille de valeurs mobilières : actions et obligations.

A Actions et obligations

La première décision concerne la place à réserver aux actions et aux obligations, voire à des disponibilités placées à court terme et destinées à ménager une certaine souplesse d'intervention. Dans les périodes où les actions paraissent dans une trajectoire haussière, la proportion des obligations peut être ramenée à un pourcentage bas (entre la moitié et le quart du portefeuille pour un épargnant prudent), voire nul pour un actionnaire audacieux. Quand le sentiment est fortement baissier, confier la grande majorité des sommes investies aux obligations est une attitude prudente.

B Valeurs étrangères

Trop d'épargnants français se contentent de s'intéresser aux actions françaises en se privant des possibilités d'investissement séduisantes offertes par les sociétés du vaste monde. Il faut respecter une diversification géographique. L'acquisition de valeurs étrangères correspond à l'achat d'une devise. Au risque sur l'entreprise choisie s'ajoute celui sur la monnaie. À cet égard, la création de l'euro simplifie la tâche. Un portefeuille peut désormais être consacré pour une large part à des titres étrangers sans aucune préoccupation sur l'évolution des devises.

Cette facilité ne doit pas faire oublier que le reste du monde mérite intérêt à commencer par les États-Unis, auxquels une place significative est à réserver, en raison de la richesse et de la diversité de la cote des sociétés américaines. N'oublions pas non plus les valeurs britanniques, celles des pays émergents et de la zone Asie-Pacifique avec le Japon et aujourd'hui la Chine, l'Inde ou la Corée.

C Diversification sectorielle et par types de valeurs

On se reportera aux commentaires ci-dessous et on attachera une certaine importance à l'éligibilité au SRD, ou à la présence dans de grands indices car, ces critères désignent des valeurs qui attirent davantage l'intérêt des investisseurs.

II LES SECTEURS ÉCONOMIQUES DE LA COTE

A Selon les métiers

Une première distinction repose sur les métiers : financiers (assureur, banquier), industriels avec ici une palette très large (automobile, mécanique, électricité, électronique, chimie, pétrole, industrie agroalimentaire,...), bâtiments – travaux publics, services (distribution, transport, services publics, de santé, de loisirs, etc.). La Bourse tend à considérer certains métiers comme plus nobles et plus modernes que les autres et parfois à négliger des entreprises de pointe qui sont réputées travailler dans un secteur considéré comme vieillot.

B Selon la place dans la chaîne économique

On distingue ici les produits de base (pétrole, métaux), les biens intermédiaires (chimie), les biens d'équipement (mécanique, électronique, aéronautique,...), le bien de consommation durable (automobile, luxe,...) et les activités directement en prise avec les consommateurs (alimentation, distribution, services comme les médias). Les réactions à la conjoncture sont très différentes selon l'appartenance à telle ou telle de ces catégories. Certaines activités relèvent à la fois des dépenses des consommateurs et de celles des entreprises (télécommunications, voire hôtellerie, informatique,...).

III LES DIFFÉRENTS TYPES DE VALEURS

Les actions peuvent être réparties en plusieurs types non pas en fonction de l'activité des sociétés mais en fonction d'une classification purement boursière. Selon les moments, la conjoncture, les préférences du marché, il faut « surpondérer » une catégorie de valeurs et alléger le poids d'une autre.

A Les valeurs de rendement

Ce sont les plus faciles à détecter. Leurs dividendes rapportent plus que la moyenne : par exemple 5 ou 7 % quand le rendement moyen du marché est d'un peu plus de 3 %. Bien entendu, il faut que ce dividende soit régulier et ne reflète pas une année exceptionnelle.

On peut subdiviser les valeurs de rendement en deux grandes catégories.

✓ *Les titres solides*

Il s'agit des titres de sociétés qui distribuent la plus grande partie de leurs bénéfices parce qu'elles sont sorties des phases d'investissement et de croissance fortes. Le rendement élevé s'explique par cette absence de perspectives de développement nouveau. La Bourse n'est pas très généreuse avec ce genre de valeurs. Leurs cours peu élevés expliquent, autant que le montant généreux du coupon, qu'elles rapportent beaucoup.

✓ *Les titres à risque*

La théorie boursière enseigne que la rentabilité d'un placement, qui est faite à la fois du dividende et de la plus-value éventuelle, est proportionnelle au risque assumé. Elle s'applique pour certaines sociétés à dividende élevé. Leur coupon reflète de bons résultats dus à une conjoncture favorable, à l'exploitation dans un pays à risque politique ou encore à une position de marché (produits de mode à succès ou reposant sur un brevet qui tombera dans le domaine public,...) qui ne paraît pas devoir se prolonger.

B Les valeurs de croissance

Ces titres grimpent contre vents et marées, propulsés par une progression forte et régulière des résultats et parce que le marché anticipe la poursuite de ce phénomène. Parmi les grandes sociétés, L'Oréal peut être considéré comme le type même de l'affaire de croissance.

Tout l'art de gérer les valeurs de croissance est de savoir détecter à temps le moment où la marche en avant va se ralentir ou cesser. Dans le domaine des techniques avancées, des titres apparaissent pendant quelques années comme des valeurs de croissance exceptionnelles mais un renversement se produit souvent brutalement. Attention alors, car une valeur de croissance traditionnellement très chère est plus vulnérable qu'une autre et la moindre défaillance se paie souvent par un effondrement des cours. Sous cette réserve, les valeurs de croissance, quand bien même elles paraissent chères sur le moment, se révèlent en général comme les meilleurs placements.

C Les valeurs cycliques

Peu d'activités échappent aux mouvements de l'économie. Mais le nom de valeur cyclique est réservé aux titres de sociétés de secteurs qui, en bas de cycle, subissent un recul prononcé de l'activité et des profits et qui peuvent rebondir fortement en haute conjoncture. Il s'agit notamment de toutes les affaires liées aux matières premières et aux produits de base (chimie, sidérurgie,...) soumises à la fois aux ralentissements d'activité et souvent à des sautes d'humeur de leurs prix de vente. On range aussi dans cette catégorie des industries comme l'automobile ou le bâtiment sensibles aux aléas de l'économie.

Enfin, dans l'informatique et l'électronique, coexistent souvent une croissance particulièrement forte sur la longue période et de brèves périodes de reculs cycliques brutaux. Il s'agit donc de valeurs de croissance cycliques.

D Les valeurs d'actif

De nombreuses sociétés sont à la tête d'actifs importants et se consacrent parfois uniquement à les gérer. C'est le cas des sociétés immobilières et foncières, des sociétés de portefeuille et de certaines affaires industrielles propriétaires par exemple d'un patrimoine immobilier important ou qui détiennent des participations de valeur. Beaucoup de compagnies d'assurances sont regardées ainsi comme des valeurs d'actif. On peut ranger aussi dans cette catégorie les compagnies pétrolières et des affaires minières dont la valorisation reflète essentiellement les réserves en terre.

E Catégories particulières de valeurs

On distingue parfois des valeurs exportatrices, des valeurs dollar ou des actions de sociétés endettées. Il s'agit souvent de catégories de circonstances : quand les taux risquent de monter ou peuvent baisser, les valeurs d'affaires endettées seront menacées ou auront la cote. Même jeu pour les valeurs dollar qui sont sur le devant de la scène quand la devise américaine bouge beaucoup : elles rassemblent les titres de sociétés qui sont très dépendantes du dollar pour leurs prix ou pour leurs ventes.

Autres distinctions : les « penny stocks » (valeurs à cours très bas) ou au contraire les titres au cours très élevé qui sont censés fasciner les investisseurs.

F Y a-t-il des valeurs défensives ?

Très recherchées, les valeurs défensives appartiennent à une catégorie qui évolue suivant la situation et l'humeur des marchés. Traditionnellement, on y range la plupart des valeurs de rendement dont le cours est défendu contre une baisse excessive par un dividende élevé et les actions de sociétés aux actifs de poids qui dépendent moins des résultats affichés que de la consistance de leur patrimoine. Récemment, on a eu tendance à y ajouter de véritables affaires de croissance, comme les entreprises de distribution, d'alimentation ou de pharmacie sous le prétexte que ces secteurs d'activité étaient peu sensibles à un ralentissement de l'économie. C'est oublier que, dans la mesure où il s'agit souvent de titres assez chers, une baisse de régime même mineure de leur activité et de leurs profits peut être sanctionnée durement par le marché.



Les tactiques d'Investir

- 1) **Panacher son portefeuille** entre les catégories de valeurs que nous avons distinguées pour bien diversifier son portefeuille.
- 2) **Se méfier des rendements élevés** qui cachent parfois un risque de baisse du dividende.
- 3) **Réfléchir à l'extrapolation des bénéfiques** que suppose le cours d'une valeur de croissance pour essayer de se rendre compte si les hypothèses retenues sont raisonnablement vraisemblables et si le prix du titre peut être justifié.
- 4) **Les valeurs bon marché ont souvent tendance à le rester**, à moins que vous ayez décelé les signes d'un changement de statut boursier dû, par exemple, à une nouvelle activité ou à un rebond de la croissance.
- 5) **Tenir compte des modes avec modération** et en tout cas n'y sacrifier toujours qu'en partie.
- 6) **Ne jamais consacrer plus de 25 % du portefeuille d'actions à un même secteur.** Celui-ci peut s'effondrer d'un seul coup, à l'exemple des valeurs dites technologiques en 2000-2001, alors que, dans le même temps, aucun titre de l'immobilier n'a fléchi fortement.

LIRE LES COMPTES DES SOCIÉTÉS

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Le bilan retrace la situation de l'entreprise** et permet de déterminer si elle est endettée ou saine et comment elle finance ses actifs et son fonds de roulement.
- 2) **Le compte d'exploitation** indique de quelle manière est obtenu le bénéfice (ou la perte).
- 3) **Le tableau de financement** est particulièrement précieux, car il montre comment le cash flow est utilisé et comment ont évolué la trésorerie et l'endettement.
- 4) **On peut tirer une série de ratios instructifs des comptes d'une société.**

Les sociétés publient aujourd'hui des comptes très complets, trop complets serait-on parfois tenté d'écrire, tellement l'accessoire peut parvenir à voiler l'essentiel ou l'omission d'éléments capitaux.

Ces défauts ont été exacerbés par la nouvelle présentation des comptes selon les normes IFRS qui exigent énormément de détails. Il reste que la lecture est devenue plus enrichissante pour celui qui a la patience de se plonger dans les annexes qui « font partie intégrante des comptes » et donnent de nombreux éléments d'interprétation (calcul de l'impôt, des amortissements, effectifs et masse salariale, engagements de crédit-bail, échéancier des emprunts, survaleurs, ...).

Les comptes comprennent le bilan, le compte de résultats et le tableau des emplois et des ressources. L'adoption de normes IFRS a surtout modifié la présentation du compte de résultat.

I LES NORMES COMPTABLES IFRS

Depuis l'exercice 2005, les comptes des sociétés cotées de l'Union européenne doivent être établis selon les nouvelles normes internationales appelées IFRS ou IAS. Elles se rapprochent du « référentiel » américain et, comme lui, reposent sur un corps important de règles très détaillées. Leur adoption a suscité de vives critiques sur plusieurs points, en particulier sur la « fair value ».

Celle-ci consiste à évaluer tous les actifs à leur valeur de marché, ce qui conduit à modifier chaque année leur traduction comptable, parfois dans de fortes proportions. Il s'en suit des soubresauts du résultat net selon que les actifs sont revalorisés ou dévalorisés. Ce phénomène est particulièrement sensible pour les banques. La crise récente a démontré la légitimité de ces alarmes. Certains actifs bancaires ne pouvaient même plus être évalués à un prix de marché faute de marché ! Il est probable que des corrections seront apportées à ce système comptable à la lumière des événements récents.

Autre point controversé : l'interdiction de procéder à certaines provisions qui risque de retarder le moment où des charges qui auraient pu être comptabilisées sans attendre apparaîtront dans les comptes.

III LES RÈGLES DE LA CONSOLIDATION

La plupart des entreprises cotées disposent de filiales et présentent donc des comptes de groupe dits consolidés.

Les filiales et participations peuvent être consolidées de trois manières :

- par intégration globale et, dans ce cas, l'entreprise contrôlée est consolidée à 100 %, même si la participation de la société mère est inférieure à ce pourcentage ;
- par intégration proportionnelle qui consiste à ne retenir les chiffres de la filiale qu'à hauteur du pourcentage détenu, si, par exemple, celui-ci est de 75 %, ce sont 75 % également du chiffre d'affaires, des résultats et du bilan qui seront consolidés ;
- par mise en équivalence, méthode qui s'applique à des intérêts supérieurs à 20 % et inférieurs à 50 % et qui consiste à ne pas intégrer l'affaire, mais à ajouter, dans le compte de résultats, la part de la société mère dans les bénéfices nets et, dans ses fonds propres, au passif du bilan sa part dans ceux de la société mise en équivalence.

L'intégration globale, quand elle s'applique à des participations de moins de 100 %, exige une correction. Après le bénéfice net de l'ensemble consolidé apparaît une écriture dite « part des minoritaires » qui soustrait du résultat la part des actionnaires minoritaires de la filiale. Cette déduction opérée, on obtient le bénéfice net dit « part du groupe » qui est celui qui appartient effectivement aux actionnaires de la société et qui sert à calculer le résultat par action.

III LE BILAN

C'est la photographie de la situation financière à une date précise, en général à la fin de l'exercice. On trouve à l'actif tout ce que possède l'entreprise et au passif la manière dont elle finance son actif.

A Actif

Il est composé de l'actif fixe et de l'actif circulant.

✓ *L'actif fixe ou actifs non courants*

L'actif fixe est constitué par les immobilisations (terrains, constructions, machines, ...) : ce sont les immobilisations corporelles. Il s'y ajoute des immobilisations incorporelles : brevets, marques, parts de marché, survaleurs (écarts d'acquisition). Ces dernières résultent d'acquisitions et il faut examiner si elles sont vraiment justifiées. On trouve aussi les immobilisations financières, essentiellement des participations ou des créances à long terme, les titres des sociétés mises en équivalence, les impôts différés actifs (crédit d'impôt qui pourront être remboursés ou imputés sur de futures contributions).

Les immobilisations doivent être amorties progressivement. Il est intéressant de calculer quel est le pourcentage des immobilisations amorties. Si celui-ci est élevé, c'est soit le signe d'une gestion rigoureuse, soit celui d'une insuffisance récente des investissements (que l'on trouvera pour s'en faire une idée dans le tableau des emplois et ressources).

✓ *L'actif circulant ou actifs courants*

L'actif circulant se subdivise en valeurs d'exploitation, c'est-à-dire stocks ou travaux en cours, et en valeurs réalisables ou disponibles (créances auprès des clients, avances aux fournisseurs, mais aussi trésorerie).

B Le passif

Il retrace la manière dont la société finance son exploitation. Il comprend en effet les fonds propres ou capitaux propres (capital, réserves, report à nouveau), dont on déduit les actions auto-détenues et les dettes. Celles-ci se divisent en passifs non courants (provisions considérées comme des charges futures, emprunts à long terme) et en passifs courants (dettes d'exploitation auprès des fournisseurs, clients, impôts, dettes à court terme...).

La part des intérêts minoritaires dans les fonds propres s'ajoute aux capitaux propres dits « part du groupe » pour former le total des capitaux propres.

Enfin, le résultat de l'exercice peut apparaître au bilan : à l'actif si c'est une perte, au passif, si c'est un bénéfice. Toutefois, les bilans sont en général présentés après affectation des résultats. Un bénéfice est ainsi consacré en partie aux réserves et en partie au dividende qui, avant sa distribution, figure dans la trésorerie.

Les dettes à long terme, qui ne sont pas exigibles, forment avec les fonds propres les capitaux permanents sur lesquels la société peut compter pour se développer.

Bilan consolidé simplifié (en millions d'euros, normes IFRS)

ACTIF		PASSIF	
Immobilisations incorporelles	10	Capital	60
Écarts d'acquisition	15	Réserves	155
Immobilisations corporelles	130	Actions auto-détenues	- 10
Immobilisations financières	30	Résultats net part du groupe	35
Titres mis en équivalence	18	Total capitaux propres part du gpe	240
Impôts différés actifs	12	Intérêts minoritaires	10
Total des actifs non courants	215	Total capitaux propres	250
		Provisions pour retraites	22
Stocks et encours	90	Provisions pour risques et charges	8
Créances clients	28	Impôts différés passifs	15
Autres créances courantes	120	Empr. et dettes fin. non courants	25
Trésorerie	97	Total passifs non courants	70
		Dettes fournisseurs	75
		Autres dettes courantes	100
		Impôts sur les bénéfices	15
		Empr. et dettes financ. courants	40
Total des actifs courants	335	Total des passifs courants	230
Total de l'actif	550	Total du passif	550

C L'amortissement des actifs incorporels et des survaleurs

La question de l'amortissement des actifs incorporels a fait l'objet de débats auxquels les nouvelles normes IFRS donnent une réponse. Un bon exemple est

celui des marques. Une marque créée dans le passé, qui soutient les ventes et apporte une grande activité, mérite certainement de conserver sa valeur dans les comptes. Mais le principe de la « fair value » de l'IFRS oblige à réestimer la marque chaque année. Cela devrait, en principe, éviter que, soudain, une société dans une « opération vérité » s'aperçoive qu'une marque en déclin est surestimée dans ses comptes et l'amortisse d'un coup. En revanche, des allers retours peuvent se produire : la valeur de la marque sera réduite une année et pourra être réévaluée un an après si les ventes remontent.

Une autre catégorie d'incorporels est constituée par les survaleurs (ou écarts d'acquisition ou en anglais goodwill). Quand une société en acquiert une autre, elle l'intègre dans ses comptes consolidés. Son bilan est gonflé à l'actif par les biens apportés évalués au prix d'acquisition, en général supérieur à celui qui était porté dans les livres de l'affaire achetée. Au passif, en revanche, ce sont les fonds propres comptables qui sont intégrés. Il s'ensuit un déséquilibre du bilan compensé à l'actif par les écarts d'acquisition ou survaleurs qui doivent être amortis.

Précédemment cette opération s'effectuait en un nombre d'années variable (de 5 à 20 ans, voire 40 ans). Mais, de temps en temps, un nettoyage des comptes réduisait brutalement la survaleur à zéro. On l'a vu fréquemment au moment de la « bulle » d'Internet pour toutes les affaires de ce secteur achetées beaucoup trop cher.

Les normes IFRS appliquent le même principe que pour les autres actifs incorporels. Pas d'amortissement obligatoire et systématique des survaleurs, tant que l'acquisition conserve sa valeur, mais examen annuel de son prix de marché qui peut aboutir à des amortissements susceptibles d'être repris dès que les actifs achetés se revaloriseraient.

D Fonds de roulement net

C'est l'excédent de l'actif circulant sur les dettes à court terme que l'on peut considérer comme des dettes exigibles. On peut vérifier sur un bilan qu'il est aussi égal à l'excédent des capitaux permanents (fonds propres + dettes à long terme) sur les immobilisations. Une société qui aurait un fonds de roulement net négatif serait proche de la faillite dans la mesure où ses immobilisations ne seraient pas couvertes par des ressources stables.

E Endettement net

Le bilan permet de déterminer l'endettement net. On déduit des dettes à long et court terme (hors dettes d'exploitation) la trésorerie (c'est le disponible et réalisable hors créances d'exploitation, c'est-à-dire ce qui est en caisse). Si celle-ci est supérieure, la société bénéficie d'une trésorerie positive.

IV LE COMPTE DE RÉSULTAT

A La cascade des comptes

Le compte de résultats présente la « descente de la cascade » des comptes en partant des ventes pour arriver au bénéfice net. Dans le « référentiel » IFRS, on déduit d'abord du chiffre d'affaires le coût des ventes qui correspond aux achats de matières premières et aux dépenses liées à la production comme les salaires. On obtient alors la marge brute dont il convient, comme dans la comptabilité américaine, de retrancher trois postes de frais (qui comportent aussi des salaires, des achats et des amortissements) : commerciaux et administratifs, de recherche et de développement, de publicité et de promotion. À ce stade, on arrive au résultat d'exploitation. La soustraction des autres produits et charges (il s'agit essentiellement de pertes et profits exceptionnels, comme par exemple des frais de restructuration, des provisions, des plus-values sur vente d'actifs) donne le résultat opérationnel.

La phase suivante conduit à retrancher ou à ajouter le résultat financier (solde des intérêts versés aux prêteurs et des produits de la trésorerie) et les résultats des sociétés mises en équivalence (bénéfice ou perte). Après imputation de l'impôt sur les bénéfices, on obtient enfin le résultat net et, après soustraction des intérêts des actionnaires minoritaires des filiales (ou adjonction des pertes qui leur reviennent) apparaît finalement le résultat net dit part du groupe qui sert au calcul du bénéfice par action.

Bien entendu, les analystes financiers professionnels ou amateurs peuvent recalculer un bénéfice net plus significatif, par exemple en excluant les plus-values ou certaines charges exceptionnelles.

B Différences entre normes IFRS et françaises

Les normes IFRS peuvent être considérées comme une comptabilité par destination (distinguer ce qui concerne la production, l'administration ou les frais

de recherche), alors que le « référentiel » traditionnel français était une comptabilité par nature des recettes et des dépenses (salaires, achats, ...). Il est difficile dans les nouveaux comptes de retrouver par exemple l'excédent brut d'exploitation (EBE ou Ebitda des américains) qui est le bénéfice « brut de brut » avant amortissements, provisions, frais financiers et impôts (il faut aller les chercher dans le tableau de financement). Quant à la valeur ajoutée, notion pourtant extrêmement instructive sur le poids réel d'une société, elle a carrément disparu des comptes.

Compte de résultat consolidé (en millions d'euros, normes IFRS)

Chiffres d'affaires	1 050
Coût des produits vendus	- 630
Marge brute	= 420
Coût commerciaux et administratifs	- 150
Coût de recherche et développement	- 55
Coût publi-promotionnels	- 45
Résultats d'exploitation	= 170
Autres produits et charges	- 22
Résultats opérationnel	= 148
Résultat financier (1)	- 25
Résultats des sociétés mises en équivalence	+ 12
Résultats avant impôt	= 135
Impôt sur les résultats	- 45
Résultat net	= 90
Intérêts minoritaires	- 5
Résultat net part du groupe	= 85

(1) Il s'agit du solde entre, d'un côté, les charges de l'endettement net et les autres charges financières et, de l'autre, les produits financiers. Ce solde peut être positif et s'ajouter au résultat opérationnel pour les sociétés disposant d'une forte trésorerie nette.

V LE TABLEAU DE FINANCEMENT

C'est un document plein d'enseignements. Il indique comment l'entreprise s'est financée durant l'exercice.

A Ressources

Du côté des ressources, on trouve l'autofinancement ou cash flow (qui comprend les amortissements) tiré de l'exploitation, les autres ressources comme celles provenant de cessions et les emprunts que la société a dû contracter.

B Emplois

Du côté des emplois, on voit les investissements matériels ou financiers (prises de participation par exemple) effectués et les remboursements d'emprunt.

C Évolution des dettes et de la trésorerie

Le solde montre, compte tenu de l'évolution des besoins en fonds de roulement (le financement des stocks et des créances a pu nécessiter une augmentation des sommes qui y sont consacrées ou, au contraire, être réalisé avec moins de moyens), si l'endettement a augmenté ou diminué et si la trésorerie est supérieure ou inférieure en fin d'exercice à celle qu'elle était un an auparavant. Une augmentation de trésorerie est un bon critère de la rentabilité réelle d'une société, à condition que ce ne soit pas aux dépens des investissements que le tableau donne également. Il est donc possible de se faire une bonne idée de l'équilibre obtenu entre la préparation de l'avenir et le maintien d'une bonne rentabilité.

D Cash flow et cash flow libre

Le cash flow ou marge d'autofinancement ou capacité d'autofinancement en français correspond aux ressources tirées de l'exploitation, c'est-à-dire grossièrement à l'addition du bénéfice net et des amortissements et parfois de quelques provisions. Le concept du cash flow libre ou free cash flow (on ferait mieux de parler d'autofinancement disponible) est différent. Il ambitionne de mesurer l'argent qui reste en plus dans l'entreprise une fois qu'elle a financé ses investissements. Il peut donc être négatif. D'autant qu'on déduit en général, en plus des investissements, l'accroissement éventuel du besoin en fonds de rou-

lement qui s'est révélé nécessaire pour financer l'exploitation et qu'on soustrait aussi parfois le dividende versé aux actionnaires considéré comme une charge normale.

La notion de cash flow libre est importante puisqu'elle dénote une affaire qui s'est enrichie (normalement on constate une augmentation de la trésorerie ou une baisse de l'endettement égale à ce cash flow libre). Attention simplement que l'existence d'un cash flow libre élevé ne dissimule pas une insuffisance de l'effort d'investissement.

VI PRINCIPAUX RATIOS TIRÉS DES COMPTES

A Stocks

Le ratio de **rotation des stocks** est très instructif, mais doit être manié avec précaution en raison des grandes variations selon les secteurs et selon les saisons.

$$\text{Rotation des stocks} = \text{Stocks/Chiffre d'affaires}$$

On l'exprime aussi souvent en mois de chiffre d'affaires. Les stocks d'une société représenteront trois ou six mois de chiffre d'affaires par exemple.

B Sécurité et indépendance

✓ *Le coefficient de liquidités*

Il montre si la société a un fonds de roulement suffisant pour couvrir ses dettes à court terme. Il traduit son aptitude à faire face à ses dettes exigibles et doit être en principe supérieur à 1.

$$\text{Coef. de liquidités} = \frac{\text{Valeurs d'expl.} + \text{Réalizable} + \text{Disponible}}{\text{Dettes à court terme}}$$

✓ *Le ratio d'endettement à terme ou gearing*

C'est un autre élément clé baptisé souvent *gearing*. Il met en évidence les rapports entre les diverses sources de financement. Plus les dettes sont importantes, moins la société est indépendante financièrement, et plus elle court le risque de tomber sous la coupe de ses créanciers. Bien entendu, si la trésorerie

est supérieure aux dettes, il n'y a pas lieu de calculer de ratio, la trésorerie nette étant positive.

Ratio d'endettement = Endettement net/Fonds propres

De manière plus dynamique, on peut retenir le rapport entre l'endettement net et le « cash flow », qui donne la capacité que l'entreprise aurait à rembourser ses dettes si elle y consacrait toutes ses ressources. Il s'exprime en nombre d'années. On dira, par exemple, que l'endettement de telle société représente 4,3 années de « cash flow ».

✓ Le ratio de solvabilité

Celui-ci indique la proportion des deux sources de capitaux, capitaux propres et capitaux empruntés, dans le financement de l'entreprise :

Ratio de solvabilité = Capitaux propres/Passif total

C Ratios de rentabilité des fonds propres

Un premier ratio d'exploitation concerne la **rentabilité financière des fonds propres**. Ce ratio a retrouvé aujourd'hui toute sa signification grâce à plusieurs années de relative stabilité monétaire.

Rentabilité financière = Bénéfice net/Fonds propres

On le calcule aussi à partir du bénéfice d'exploitation ou de tout autre résultat intermédiaire.

On peut aussi rapporter les résultats aux capitaux investis, qui correspondent sensiblement aux capitaux permanents (fonds propres + endettement à long terme). Le résultat d'exploitation sur capitaux investis est la clef des calculs de création de valeur.

D Marges bénéficiaires

La marge nette est le rapport entre le bénéfice net et les facturations. La **marge d'exploitation** retient le profit d'exploitation et le chiffre d'affaires. On peut calculer aussi des marges à partir de **la capacité d'autofinancement ou cash flow** (qui correspond au total des sommes pouvant être conservées dans l'entreprise pour assurer son autofinancement : bénéfice net + amortissements

+ provisions ne correspondant pas à des charges) **ou encore de l'excédent brut d'exploitation.**

Il est également intéressant de calculer les marges bénéficiaires par rapport à la valeur ajoutée, ce qui permet des comparaisons souvent éclairantes.

Bien entendu, pour être pleinement significatifs, les ratios obtenus doivent être comparés avec ceux des années précédentes et avec ceux des sociétés travaillant dans les mêmes secteurs.



Les tactiques d'Investir

1) Essayer de se reporter aux annexes dès que des chiffres paraissent obscurs : on y trouvera souvent l'explication de ce que l'on n'a pas compris.

2) Suivre de près l'endettement et l'apprécier autant en dynamique (en combien de temps les dettes peuvent-elles être remboursées ?) qu'en statique (rapport dettes sur fonds propres).

3) Retenir les indicateurs importants : la valeur ajoutée, quand elle est publiée, le bénéfice d'exploitation, l'excédent brut d'exploitation et leur évolution. Essayer d'éliminer les écritures exceptionnelles du bénéfice net.

4) Attacher la plus grande importance au tableau de financement : les investissements sont-ils suffisants ? Sont-ils autofinancés ? Les besoins en fonds de roulement n'augmentent-ils pas de manière excessive ? Comment évoluent la trésorerie et l'endettement ?

L'ANALYSE FINANCIÈRE ET LE CHOIX DES VALEURS

Ce qu'il faut savoir

- 1) **Choisir une valeur exige du flair** mais aussi de procéder à une analyse financière élémentaire.
- 2) **Il est essentiel de replacer l'entreprise dans son contexte** : secteur d'activité, localisation de la production et des débouchés, place sur le marché...
- 3) **On peut juger de la cherté des actions par le rendement procuré** par leur dividende et par une série de ratio qui rapportent le cours aux résultats.
- 4) **Des données comme le chiffre d'affaires**, la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation peuvent être comparées à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière + endettement).
- 5) **L'actualisation des flux de résultats futurs** est une méthode d'estimation largement utilisée.

À partir des documents de plus en plus complets mis à la disposition du public, on peut procéder à l'examen des sociétés, à l'aide notamment de divers ratios.

I LE RENDEMENT

C'est le rapport entre le dividende et le cours d'une action.

$$\text{Rendement} = \text{Dividende global/Cours de l'action}$$

Exprimé en pourcentage, il marque l'importance de la rémunération de l'action comparée à l'appréciation de sa valeur en Bourse. Un rendement faible peut indiquer une cote de faveur ou bien un gonflement des cours, ou encore des résultats médiocres. Un rendement très élevé peut signifier que l'action n'est pas appréciée à sa valeur ou, au contraire, présente un risque élevé, la pérennité du dividende n'étant pas assurée.

Mais il faut considérer qu'une affaire accroissant régulièrement son dividende et ayant de bonnes perspectives de croissance doit normalement rapporter moins qu'une société dont la répartition est stable ou a fortiori dont le futur dividende

apparaît menacé. De même, on exige en principe un rendement supérieur d'une société qui distribue l'intégralité de son bénéfice ou presque, car elle n'a pas de réserve disponible pour les mauvaises années.

II LE RAPPORT COURS-BÉNÉFICE

A Définition et application

Celui-ci, plus connu de l'analyste sous sa dénomination anglaise de **price earning ratio (PER)**, ou sous sa dénomination officielle de **coefficient de capitalisation des résultats (CCR)**, s'obtient en divisant le cours du titre par le bénéfice par action. On parle aussi de multiple ou plus simplement de ratio d'une valeur. Ce rapport indique combien de fois le bénéfice est contenu dans le cours. Plus ce rapport est grand, plus la Bourse traite favorablement la société.

Naturellement, les affaires en expansion rapide et à forte rentabilité, celles que l'on désigne souvent du nom de valeurs de croissance, ont pour la plupart des multiples élevés (une vingtaine ou une trentaine de fois, parfois même davantage), l'investisseur tablant sur une augmentation des bénéfices dans les années à venir.

Ratio = Cours de l'action/Bénéfice net

Exemple : au cours de 37 euros, Essilor a un ratio de 19,9 fois sur la base d'un bénéfice par action de 1,86 € obtenu en 2008 et de 18,8 fois sur la base du résultat prévu pour 2009 de 1,96 €. On dit aussi que la valeur capitalise 18,8 fois son bénéfice attendu.

Supposons maintenant que le taux de croissance prévu pour 2010 soit de 13 %. Cela donne un bénéfice estimé de 2,22 € ; on peut alors dire que la société capitalise 16,6 fois son bénéfice estimé de 2010.

Évidemment, autant le rapport cours-bénéfice de l'année écoulée, voire de celle en cours pour certaines sociétés, est une notion précise, autant le ratio estimé de l'exercice suivant repose sur une hypothèse qui, selon les cas, se confirmera ou non. La Bourse sanctionnera aussitôt toute erreur de prévision.

B Critique du PER

✓ *Aléas*

L'intérêt du ratio cours-bénéfice est limité par la nature toujours un peu aléatoire et très dépendante d'éléments marginaux de ce résultat net.

La sensibilité du bénéfice net à de multiples éléments explique que les analystes financiers réduisent ou augmentent en cours d'année leurs prévisions de bénéfice facilement de 15 à 20 % ou passent de la prédiction d'une envolée à celle d'une stagnation.

✓ *Ravages en Bourse*

Le culte du sacro-saint rapport cours-bénéfice, le PER (price earning ratio) des Anglo-américains, fait ainsi des ravages en Bourse. Si le multiple reste constant à 20 par exemple, le cours tombera évidemment de 100 à 80 pour un repli de 20 % des profits escomptés.

Question de bon sens : parce que la simple prévision de bénéfice a chuté de 20 % entre deux estimations, la première, il y a un an, dopée par l'euphorie et la seconde, déprimée par une conjoncture délicate, la valeur des sociétés s'est-elle évaporée dans les mêmes proportions ?

Tout chef d'entreprise sait évidemment qu'il n'en est rien. La logique des marchés financiers est de plus en plus déconnectée de la réalité. Le seul bénéfice est un critère certes important mais très insuffisant pour juger une entreprise. Par définition, il est marginal, c'est l'ultime ligne de la cascade d'écritures d'un compte de résultat. Il suffit d'une légère dérive des recettes ou des coûts pour faire varier d'un point une marge nette qui dépasse rarement 5 %. De plus, le solde final est largement dépendant de conventions : amortissements, provisions, fiscalité...

La Bourse prend donc comme boussole la donnée la plus sensible au moindre contretemps, la plus variable, la plus versatile et on s'étonne de la « volatilité » croissante des marchés financiers.

Comme la psychologie ajoute son grain de sel à la sécheresse de ces calculs, les écarts de cours sont supérieurs à ce qu'exigerait le simple jeu des ratios. D'autant que, dès que l'optimisme se voile, les analystes, comme les sociétés elles-mêmes dans leurs comptes, deviennent particulièrement prudents.

III AUTRES RATIOS DE CAPITALISATION

C'est pourquoi on utilise d'autres ratios, tel que les rapports du cours au bénéfice courant, au bénéfice d'exploitation, voire au « cash flow ». Ces résultats intermédiaires ont l'avantage d'être moins sensibles à des facteurs parfois secondaires et de donner une meilleure idée de la rentabilité réelle. Mais il faut en général les utiliser pour comparer des entreprises d'un même secteur ou d'activités proches. Le cash flow, par exemple, varie énormément avec l'importance des investissements requis par chaque industrie.

IV LES RATIOS ÉTABLIS SUR LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

A Capitalisation boursière globale

Certains ratios sont établis non pas sur le cours de bourse ou ce qui revient au même sur la capitalisation boursière, mais sur ce que l'on appelle aujourd'hui la valeur d'entreprise ou capitalisation boursière globale.

Il s'agit de la capitalisation boursière traditionnelle à laquelle on ajoute l'endettement net de la société (ou dont on déduit la trésorerie nette). On obtient ainsi la valeur des capitaux avec lesquels travaille l'entreprise : ses fonds propres, évalués par le cours de bourse, et ses capitaux empruntés tels qu'ils figurent au bilan.

Cette valeur d'entreprise correspond au prix qu'il faudrait payer au cours de bourse pour posséder l'intégralité de la société débarrassée de toutes ses dettes : la capitalisation boursière plus les sommes qui seraient nécessaires pour rembourser tous les emprunts. Il est alors possible de comparer cette donnée non plus au bénéfice sous ces différentes formes, mais à des grandeurs qui mesurent mieux la taille intrinsèque de l'entreprise : chiffre d'affaires, valeur ajoutée, excédent brut d'exploitation (EBE).

B Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires est une bonne représentation du poids d'une société, puisqu'il reflète la somme de ses facturations, c'est-à-dire l'essentiel de l'argent qui transite, durant une année, par ses caisses. Un grand nombre d'acquisitions s'effectuent selon ce critère. On achètera deux fois, une fois ou une demi-fois le chiffre d'affaires. Ce ratio varie en fait selon les industries : les transactions s'effectueront à une demi-fois les ventes dans l'automobile, à une fois dans la

distribution ou l'assurance, à deux fois dans l'électronique. Il existe d'autres critères dans certaines activités, tel que le nombre d'abonnés (télécommunications, presse), dont on a abusé à une époque, ou la capacité de production (pétrole, acier, chimie).

C Valeur ajoutée

Le fait que les ratios capitalisation globale sur chiffre d'affaires soient totalement différents selon les activités montre bien qu'ils n'ont aucune signification universelle. Le véritable poids d'une entreprise se mesure par sa valeur ajoutée et non par ses facturations. Le simple bon sens indique qu'une affaire de distribution qui ne vend que des produits finis acquis à l'extérieur a une valeur ajoutée par rapport à son chiffre d'affaires inférieure à une société de service dont les achats extérieurs sont souvent fort modestes.

Malheureusement la valeur ajoutée est devenue la mal-aimée de l'analyse financière en raison de l'influence américaine qui ignore cette notion qui n'est utilisée que dans la comptabilité nationale : le produit intérieur brut n'est jamais que l'addition de toutes les valeurs ajoutées. Il est possible que les événements récents lui redonnent ses lettres de noblesse. Déjà, en 2001, le scandale de la faillite de la société Enron était symptomatique. Celle-ci affichait un chiffre d'affaires de 101 milliards de dollars qui ne correspondait quasiment à aucune valeur ajoutée. Cette dernière était même largement inférieure au chiffre d'affaires corrigé de 6,3 milliards. De même, il est paradoxal que Wal-Mart, chaîne de magasins américains, soit devenue la première firme du monde aux yeux de trop d'observateurs parce qu'elle est numéro un par son chiffre d'affaires. En valeur ajoutée, elle vient derrière des entreprises d'industrie et de service comme General Electric, Exxon-Mobil ou IBM.

Le ratio capitalisation boursière sur valeur ajoutée permet de comparer toutes les sociétés entre elles. Mais il varie évidemment suivant la rentabilité et la croissance affichée par les entreprises. Il a beaucoup augmenté ces dernières années pour les affaires à forte rentabilité et se situe désormais entre un et souvent moins, ce qui est modeste, et près de dix, ce qui reste très élevé.

D L'excédent brut d'exploitation

La valeur d'entreprise peut aussi se comparer à l'excédent brut d'exploitation (EBE) ou EBITDA des américains. Ce bénéfice « brut de brut » donne une assez bonne idée de la capacité d'une société à gagner de l'argent, quelle que soit sa situation financière (ce profit se calcule en effet avant frais financier).

V LA CRÉATION DE VALEUR

La mode de la création de valeur a pris une grande importance ces dernières années.

A Le coût des capitaux

Il s'agit de tenir compte dans le coût des capitaux d'une société non seulement de ceux qui sont empruntés mais aussi de ceux qui appartiennent aux actionnaires (les fonds propres) dont on a trop souvent le tort de considérer qu'ils sont gratuits. En fait, ces capitaux doivent être rémunérés à un taux supérieur à celui des emprunts pour compenser le risque pris par l'actionnaire. Une société crée de la valeur quand son résultat d'exploitation après impôt procure une rémunération supérieure à celle qui est exigée et qui est l'addition du taux des emprunts de l'entreprise et de la rémunération des actionnaires (cette dernière correspond au taux des emprunts à long terme plus une prime de risque dont le montant est quelque peu arbitraire).

B Exemple

Une société travaille avec des capitaux propres de 60 et des capitaux empruntés de 40, soit 100 au total. Le taux de son endettement est de 6 % et on a fixé 10 % comme rémunération des actionnaires. La société doit donc gagner 6 % (10 % de 60) plus 2,40 % (6 % de 40), soit 8,40 %. Si elle dégagne un résultat d'exploitation de 10 %, elle aura créé 1,6 % de valeur et aura rémunéré ses fonds propres à 12,66 %. Si elle n'obtient que 7 %, elle aura détruit 1,40 de valeur, puisque, bien qu'elle soit bénéficiaire, le taux de retour de ses capitaux propres ne sera que de 7,66 %, très loin des 10 % exigés.

C Effets pervers

Le mérite de la création de valeur est d'inciter les sociétés à se montrer économes de leurs fonds propres et à choisir les investissements les plus rentables. Mais cette mode a de graves effets pervers. Elle pousse souvent les sociétés à privilégier l'endettement, puisque dès que la rentabilité de l'ensemble de leurs capitaux est supérieure au taux de leurs emprunts, elles améliorent la rémunération de leurs fonds propres et obtiennent ainsi un effet de levier.

Elles parviennent au même résultat en réduisant leurs capitaux en général en rachetant des actions. La recherche de la rentabilité maximum avec le moins de moyens financiers possible les incite aussi à céder tous les actifs qui ne sont pas directement nécessaires à leur métier principal. Or, il s'agit souvent de ce que l'on appelle les bijoux de famille (immeubles de valeur, participations). Résultat : quand la conjoncture devient moins bonne et que la rentabilité diminue, beaucoup d'affaires se retrouvent avec un endettement excessif et une trésorerie asséchée, alors que des disponibilités seraient les bienvenues pour faire face aux difficultés. Il est trop tard : liquidités et bijoux de famille ont été utilisés pour embellir la création de valeur et ne sont plus là pour soutenir l'activité. Il suffit que, en partie en raison des effets de cette politique, la rentabilité tombe au-dessous du niveau exigé pour que de la valeur soit détruite.

Dans la crise de 2008-2009, beaucoup d'entreprises ont dû regretter d'avoir asséché leur trésorerie et sacrifié à l'endettement pour créer de l'effet de levier. Du reste, le patron mythique des années 80-90, Jack Welch, président de General Electric, a avoué récemment que « fonder une stratégie sur la création de valeur pour l'actionnaire était une idée stupide ».

VI VALEUR DES ACTIFS ET VALEUR À CASSER

La notion de valeur de l'actif au bilan n'a qu'un intérêt relatif, car il y a en général un écart important entre la situation nette comptable dans les livres et la valeur réelle d'une entreprise, dans la mesure notamment où les immobilisations figurent dans les comptes à leur prix de revient, sans qu'il soit tenu compte de la dépréciation monétaire, et où des éléments incorporels, comme les marques, sont en général ignorés dans les bilans, alors qu'ils prennent une importance grandissante dans l'économie moderne.

On retient plutôt la **comparaison entre la valeur réelle (ou liquidative) des actifs de l'affaire (le bilan est réévalué) et la capitalisation boursière**. Pour une société poursuivant ses activités, l'intérêt de cette approche est peut-être limité, mais elle permet de mesurer les risques courus en cas de liquidation et surtout les chances de plus-values ou de moins-values en cas d'absorption ou d'OPA.

Une affaire est dite dépréciée ou sous-estimée quand le cours est inférieur à la valeur liquidative et a fortiori à l'actif net au bilan ; c'est souvent le cas pour les sociétés connaissant des difficultés financières ou ayant une rentabilité insuffisante. Dans la dépression actuelle, des affaires en relative bonne santé cotent en dessous de leur valeur comptable.

La notion de valeur à casser ou de valeur réelle est surtout utilisée pour les sociétés dont l'appréciation boursière est fondée davantage sur l'actif que sur les résultats : sociétés immobilières, sociétés de portefeuille, voire compagnies pétrolières, dont les analystes financiers prennent souvent en compte la valeur des réserves de pétrole et de gaz naturel en terre. On peut aussi essayer de déterminer à quel prix serait vendue une société industrielle pour déterminer sa valeur à casser.

VII LA PRISE EN COMPTE DES PRÉVISIONS

A Les prévisions

Tous les ratios ont l'inconvénient d'être statiques et de ne pas prendre en compte l'essentiel, c'est-à-dire la croissance espérée. Mais cet essentiel est par nature aléatoire. Rien n'est plus difficile que la prévision de la progression de l'activité et des résultats d'une entreprise. Il reste que l'exercice, pour l'année qui vient ou sur deux ans, est relativement aisé.

À partir de prévisions de croissance de l'économie, il est possible de déduire d'abord la progression probable du chiffre d'affaires d'une société. On connaît ses parts de marché et on a des moyens de déterminer si elle va faire mieux ou moins bien que ses concurrents (ventes d'un médicament, succès ou insuccès d'un modèle de voiture,...).

Ensuite, des hypothèses de marge peuvent être échafaudés en estimant les coûts d'approvisionnement, l'évolution de la productivité et des salaires, les amortissements et provisions, les charges financières, les impôts. Le nombre des variables à évaluer multiplie les risques d'erreur, mais avec une bonne idée de la croissance attendue, il est possible de déterminer avec une relative précision au moins un résultat d'exploitation ou un cash flow.

Pour réaliser vraiment un bon placement, il faut parvenir à deviner l'évolution d'une société sur plusieurs années. Celui qui a su découvrir une affaire dont la croissance sera très rapide à l'avenir est presque certain d'être gagnant. Encore faut-il s'assurer que les cours ne tiennent pas compte dès à présent, et de manière excessive, des bénéfices futurs.

B Les méthodes actuarielles

Pour mesurer le prix à payer pour la croissance, il existe de nombreuses méthodes toutes fondées sur l'actualisation des flux futurs de bénéfices.

Une méthode simple d'abord. En supposant que dans sept ans, par exemple, le bénéfice d'une société en forte expansion soit de 100 par action, on peut considérer que, actualisé à 10 %, il représente un peu plus de 50 d'aujourd'hui et justifierait, par exemple, un cours de l'ordre de 500 en retenant un rapport cours-bénéfice de 10.

Ensuite, on peut mesurer la valeur actuelle du flux, soit des dividendes que l'on encaissera, soit des bénéfices ou des cash flow qu'engrangeront la société et considérer que le cours actuel doit être égal à ce montant ou à celui-ci plus éventuellement un reliquat de valeur.

Exemple : une société gagnera successivement 6,50 €, 7 €, 8 €, 9 € et 10 €. La valeur actualisée à 5 % de ces bénéfices par actions aujourd'hui est de 6,20 pour celui de l'année 1, 6,35 pour celui de l'année 2, 6,51 pour celui de l'année 3, 7,40 pour celui de l'année 4 et 7,83 pour celui de l'année 5. Le total est de 34,39 €, chiffre que l'on pourrait retenir comme prix de l'action. Dans la pratique, il faut prendre en compte un nombre d'années supérieur (certains actualisent même à l'infini) ou considérer que les 34,39 accroissent le prix de la société qui conserve en plus au bout de cinq ans un reliquat de valeur de par exemple 10 €, actualisé en euros d'aujourd'hui. On pourrait donc payer le titre 44,39.

C Le délai de recouvrement

Le rapport cours-bénéfice a l'inconvénient de ne prendre en compte ni la croissance escomptée des profits, ni le taux d'intérêt en vigueur. Mis au point par Rainsy Sam, le délai de recouvrement permet de corriger ces deux faiblesses. Il fait partie des méthodes actuarielles exposées ci-dessus.

Le ratio classique dit combien de fois le cours d'une action contient son bénéfice. Le délai de recouvrement dit en combien d'années les bénéfices dégagés permettent de récupérer son prix d'achat.

Cela suppose que l'on choisisse une hypothèse d'évolution (qui est en général de progression) des bénéfices et que l'on actualise ces profits futurs à l'aide du taux d'intérêt en vigueur.

Exemple : une valeur cote 100 avec un bénéfice par action de 5 €, son rapport cours-bénéfice est donc de 20, ce qui paraît cher. Si on pense que son bénéfice va progresser de 15 % par an, et que le taux d'intérêt est de 7 %, on peut calculer que le délai de recouvrement est d'un peu plus de 12 ans avec un taux d'intérêt de 7 %, ce qui est beaucoup plus raisonnable.

On pourrait calculer aussi que, si le taux d'intérêt baisse, le délai de recouvrement diminue très vite avec une hypothèse de croissance inchangée.

Le défaut du délai de recouvrement est évidemment qu'il est difficile de prévoir l'évolution des bénéfices sur une assez longue période. Une erreur dans ce domaine est grave. Mais, il est tout aussi dangereux d'attacher trop d'importance au rapport cours-bénéfice dans le cas où les résultats chutent l'année suivante.

Le délai de recouvrement a de grands avantages.

- Le plus évident est de prendre en compte la croissance éventuelle des bénéfices et de permettre de comparer des valeurs dont les perspectives de profits sont différentes.
- En intégrant le taux d'intérêt, cette méthode permet de comparer les marchés de plusieurs pays où les taux sont différents. Il est en effet normal que les rapports cours-bénéfice soient plus élevés là où le loyer de l'argent est plus bas.
- Son utilisation permet de se faire une idée de la validité des hypothèses sur lesquelles repose le cours d'une valeur. Si pour que le délai de recouvrement soit raisonnable (10 à 13 années), il faut que la croissance des bénéfices atteigne 20 % par an en moyenne, on peut se demander si le prix actuel est réaliste. Car, sauf brillantes exceptions, les rythmes de progression durable de 20 % sont rares.

VIII SITUER L'ENTREPRISE DANS SON CADRE ÉCONOMIQUE

Étudier les performances financières d'une entreprise n'aurait pas de sens si l'on ne situait pas l'affaire à l'intérieur du cadre politique, économique et social où elle travaille. Il est des secteurs en expansion, d'autres en perte de vitesse ; certains sont sensibles aux cycles économiques, d'autres pas. Tous ne dépendent pas au même degré du prix des matières premières et de l'énergie ou des décisions des pouvoirs publics...

La véritable analyse financière, au-delà des chiffres, se livre à l'étude économique de l'entreprise elle-même, de sa place sur le marché (valeur de ses marques, réputation de ses produits, capacité à en créer de nouveaux...), de l'importance de ses moyens de production, de la part de ses intérêts à l'étranger, de la diversification de ses activités, du poids des dépenses de recherche, de ses investissements et de leur financement, de la qualité de ses dirigeants et de son personnel... Ce sont là autant d'éléments qu'il est utile de connaître, car ils conditionnent en partie l'évolution d'une affaire. Ne jamais oublier qu'une entreprise peut se résumer à un marché, des produits et surtout des hommes.



Les tactiques d'Investir

- 1) **Préférer l'analyse économique** aux ratios.
- 2) **Privilégier le rendement et le ratio cours-bénéfice (PER)** mais ne jamais oublier leurs insuffisances. Faire toujours intervenir d'autres instruments de mesure pour vérifier les enseignements du rendement et du PER.
- 3) **Faire des comparaisons sectorielles en utilisant l'EBE**, le cash flow, le résultat d'exploitation.
- 4) **Se servir du délai de recouvrement** pour vérifier si le taux de croissance qu'implique le cours est raisonnable et a des chances d'être soutenu.
- 5) **Prendre garde aux méfaits d'extrapolations excessives.**

L'ANALYSE GRAPHIQUE, SON INTÉRÊT, SA CRITIQUE

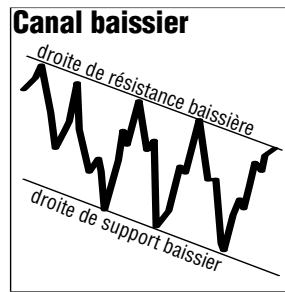
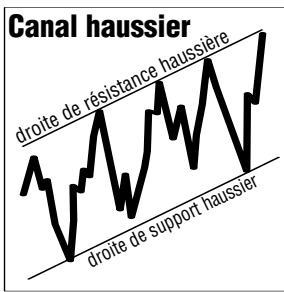
Ce qu'il faut savoir

- 1) **L'analyse graphique consiste à essayer**, à partir de l'observation du passé, **de déterminer l'évolution future des cours** et surtout les points de rupture, c'est-à-dire les moments où un renversement de tendance peut se produire déclenchant une hausse ou une baisse.
- 2) **Elle utilise une série d'outils** : parallèles déterminant des couloirs d'évolution, moyennes mobiles, seuils de résistance à la hausse ou de soutien à la baisse ou plus compliqués. Il est conseillé aussi de compléter l'observation des graphiques par celle du volume des transactions.
- 3) **L'analyse graphique mérite intérêt pour deux raisons** :
 - les courbes de cours épousent souvent des configurations types
 - dans la mesure où de nombreux intervenants suivent ses enseignements, les cours finissent souvent par se plier aux préceptes des théories graphiques.
- 4) **Le grand défaut de l'analyse graphique est de fournir souvent de faux signaux d'achat ou de vente.**

L'analyse graphique renonce à étudier les aspects fondamentaux d'une société et à privilégier les comptes ou les prévisions de résultat pour s'intéresser uniquement à l'évolution des cours de l'action. Bref, cette école de pensée n'a confiance que dans les enseignements du « cours en soi » et ne croit pas à une valeur intrinsèque des actions.

I PARALLÈLES, CANAUX, SEUILS ET BOUGIES JAPONAISES

Le premier travail pour faire une analyse graphique consiste à déterminer une tendance en traçant une droite passant par au moins trois points et rejoignant les points bas ou les points hauts d'un graphique de cours. Plus le nombre de points reliés par cette droite est grand et la période retenue longue, plus la tendance est significative.



Les droites reliant points hauts et points bas font apparaître des lignes de résistance et de support parfois parallèles.

On arrive en général à tracer deux droites, l'une unissant les points bas, l'autre les points hauts. Celles-ci sont fréquemment parallèles et dessinent en tout cas une piste, un couloir ou un tunnel. Le vocabulaire des chartistes penche plutôt pour le mot canal. Si les deux droites sont orientées vers le haut, le tunnel est haussier, si elles penchent vers le bas, il s'agit d'un canal baissier.

Si les deux droites sont plates, la tendance est hésitante ou stable.

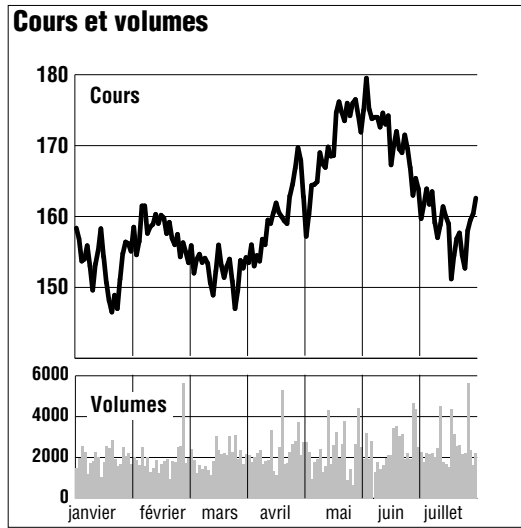
À partir de ces deux droites, on détermine des seuils de résistance et de soutien (ou supports). Dans le vocabulaire de l'analyse graphique, les cours offrent une résistance à la hausse et « casser une résistance » signifie que l'action s'échappe vers le haut.

Chaque fois que le cours casse la résistance à la hausse, l'analyse graphique conclut en général à un démarrage ou à une accélération de la hausse. Chaque fois que le cours casse un soutien, elle penche pour une poursuite ou une accélération de la baisse.

Une résistance cassée à la hausse tend ensuite à devenir un support, de même une ligne de soutien dépassée à la baisse se métamorphosera en résistance.

L'explication de ces phénomènes peut trouver ses racines dans le comportement des investisseurs. Ceux-ci considèrent que le retour à une ligne de soutien est une bonne occasion d'acheter un titre qui a valu plus cher et, réciproquement, à l'approche d'une résistance, ils auront tendance à prendre des bénéfices craignant que la valeur n'aille pas plus haut. En cas de baisse, ils vendront à des niveaux où ils récupèrent leur mise, c'est-à-dire dans la zone de support qui pourra être enfoncée ainsi par un afflux de dégagements.

C'est pourquoi, il est conseillé de toujours faire figurer dans un graphique les volumes d'échanges journaliers. Ceux-ci seront représentés par des histogrammes proportionnels dans le bas du graphique. L'observation des transactions évite souvent de faire confiance à de faux signaux.



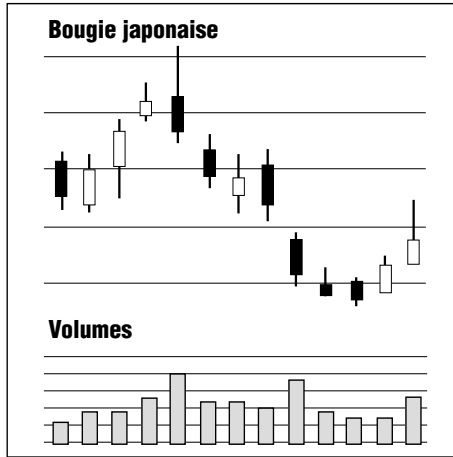
Une corrélation apparaît fréquemment entre un fort mouvement de hausse ou de baisse et un gonflement des échanges.

Certains chartistes ne jurent que par les bâtonnets (les « bar-charts »). Chaque jour une barre verticale représente l'écart entre le plus haut et le plus bas de la séance, le premier et le dernier cours étant situés par un tiret à gauche pour le niveau d'ouverture et à droite pour celui de clôture. Le graphique est bâti à l'aide de ces bâtonnets.

Les bougies japonaises (voir illustration p. suivante) constituent un perfectionnement des bâtonnets. Le corps du bâtonnet est formé par le cours d'ouverture et de clôture. Il est coloré en noir en cas de baisse et en clair en cas de hausse. Le plus haut et le plus bas du jour sont indiqués par deux traits, l'un au-dessus du corps de la bougie, l'autre au-dessous.

II RECONNAÎTRE DES FIGURES SIGNIFICATIVES

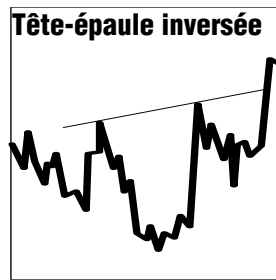
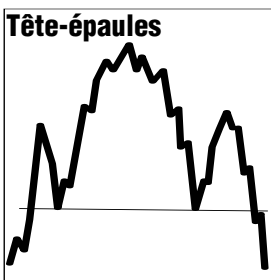
L'attrait du chartisme est de déterminer les points de rupture. Au-delà de l'observation des droites de résistance ou de soutien, certaines configurations peuvent donner un signal de vente ou d'achat.



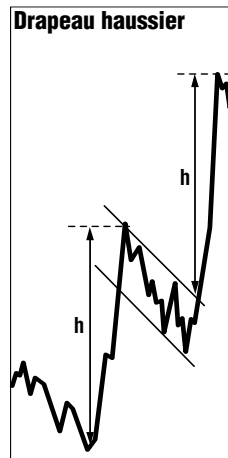
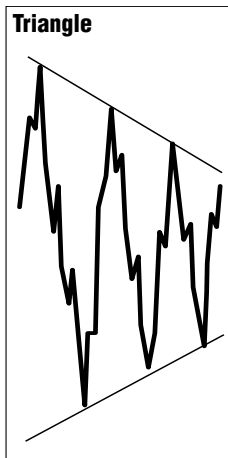
Perfectionnement des bâtonnets ou « bar charts », les bougies japonaises représentent les cours d'ouverture et de clôture, ainsi que les plus haut et plus bas de la séance.

A Tête-épaules

La plus célèbre est la figure tête-épaules, qui suggère un risque de fort recul. Le cours grimpe puis se replie, avant d'atteindre un nouveau sommet, de fléchir à nouveau, de rebondir ensuite au même niveau que lors de la première hausse et enfin de retomber. La hausse la plus forte constitue la tête, encadrée par les deux progressions moins fortes qui forment les épaules. Une ligne horizontale ou assez plate, dite ligne de cou, rejoint les trois points bas.



La valeur de pronostic de la figure tête-épaules s'explique par le bon sens : la première hausse s'achève quand de nombreux actionnaires décident de prendre leurs bénéfices partiels. Mais, sur la ligne de cou, de nouveaux acheteurs se manifestent et font remonter le cours à un niveau plus élevé qui les incite à vendre, tandis que les actionnaires plus anciens tendent à se dégager plus lar-



La première hausse « h » correspond au mât du chapeau, la seconde (qui est en dehors du chapeau) suit une consolidation.

gement. D'où un repli qui attire derechef des amateurs et provoque un ultime rebond, suivi d'une descente plus profonde, les investisseurs n'ayant pas été assez enthousiastes pour porter durablement la valeur dans ses plus hauts.

La figure tête-épaules peut aussi être incomplète (sans tête, on parle de figure en M) ou, au contraire, comporter deux épaules de chaque côté. Si elle est inversée, elle laisse subodorer alors un mouvement de hausse. Là aussi, la tête-épaules peut avoir perdu sa tête et se présenter alors en W.

B Le triangle

Autre figure caractéristique : le triangle. Aucune tendance ne se détache et la droite de soutien tend à se rapprocher de la droite de résistance. Quand elles se couperont, ce qui arrivera fatalement, le cours sortira du triangle, soit par le haut, soit par le bas, donnant, dans le premier cas, un signal haussier et, dans le second, un signal baissier.

C Le rectangle

Quand les deux parallèles d'un graphique sont plates sans orientation manifeste, on parle de rectangle. Celui-ci marque souvent une phase de consolidation. En théorie, la sortie doit s'opérer dans le même sens que l'entrée et l'ampleur du mouvement qui suit doit être égale à la hauteur du rectangle. Il s'agit donc d'une figure de pause dans une conjoncture de hausse ou de recul.

D Le drapeau

Le drapeau (voir illustration page précédente) est également une figure de consolidation (on parle aussi de continuation). Après une forte envolée, les cours s'orientent dans un canal légèrement baissier avec des volumes d'échanges décroissants. Ils sortiront de ce couloir par une reprise de la hausse. La partie du graphique qui correspond à la montée des cours est le mât du drapeau. À la baisse, on a une figure identique, mais la hampe est représentée par la chute rapide des cours qui a précédé la pause.

E « Retracement » et vagues d'Elliott

Certaines théories graphiques considèrent qu'il est possible de prévoir l'ampleur d'une correction, baptisée « retracement », de la hausse ou de la baisse qui vient d'être effectuée. Après une hausse, il existerait, par exemple, des paliers à la baisse de 33 %, 50 % et 66 % de la progression précédente. Autrement dit, un gain de 100 points serait suivi d'une baisse de 33, 50 ou 66 points. Si les 33 % sont enfoncés, il est probable que les 50 % seront atteints et, si ceux-ci sont dépassés, les cours iront à un palier de 66 %. Au-delà, il ne s'agira plus d'une correction du mouvement précédent mais d'un changement fondamental de cap. Le « retracement » le plus fréquent est celui de 50 %.

✓ Impressionnant

Les deux krachs récents peuvent illustrer de manière impressionnante certaines thèses de l'analyse graphique. On peut remarquer que les sommets des deux indices significatifs de Paris et de New York, le SBF 250 et le Standard and Poor's 500, se situent presque exactement au même niveau en 2000 et en 2007, ce qui donne des figures tête-épaules sans tête, dites en M. Deux fois le graphique bute sur un niveau identique et chute ensuite chaque fois d'à peu près autant. Les « retracements » sont également manifestes. Aux États-Unis, la hausse de 1990 à 2000 est suivie d'une baisse de 50 % de la hausse précédente, celle de 2003 à 2007 d'une chute de 100 % de la progression constatée. En France, le retracement est de 80 % de la hausse 1990-2000 au point bas de 2003 et de 90 % de celle de 2003-2007, ce qui permettrait, toujours selon le charisme, de conclure à un changement de tendance profond.

III UTILISER LES MOYENNES MOBILES

De nombreux chartistes travaillent avec les moyennes mobiles. Celles-ci sont établies sur des périodes variées qui vont de quelques séances de Bourse à, au maximum, 200 jours. Pour une moyenne mobile sur 50 séances, on retient les cours des 50 dernières séances et chaque jour on remplace le cours le plus ancien par celui du jour, puis on divise quotidiennement la somme de ces cours par le nombre de jours. On bâtit son graphique avec ces cours moyens.

Le grand avantage de cet indicateur est de gommer les aspérités liées aux soubresauts à très court terme et de dégager ainsi une tendance générale précise particulièrement lisible.

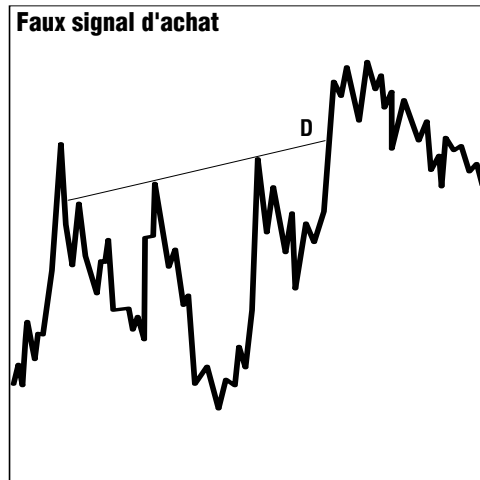
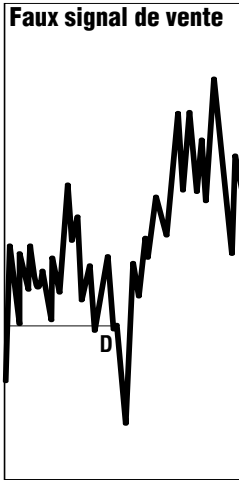
Les courbes en moyenne mobiles constituent ainsi un repaire précieux. Le fait que les cours transpercent une moyenne mobile à la hausse est considéré comme un signal d'achat. Il en est de même quand une moyenne mobile de courte période en traverse une plus longue : par exemple celle à 50 jours coupe celle à 200 jours. À l'inverse, les mêmes phénomènes à la baisse donnent des signaux de vente.

IV ANALYSE GRAPHIQUE À LONG TERME

Les tenants de l'analyse graphique sont pour l'essentiel des opérateurs à assez court terme. Pourtant, l'observation des courbes à très long terme des marchés financiers est pleine d'enseignements surtout si on corrige les cours de l'inflation et parfois des dividendes réinvestis. On s'aperçoit alors que la vie de la Bourse depuis des siècles est faite de longs cycles de hausse et de baisse, quand bien même sur la distance la hausse en monnaie constante l'emporte. Ce genre d'analyse conduit à la prudence dans les périodes d'euphorie durant lesquelles le chartisme court terme préconise plutôt des achats. Et, inversement, on peut être optimiste dans les bas de cycles boursiers.

V LIMITES ET CRITIQUE DE L'ANALYSE GRAPHIQUE

Fondée sur l'observation du passé et privée de toute valeur scientifique, l'analyse graphique fonctionne bien surtout dans les périodes où la tendance des marchés est franchement orientée à la hausse ou à la baisse. Elle peut alors aider à déterminer quelles sont les actions qui vont bouger le plus et à quel moment. D'autant que, quand l'horizon paraît clair, la masse des adeptes suit les pro-



Le point D annonçait l'amorce d'un mouvement qui, en fait, ne s'est pas poursuivi et a fait place à une tendance inverse.

phéties des graphiques et réalise leurs prédictions simplement en passant des ordres conformes au « diktat » du chartisme.

Dans les temps incertains, les partisans des graphiques perdent de leur superbe et se révèlent le plus souvent incapables de déterminer de manière assurée les changements de tendance ou simplement d'éclairer la direction des marchés. La discordance s'installe entre les prétendus experts qui ne peuvent plus compter sur l'effet d'entraînement d'un grand nombre d'opérateurs. Leurs propos frisent le ridicule. D'un titre qui vaut 128, ils nous diront que, s'il franchit la résistance des 133, il pourra monter au-dessus de 142, mais que s'il casse le soutien de 124, il risque de chuter à 117. Comme si on n'avait jamais vu un titre grimper de 128 à 142 sans se frotter d'abord avec le niveau de 133 ou tomber de 128 à 117 sans passer par 124.

Les faux signaux de hausse ou de baisse sont légion, ne serait-ce que parce que l'analyse graphique ne peut deviner les événements imprévus : mauvaise ou bonne nouvelle concernant une société, drame politique, attentat, crise monétaire... Quand les graphiques semblent avoir anticipé une nouvelle inconnue du public, ils dévoilent souvent l'existence d'initiés qui étaient « au parfum » et ont commencé à imprimer à l'action une tendance anticipant ce qui allait être annoncé.



Les tactiques d'*Investir*

- 1) **Essayer de se tenir à une méthode** plutôt que de multiplier les approches.
- 2) **Utiliser de préférence l'analyse graphique pour tenter de mieux choisir** le moment où vous achèterez ou vendrez des titres qui vous intéressent plutôt que pour choisir des valeurs.
- 3) **Toujours tenir compte du volume des transactions** : il est en général vain de vouloir appliquer l'analyse graphique à des valeurs dont le marché est étroit. En outre, les véritables changements de tendance décelés par l'étude des graphiques sont en général ratifiés par un gonflement des échanges.
- 4) Même si on ne croit pas en l'analyse graphique **avoir toujours un œil sur ses enseignements** pour ne pas être pris à contre-pied par un mouvement déclenché par ses adeptes.

OÙ VA LA BOURSE ?

En moins de vingt-cinq ans, la Bourse a plus changé qu'en un siècle. Au début des années 1980, Emile Zola n'aurait pas été dépaysé par un marché de Paris dont son roman *L'argent* restait une représentation fidèle. Sous les coups de boutoir de l'informatique et de l'internationalisation, ce modèle napoléonien s'est désagrégé pour faire place à une Bourse délocalisée, désincarnée et ouverte aux vents du grand large.

I LA BOURSE : MÉTAMORPHOSÉE ET IMMUABLE

A Un monde nouveau

✓ *Informatisation*

La Bourse ne se confond plus avec un lieu précis, sinon de manière diffuse avec la place financière de Paris. Le palais Brongniart a été enseveli dans le silence des déserts : les clameurs des agents de change à la corbeille et des commis sur les « groupes de cotation » se sont tues depuis longtemps.

Les acteurs du marché n'ont plus de contacts physiques, en tout cas pendant la séance, et ne communiquent plus que par téléphone ou par ordinateurs interposés.

Le cœur du marché est désormais partout et nulle part. Peu importe le lieu où fonctionne le système informatique de cotation. L'essentiel est d'y être raccordé, ce qui est en théorie possible de n'importe où dans le monde. Le cœur informatique de la Bourse française, après avoir battu à Aubervilliers, a été déplacé à Londres.

Une des conséquences de l'informatisation est peut-être surtout de provoquer une énorme chute du coût des transactions, avivée par la concurrence entre les marchés, principalement entre ceux qui sont réglementés et les plates-formes de cotation privées. Aujourd'hui, pour les grands professionnels, un aller-retour sur une action, un instrument financier ou le pétrole doit coûter au plus quelques millièmes du montant traité, alors qu'un particulier peut payer des frais de 2 % et ne peut faire des aller-retours dix fois dans la journée.

Voilà pourquoi les transactions financières qui ne correspondent pas à des échanges physiques peuvent représenter, sur l'ensemble des marchés (actions, devises, etc...), des milliards de dollars par jour et parfois des centaines de fois les quantités qui changent effectivement de mains. Face à cette situation, les projets de taxe dite Tobin sur les transactions financières retrouvent leur actualité. Cet impôt permettrait de freiner les spéculations excessives, tout en sauvant une activité suffisante de la spéculation dont l'utilité sociale est de créer une grande liquidité des marchés (voir chapitre 5).

✓ *Internationalisation*

L'internationalisation est totale. Toutes les valeurs du monde sont en concurrence entre elles et la France ne s'en tire pas mal : ses grandes sociétés ont attiré un actionnariat aujourd'hui en large partie étranger. Revers de la médaille : elles risquent de perdre leur indépendance et surtout les capitaux peuvent se retirer d'un jour à l'autre laissant des trous béants dans la cote.

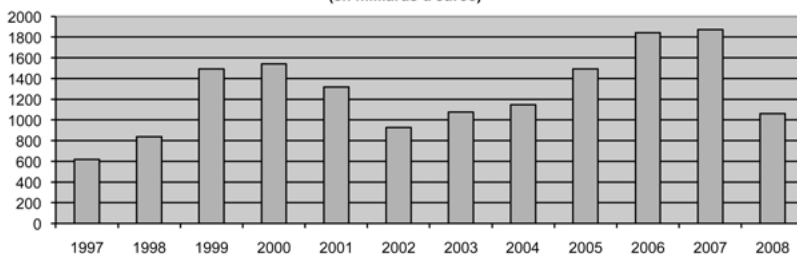
La Bourse tend à devenir un organisme unique et planétaire. Les réseaux informatiques propulsent les nouvelles et les ordres d'achat et de vente d'un bout à l'autre de la terre. Une faillite en Allemagne, une crise monétaire en Amérique du sud, une guerre au Moyen-Orient, une chute des cours à New York est ressentie partout en même temps et avec presque autant de force. Les emballements deviennent mondiaux et mobilisent un nombre d'individus et des masses d'argent sans précédent. Les excès se propagent beaucoup plus vite et avec plus de force d'un bout à l'autre de la planète.

✓ *Le couple risque-rendement*

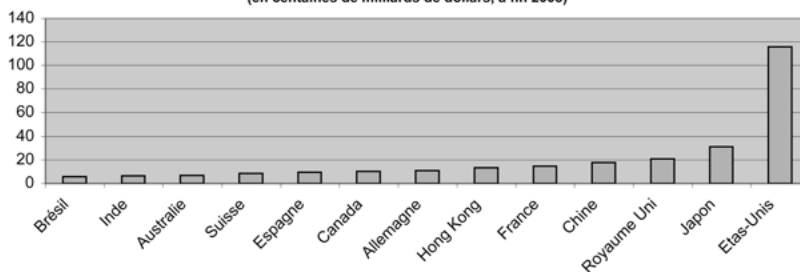
Bien que gâtés dans les dernières années du siècle précédent, les investisseurs sont devenus de plus en plus exigeants. Ils placent au cœur de leurs préoccupations le couple risque-rendement qui nous enseigne que plus un placement a des chances de rapporter gros, plus en principe il est risqué et volatile. Ils espèrent évacuer le risque par les techniques des options et des « futures », quitte à réduire le rapport du placement.

Les valeurs sont démembrées. Aux uns la jouissance des avantages d'une action, un peu diminués (le moins possible) par des primes d'assurance, à d'autres plus audacieux la volatilité et le risque. Mais la prétention d'exclure en grande partie le risque de la Bourse n'est-elle pas folle ? Le risque circule entre les acteurs du marché et peut, au tournant de quelque krach, sauter à la figure de ceux qui se croyaient à l'abri, car il demeure au cœur du système. Ne parle-t-on pas d'ailleurs de risque systémique quand on craint une grave crise bour-

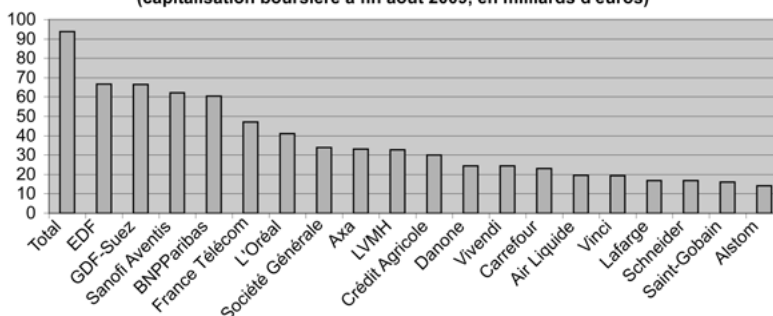
Capitalisation boursière de la bourse française
(en milliards d'euros)



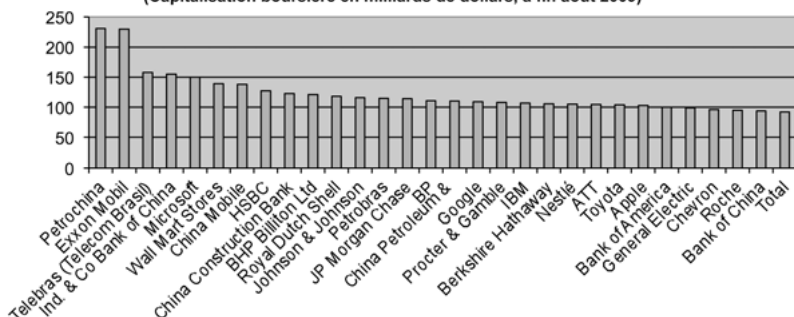
Le poids des grandes places mondiales
(en centaines de milliards de dollars, à fin 2008)



Les premières sociétés françaises
(capitalisation boursière à fin août 2009, en milliards d'euros)



Les plus grandes sociétés du monde
(Capitalisation boursière en milliards de dollars, à fin août 2009)



Il y a désormais six chinoises parmi 30 les premières.
Les américaines représentent cependant encore la moitié de l'effectif.

sière avec des ramifications financières et bancaires? La faillite retentissante d'Enron en 2001 a montré, entre autres enseignements, ce qu'il y avait de fallacieux à prétendre assurer à ses clients des prix connus à l'avance pour leurs fournitures en énergie et en matières premières.

Les lignes qui précèdent, rédigées dès l'édition de 2002, ont pu apparaître prophétiques lors de la crise de 2007-2009. Les fameux « subprime » ont montré comment le danger de prêts à des ménages américains surendettés avait pu être dilué dans l'ensemble du système bancaire en vertu de la séparation entre l'actif et le risque. Cela a provoqué, entre autres, la quasi-faillite de la première compagnie d'assurances mondiale AIG qui s'était fait une spécialité de la couverture de risques sur ce genre de créances. Au delà, tout un système de spéculation complexe a montré partout des failles et une absence de contrôle (affaires Kerviel, Madoff...). Les bonus et certaines rémunérations ne sont que les illustrations « grand public » de ces excès. En fait, les banques, au lieu de développer leurs fonds propres, qui se révélaient dangereusement insuffisants, ont dopé leurs profits et leur distribution aux actionnaires, aux dirigeants et aux traders.

✓ *Accélération de l'histoire*

L'histoire s'accélère-t-elle à la Bourse comme ailleurs? Les ajustements de cours tendent à se réaliser de plus en plus vite. Des investisseurs pressés de gagner de l'argent et des comportements devenus plus moutonniers au fil des ans multiplient à la fois les mini-krachs, peut-être plus fréquents que dans le passé, et les reprises brutales. De tous ces mouvements, l'épargnant à la tête froide peut tirer parti. De leur côté, les entreprises réagissent sans tarder dès que leurs marges menacent de se réduire.

B Des constantes nombreuses

✓ *Une psychologie inchangé*

Derrière ces bouleversements, la Bourse est pourtant immuable. Comme dans le passé, elle assure, avec plus ou moins de bonheur, le financement d'une partie des investissements et la transmission de la propriété des entreprises, reste un terrain de spéculation sans égal et fournit la meilleure manière de placer ses économies sur la longue période. Sa vie est toujours rythmée par des marches en avant et des plonges, des « abus de confiance en soi » et des crises de neurasthénie, la recherche du « tuyau » ou de l'information décisive, les réactions logiques ou aberrantes à des nouvelles surprenantes, redoutées ou espérées.

Les périodes d'euphorie ou de quasi-désespoir ont dans le fond les mêmes caractères d'égarement et d'irrationnel. La folie Internet n'avait rien à envier à la spéculation sur les tulipes dans la Hollande du XVII^e siècle, aux dérèglements du système de Law au début du XVIII^e en France et aux excitations qui ont précédé les krachs d'octobre 1929 et 1987 : certitude identique que les cours ne cesseront plus leur ascension, parce qu'une ère nouvelle s'est ouverte, que des activités vont croître à des rythmes vertigineux ou que les progrès techniques effaceront les récessions grâce à des gains de productivité faramineux. Dans dix ans, dans vingt ans, d'autres thèses aussi extravagantes s'imposeront.

Le dernier krach, sans doute plus grave encore que celui de 2000, a sévi de 2007 à 2009. La Bourse n'est pas directement à son origine, même si elle est mise en cause avec l'ensemble du monde de la finance. Les détonateurs ont été la banque et l'immobilier. Mais des cours élevés et une certaine euphorie boursière ont joué leur rôle.

Les illusions n'étaient plus suscitées par la nouvelle économie, elles étaient plutôt engendrées par les espoirs de la mondialisation qui, sous l'impulsion des pays en développement, promettait une croissance forte et durable, assortie de gains de productivité et d'une explosion des profits des entreprises. Ce genre de thèse contient bien entendu une part de vérité (le rôle des nations en plein décollage, telle la Chine, a permis d'éviter la catastrophe économique et demeure essentiel dans la reprise) mais oublie toujours le reste du tableau et surtout les impondérables qui viennent enrayer les plus belles promesses.

✓ *Des techniques anciennes*

Même dans le domaine de la technique, il n'y a pas d'invention décisive, mais le perfectionnement ou l'habillage avec des oripeaux neufs de très anciennes pratiques. Les marchés à terme existent de longue date et sont organisés depuis 1885 à Paris. Les options, qui autrefois s'appelaient des primes au Palais Brongniart, et leur cortège de volatilité n'ont pas attendu les célèbres formules de Black and Scholes qui n'ont fait que perfectionner celles établies par le mathématicien français Bachelier il y a un peu plus de 100 ans. Seule l'augmentation des moyens de calcul d'une part et la diffusion d'instruments financiers par des canaux de publicité de plus en plus puissants d'autre part nous donnent l'illusion d'inventer un monde financier jamais vu. Il y a davantage de marchés et d'instruments financiers mais leurs fondements sont identiques.

II MENACES ET ESPOIRS

A Les menaces

✓ Externes

La Bourse aura à faire face au poids croissant de la lutte pour la préservation du milieu naturel qui exigera des entreprises des efforts supplémentaires et imposera des freins à leur expansion, pesant sur leurs marges. À l'inverse, ce combat créera de nouveaux métiers et des occasions de gagner de l'argent peut-être insoupçonnées.

En Occident, le vieillissement démographique, frein traditionnel au dynamisme, est inquiétant. La proportion croissante de vieux et d'inactifs fait reposer le progrès de l'économie sur une population relativement peu nombreuse et exige des gains de productivité de grande ampleur. Certes les gens âgés ont tendance à épargner beaucoup. Mais les fonds de pensions et de retraite seront conduits à vendre des valeurs pour faire face à leurs engagements.

Il est probable que le partage de la valeur ajoutée des entreprises entre les salariés et le cash flow ne sera pas toujours aussi favorable aux actionnaires que dans les années 80 et 90 et en ce début du XXI^e siècle qui a vu un redémarrage des marchés. Le système économique n'est pas vacciné contre un tel retour de balancier, dont on voit beaucoup de signes avant-coureurs.

✓ Internes

C'est peut-être en elle-même que la Bourse risque de trouver le plus d'obstacles sur sa route. Les années récentes ont laissé trop d'illusions qu'il faudra dissiper. Non, la rentabilité des capitaux investis ne peut être partout d'au moins 15 % : il faudra revenir à des objectifs plus modestes. Non, on ne peut espérer des gains au rythme des deux dernières décennies du siècle passé de près de 15 % par an en moyenne et en monnaie constante : il faudra se résigner à des progressions des cours en monnaie constante de 3 % par an en moyenne (sans dividendes), ce qui est déjà une belle performance.

Les marchés financiers ont conquis sans doute une importance excessive et une trop grande influence sur la marche des affaires et le niveau de vie des citoyens. Ils ont montré pourtant avec la chute de la prétendue nouvelle économie qu'ils étaient faillibles dans une de leurs missions essentielles : répartir les ressources en capitaux pour les utiliser de la manière la plus productive ; en fait, ils les ont gaspillées dans le tonneau des danaïdes d'Internet. De même, la

récente crise a détruit d'énormes capitaux dans des prêts inconsidérés, des spéculations malheureuses, des distributions trop généreuses de « bonus » ou de dividendes.

Le général de Gaulle disait « la politique de la France ne se fait pas à la corbeille ». On a l'impression à présent que, aux États-Unis et dans d'autres pays, la politique se fait « pour la corbeille ». Cela est flagrant pour l'action d'Alan Greenspan (ou de son successeur), et de la réserve fédérale américaine. L'orientation de la Bourse est devenue une composante décisive de ses décisions. Pour freiner son « exubérance irrationnelle », on hisse les taux. Pour éviter que le krach du Nasdaq ne se propage, on les détend, en cherchant du même coup à stimuler l'économie pour ne pas désespérer Wall Street. Au risque de relancer l'inflation. On ne remonte les taux qu'une fois le marché reparti de l'avant depuis 2004.

Une politique monétaire très accommodante est pratiquée de nouveau aux États-Unis depuis l'été 2007, pour éviter que l'affaire des « subprime » ne dégénère puis pour relancer l'économie, plutôt cette fois que pour soutenir la Bourse. Si les leçons des krachs de 1987 et de 2000 n'avaient pas été tirées, la crise récente, beaucoup plus violente, semble marquer une prise de conscience, au moins de la part des autorités monétaires et politiques décidées à mettre fin à certains excès. Les gouvernements pourraient revenir au moins partiellement au précepte du général de Gaulle.

✓ *Les trous noirs de la finance*

La crise des « subprime » a fait éclater une des bombes à retardement qui menacent le système et en a montré les failles de façon presque caricaturale. La hausse des prix de l'immobilier aux États-unis a conduit les banques à prêter à tout-va, y compris à ceux qui n'avaient pas la surface nécessaire. Plus les prix montaient, plus le gage avait de la valeur et plus la capacité d'emprunter augmentait. Les prêts finissaient par financer la consommation et non plus le logement. La chute du marché immobilier et quelques impayés ont enrayé le mécanisme et mis en lumière les méfaits de la « titrisation »: les banques cèdent leurs créances à d'autres investisseurs. Le drame est que personne ne sait qui détient ces emprunts. Cela entraîne des faillites et crée une suspicion générale, au point que les banques ne se prêtaient plus entre elles au plus fort du krach.

La titrisation joue dans d'autres domaines. La hausse de la Bourse, conjuguée à des taux d'intérêt modestes, a multiplié les opérations de capital-investissement. Des fonds achètent des sociétés en recourant pour une large part au crédit (LBO) que les entreprises acquises doivent rembourser. Que ces dernières ne soient plus capables d'honorer ces prêts, qui ont tous été titrisés, et la crise

s'enclenchera. Jusqu'ici, les défaillances ont été relativement limitées, mais il y a encore de lourdes échéances à honorer.

Autre excès dangereux: la spéculation qui consiste à emprunter des devises dont le taux d'intérêt est proche de zéro pour les revendre immédiatement et en réemployer le produit dans des placements plus rémunérateurs dans d'autres monnaies. Que se passerait-il le jour où la devise vendue remonterait brutalement?

Un nouveau danger apparaît. L'endettement des États provoque un énorme gonflement de la masse des emprunts publics qui trouvent facilement preneurs en raison de l'actuelle « aversion pour le risque » des investisseurs. Ceux-ci se portent en priorité vers les papiers les plus sûrs. Du coup, les taux d'intérêt se maintiennent assez bas dans le monde, autour de 3,5 %. Mais que cet appétit vienne à manquer (crainte de l'inflation, difficultés d'un pays, attirance d'autres placements...) et les souscripteurs exigeront des taux beaucoup plus élevés, ce qui provoquera la chute des cours des obligations anciennes (voir chapitre 7 VF). Ce sera un krach obligataire qui peut avoir de lourdes conséquences. Les plus grands créanciers des pays emprunteurs étant la Chine et le Japon, on peut se demander si les considérations géopolitiques empêcheront un tel scénario ou au contraire le favoriseront.

Autre péril: le développement des CFD (Contracts for Difference). Ce marché international attire des millions de « joueurs » qui achètent et vendent à terme avec une couverture faible (10 % en général contre 25 % en moyenne sur les marchés centralisés). Que la masse de ces spéculateurs soit prise un jour à contre-pied par une chute de plus de 10 % des cours et c'est une énorme dette qui sera à régler. Qui oserait dire que tous les opérateurs seront capables d'y faire face?

Presque toutes les crises financières dans le passé sont nées d'un excès de crédit utilisé pour faire monter les cours ou les prix. Les gains obtenus ainsi justifient de nouveaux prêts qui stimulent encore la hausse: effet boule de neige qui crée une « bulle ».

✓ *L'évolution des marchés*

Les marchés réglementés et centralisés autour d'une « plateforme » informatique pourraient être un jour vidés d'une partie de leur substance, concurrencés par des systèmes de cotation et de transactions privés.

La directive européenne MIF supprime leur monopole. Les banques et les intermédiaires financiers pourront « compenser » les ordres de leurs clients entre eux sans passer par le marché central. Celui-ci sera concurrencé par des plates-formes privées. Chi-X en Europe se flatte déjà de frais inférieurs aux

places officielles pour quelques grandes valeurs. Sept grandes banques d'investissement dans le monde se sont réunies pour le projet Turquoise de Bourse privée. Tout cela explique que les « entreprises de marché » traditionnelles, désormais presque toutes cotées, fusionnent à l'image d'Euronext et de New York

Malgré les règles de transparence édictées, comment seront traités les particuliers ? Sur des marchés comme celui des petites valeurs, ne risquent-ils pas de payer trop cher ou d'être exclus pratiquement des transactions ? On le voit déjà pour certaines obligations et les options, qui deviennent des chasses gardées des professionnels. Les banques tentent de confisquer la Bourse et dissuadent leurs clients d'acheter des titres en direct pour leur placer leurs sicav, trackers, certificats indexés...

B Les espoirs

Après le krach des valeurs dites technologiques, une période de correction s'est ouverte. Au-delà, la Bourse doit accomplir de nouvelles conquêtes. L'économie ira encore de l'avant au XXI^e siècle. Des activités nouvelles (tout n'était pas fou dans la vogue d'Internet) vont ouvrir des sources de profit supplémentaires, des pays jusqu'ici à l'écart du monde financier entrent dans la course à la croissance, à l'image de la Chine, avec des masses de consommateurs, de producteurs, d'entrepreneurs et surtout de futurs actionnaires. Tout cela promet encore des plus-values et des dividendes aux investisseurs patients sans que personne ne puisse prédire le moment où ces gains pourront être récoltés.

Le triomphe du capitalisme et du libéralisme, quand bien même certains retours en arrière peuvent s'opérer, place les marchés financiers dans un rôle irremplaçable pour lever des capitaux et s'imposer comme l'instrument d'épargne et de spéculation le plus apprécié. Les « futures », options et warrants stimuleront encore ce dernier aspect. Au total, les actions devraient gagner des « parts de marché » face aux placements concurrents.

Sur une longue période, prévoir que la Bourse apportera en monnaie constante une progression annuelle de 3 % en moyenne et de 7 % en réinvestissant les dividendes (ce qui signifie doubler en dix ans) n'est sans doute pas trop aventureux. Cela n'empêchera pas des années de forte baisse et des périodes de hausse à des rythmes de 20 % par an et plus qu'il faudra savoir saisir.

Lexique

A

Acompte : versement, avant ou après la clôture de l'exercice, d'un avoir sur le dividende des actions d'une société cotée.

Actif net : voir fonds propres.

Action : part dans le capital d'une société dite de capitaux, notamment d'une SA (société anonyme).

Action à dividende prioritaire (ADP) : actions ne donnant pas le droit de vote aux assemblées générales. En contrepartie, elles bénéficient d'un dividende supérieur à celui des actions ordinaires et qui est en général « cumulatif ».

Action gratuite : une société peut distribuer des actions gratuites en représentation d'une augmentation de capital par incorporation de réserves.

Action à droit de vote double : les statuts d'une société peuvent prévoir un droit de vote double pour les actions nominatives détenues depuis plus de deux ans.

Actualisation : Calcul qui vise à déterminer (en fonction des taux d'intérêt prévalant sur le marché) la « valeur actuelle » de flux financiers futurs (coupons, primes de remboursement, dividendes, bénéfices, ...) pour comparer des placements de types différents.

À découvert : situation de l'opérateur qui a vendu des titres qu'il ne possède pas en portefeuille dans le but de les racheter à un cours plus bas de façon à réaliser un bénéfice.

Agence de notation : les émetteurs et leurs émissions (on parle aussi de leur signature) sont crédités d'une note (en anglais rating) par des agences de notation spécialisées. Les notes s'étagent de AAA (les meilleurs) à C ou D.

Ajustement : calculs permettant de comparer une série de cours, de dividendes ou de bénéfices par action pour tenir compte d'opérations sur le capital.

À la monnaie : voir parité.

Alternext : marché non réglementé mais régulé intermédiaire entre le marché officiel Eurolist et le marché libre.

Amortissement :

- au bilan, somme nécessaire pour renouveler chaque année les moyens de production.
- **Pour les obligations** : opération d'extinction de la dette obligataire par remboursement des titres. Le remboursement *in fine* (en une seule fois à l'échéance) est la formule la plus pratiquée.

Amortissement anticipé : cette clause permet à l'émetteur d'amortir son emprunt par avance. Cela peut se faire par remboursement, par rachat en Bourse, ou par OPA ou OPE.

Appel de marge : sur les marchés à terme, quand la couverture (ou dépôt) devient insuffisante en raison d'une baisse de cours, la couverture doit être complétée : c'est le but de l'appel de marge.

Application : cession entre deux grands investisseurs d'un paquet de titres qui peut s'effectuer en Bourse ou en dehors du marché, mais au cours coté en Bourse le jour de la transaction. Il

s'agit de l'application d'un ordre d'achat à un ordre de vente, les deux ordres ayant été mis en harmonie au préalable.

Arbitrage : vendre une valeur et la remplacer par une autre présentant un meilleur intérêt. Désigne aussi les opérations auxquelles se livrent certains professionnels, les « arbitragistes », pour effacer en tirant parti les écarts de cours éventuels d'une valeur cotée sur deux marchés. Le mot s'applique aussi, pour les marchés à terme de contrats, d'indices ou d'options, aux opérations qui consistent par exemple à vendre le contrat ou l'option pour acheter le marché « physique », c'est-à-dire les valeurs correspondantes (ou le contraire).

Assemblées générales : réunions au cours desquelles sont soumis aux actionnaires le rapport et les comptes annuels (assemblées ordinaires) ou tout projet de modification des statuts, comme les augmentations de capital (assemblées extraordinaires).

Assimilation : afin de créer des lignes à forte capitalisation, certaines émissions d'obligations sont assimilées à des précédentes, bien sûr du même émetteur. Des ajustements de jouissance ou de prix d'émission permettent de « caler » le taux actuariel au taux du marché. C'est la technique utilisée notamment par l'État pour ses obligations assimilables du Trésor.

At the money (« à la monnaie ») : voir parité.

Autocontrôle : situation dans laquelle une société est directement ou indirectement son propre actionnaire. Depuis le 1^{er} juillet 1991, les actions ainsi détenues ont perdu leur droit de vote aux assemblées.

Avis d'opéré : document qui avise le client que son ordre a été exécuté.

B

Balo : bulletin d'annonces légales obligatoires, annexe du journal officiel. Publie pour les sociétés cotées les informations auxquelles elles sont tenues : convocation d'assemblées, augmentation de capital, résultats semestriels, bilan annuel,...

Bénéfice net : solde positif du compte de résultat qui peut être distribué aux actionnaires et au personnel.

Bénéfice net courant : C'est le bénéfice net recalculé par les analystes financiers après élimination de tous les éléments exceptionnels et « retraitement », c'est-à-dire réintégration au moins partielle des provisions ou des amortissements effectués au-delà du niveau couramment admis.

Bilan : inventaire en fin d'exercice de ce que possède une société (actif) et de ce qu'elle doit (passif).

Black and Scholes : méthode mathématique mise au point en 1972 par F. Black et M. Scholes pour calculer la valeur théorique d'une option.

Bloc : échange d'un gros paquet d'actions ou d'obligations entre deux investisseurs en Bourse ou hors Bourse.

BN : Bénéfice net.

BNPA : Bénéfice net par action.

BNPG : Bénéfice net part du groupe. Partie du bénéfice qui revient aux actionnaires après exclusion de la part qui est la propriété des intérêts minoritaires présents dans les filiales consolidées qui ne sont pas détenues à 100 %.

Bon de souscription (ou warrant) : ce bon permet de souscrire à des conditions fixées à l'avance à des obligations (bon de souscription d'obligations) ou à des actions nouvelles (bons de souscription d'actions).

Bon d'options : c'est le nom officiel des warrants émis par les banques. Il s'agit d'options d'achat (analogues aux bons de souscription) ou de vente.

Broker : équivalent des sociétés de Bourse sur les Bourses de New York et de Londres.

BSA : Bon de souscription d'action.

C

CA : Chiffre d'affaires.

CAC 40 : indice de la Bourse de Paris, établi par Euronext, base 1000 au 31/12/87, qui porte sur les 40 plus grandes ou plus représentatives sociétés françaises cotées. CAC signifie cotation assistée en continu (avant, Cie des agents de change).

CAF : Capacité d'autofinancement. Correspond au Cash flow.

Call : option d'achat (en anglais).

Capitalisation boursière : estimation d'une société en Bourse, calculée en multipliant le nombre d'actions formant le capital par le cours de Bourse. On peut calculer aussi la capitalisation boursière de l'ensemble des sociétés cotées sur une place ou de toutes les obligations cotées par exemple à Paris, évaluées à leur cours de Bourse.

Cappé : certificat indexé qui permet d'être gagnant si le sous-jacent se maintient entre une borne haute et une borne basse.

Capitaliser : signifie que le cours de Bourse compte un certain nombre de fois un paramètre important d'une société. Exemple : l'action X capitalise six fois son bénéfice net.

Capitaux permanents : ensemble des fonds propres et des dettes à long terme.

Cash flow : représente le bénéfice brut après impôt, c'est-à-dire, le bénéfice net, les amortissements et certaines provisions. Également appelé capacité (ou marge brute) d'autofinancement.

CB : Capitalisation boursière.

Centime : s'applique aux variations de taux ou de cours sur le marché des obligations. Exemple : un taux qui passe de 6,76 % à 6,79 % monte de 3 centimes (on parle aussi de points de base). Un cours qui passe de 98,35 à 98,70 gagne 35 centimes.

Certificat d'investissement : titre émis par un établissement public, une entreprise nationale, une société privée ou un organisme à caractère coopératif. Le certificat a toutes les caractéristiques de l'action (dividende, propriété des actifs) sauf le droit de vote. On distingue les certificats d'investissement privilégiés, CIP, qui donnent droit à un dividende prioritaire, supérieur à celui de l'action.

Certificat de valeur garantie : remis à des actionnaires qui ont apporté leurs titres à une offre, ces certificats les garantissent, dans certaines limites, contre une baisse du titre qui leur a été remis.

Certificat indexé : dépend de l'évolution d'un panier de valeurs ou d'un indice. Ce placement collectif a une durée de vie limitée et place son acquéreur dans la situation d'un acheteur direct du panier ou de l'indice. Il existe aussi des certificats proches des warrants.

CF : Cash flow. En français capacité d'autofinancement ou marge brute d'autofinancement.

CFD : Contracts For Difference. Permettent de jouer à la hausse ou à la baisse (sur les actions, les devises, les indices, les matières premières) comme sur le SRD, mais avec un effet de levier plus fort grâce à une couverture plus faible (10 % en général). Exige un compte spécial. Marché ouvert 24h/24, 6 jours/7 (fermé le samedi).

Classe : Ensemble de séries d'options d'achat ou de vente portant sur une même valeur.

Classiques (obligations) : on pourrait aussi les appeler obligations « normales ». Ce sont celles qui ont un taux fixe et un tableau d'amortissement connu. Elles se distinguent des obligations convertibles, à taux variable, à bons de souscription, indexées...

Club d'investissement (CI) : association de vingt membres au maximum (cinq au minimum) investissant chaque mois une certaine somme et bénéficiant de la transparence fiscale.

Comptes consolidés : une société cotée possédant des filiales doit publier des comptes qui intègrent ceux de la société mère et ceux des filiales (en totalité ou proportionnellement au taux de participation pour les filiales contrôlées à plus de 50 %, et par équivalence pour celles contrôlées de 20 % à 50 %).

Convertibles : obligations comprenant un droit de conversion (utilisable une seule fois) en actions de la société émettrice ou d'une société du groupe, suivant les modalités prévues au contrat d'émission.

Corbeille : lieu où les ex-agents de change cotaient personnellement un certain nombre de grandes valeurs françaises.

Cotation des obligations : elles sont cotées au pied du coupon et en pourcentage :

- *Au pied du coupon* : cela veut dire coupon couru déduit. La fraction du coupon couru à rajouter au cours en pourcentage est calculée tous les jours et inscrite à la cote officielle ;
- *En pourcentage* : toutes les valeurs nominales sont ramenées à une même base 100. Cela rend plus facile les comparaisons entre des titres de valeurs nominales différentes.

Coupon : synonyme de dividende ou d'intérêt d'une obligation. Avant la dématérialisation des titres, le coupon était une partie détachable d'un titre de valeur mobilière donnant droit à un intérêt ou un dividende.

Coupon couru : fraction du coupon acquise depuis la dernière échéance.

Courtage : rémunération des sociétés de Bourse et des banques pour l'exécution des opérations boursières. Son montant est perçu à la vente ou à l'achat. Tous les courtages sont majorés de la TVA.

Couverture : dépôt de garantie d'une opération à terme. On parle aussi de dépôt.

Cumulatif (dividende) : si la société a été incapable de verser le dividende, elle devra, quand sa situation se sera rétablie, payer en priorité les dividendes cumulatifs qu'elle a dû supprimer. Le retard est donc comblé.

D

Dans la monnaie : voir *in the money*.

Décote : écart entre la valeur réelle ou théorique d'un titre et son cours de Bourse quand ce dernier est inférieur à la première. **Inverse** : surcote.

Devans (en) : dans la monnaie (voir *in the money*).

Dehors (en) : voir *out the money*.

Délai de recouvrement : exprimé en années, représente le délai nécessaire pour récupérer sa mise en égalisant le cours actuel au flux des bénéfices futurs actualisés.

Delta : Paramètre utilisé sur les marchés d'options ou de warrants, pour évaluer une position. Il mesure la variation de la prime pour une fluctuation d'un point du support.

Demandes réduites : quand il y a trop de demandes, un cours unique est établi, une partie des demandes étant exécutée. Quand il est impossible de coter, un cours indicatif « demandé » est mentionné à la cote, aucune transaction n'ayant eu lieu.

Démembré : emprunt dont le principal et chaque coupon sont séparés pour être cotés de manière distincte et pour donner naissance à autant d'emprunts à coupon zéro.

Déport : intérêt reçu par un opérateur qui prête ses titres au vendeur à découvert qui reporte sa position dans le cas où la position vendeur est supérieure à la position acheteur.

Déposit : synonyme de couverture, utilisé notamment sur les marchés de « futures ».

Dérivé : on parle de marché dérivé pour désigner les « futures ». Ces contrats dérivent d'obligations ou d'actions (par exemple pour le contrat sur l'indice CAC 40). Les options dérivent de l'action sous-jacente. Les bons de souscription et les options peuvent être considérés comme des dérivés des actions correspondantes.

Dilution : diminution arithmétique du bénéfice ou du dividende par action à la suite soit de l'augmentation du nombre d'actions soit de la création d'obligations convertibles, ou de bons de souscription. Dans ces deux dernières cas, on parle de dilution virtuelle.

Discount : certificat indexé qui permet de s'intéresser à une action avec un rabais, mais, en contrepartie, le gain potentiel est plafonné.

Dividende : revenu d'une action.

Dow Jones : indice boursier le plus connu de la Bourse de New York. Il repose sur 30 grandes valeurs industrielles.

DR : A un double sens : délai de recouvrement et demandes réduites.

Droit d'attribution : droit négociable détaché d'une action lors d'une attribution d'actions gratuites.

Droit de souscription : droit négociable détaché d'une action lors d'une émission d'actions contre espèces.

Duration : dans le jargon financier, synonyme de durée d'un emprunt.

E

EBE : Excédent brut d'exploitation. C'est le bénéfice « brut de brut », avant amortissements, provisions, frais financiers, impôt et écritures exceptionnelles. Il est égal à l'ensemble des recettes diminué des dépenses d'exploitation (hors amortissements).

EBIT : Résultat d'exploitation pour les anglo-américains. Signifie *earning before interests and taxes*.

EBITDA : EBE pour les Anglo-Américains. Signifie *earning before interests, taxes, depreciation and amortization*.

Écart : voir spread.

Effet de levier :

- S'applique aux résultats d'une société quand un élément (disparition du déficit d'une filiale, vente d'un nouveau produit, réduction des frais financiers...) aura un effet plus que proportionnel sur le montant global des profits.
- S'utilise pour dire que le cours d'un titre a des chances de monter ou de baisser plus fortement que celui d'un autre titre (ou indice) qui lui sert de support. Exemple : bons de souscription, bons d'option,....

Émetteur : désigne les sociétés qui font coter leurs actions et leurs obligations et les autres organismes (État, collectivités publiques, ...) qui lancent des emprunts.

Émission (période d') : délai pendant lequel s'effectue le placement des obligations ou d'une augmentation de capital.

Entreprises de services en investissement : sont habilitées à négocier les valeurs. Les sociétés de bourse en sont les principales représentantes.

EPS : *Earning per share*. C'est le BPA en anglais.

Euribor : Taux de référence calculé sur la moyenne des taux proposés par un grand nombre d'établissements pour une douzaine d'échéances. La plus importante est celle à trois mois appliquée à de nombreuses opérations.

Euroclear : voir Sicovam.

Eurolist : cote unique alphabétique qui a rassemblé le premier marché, second marché et nouveau marché. Constitue le marché officiel rebaptisé Euronext.

Euronext : entreprise de marché qui englobe les marchés de Paris, Amsterdam, Lisbonne et Bruxelles. A pris la suite de la SBF ParisBourse. Assure le fonctionnement quotidien et le développement de la Bourse. A fusionné avec le New York Stock Exchange.

Euronext.liffe : ensemble des contrats à terme et des options d'Euronext basé à Londres depuis le rachat du liffe britannique.

F

Fenêtres (emprunts à) : il s'agit d'emprunts de durée généralement élevée qui comportent des clauses de remboursement anticipé, au gré du porteur ou de l'émetteur, à des prix variables déterminés lors de l'émission.

Fixage (fixing) : fixation d'un cours une fois ou deux dans la journée par opposition au marché continu.

Fonds communs de placement (FCP) :

- Organismes chargés de la gestion des fonds constitués dans le cadre de l'intéressement et de la participation aux fruits de l'expansion.
- Portefeuille de valeurs mobilières en copropriété gérés par une banque, une société de bourse ou un établissement financier. Font partie des OPCVM.

Fonds propres : capitaux permanents comprenant le capital et les réserves mais non les dettes à long terme. On dit aussi actif net bien qu'il existe quelques différences théoriques entre les deux notions.

Fonds d'État : ce sont les emprunts émis par l'État. Aujourd'hui, en France, ils sont représentés essentiellement par les obligations assimilables du Trésor.

Fonds de roulement net : actif circulant moins dettes à court terme.

Fonds d'investissement : on en distingue plusieurs catégories : fonds de pension ou de retraite, hedge funds, fonds de capital investissement (Private Equity) qui achètent des entreprises avec un fort endettement (effet levier du LBO) pour les revendre quelques années après.

Futures : désigne les contrats à terme sur des indices mais aussi des devises, des matières premières.

G

Garantie : certains emprunts bénéficient d'une garantie extérieure à l'émetteur lui-même. La garantie la plus connue est celle de l'État, mais on trouve aussi par exemple des garanties de sociétés mères pour des entreprises industrielles.

H

Hedge Funds : fonds d'investissement recherchant la performance maximum par le recours à des techniques comme les options et par une spéculation tous azimuts (matières premières, emprunts à risques...)

Hors-cote : ensemble des valeurs non admises au marché officiel. A disparu le 2 juillet 1998. Remplacé par le marché libre.

Hors de la monnaie : voir *out the money*.

I

Indexées : ces obligations ont la particularité d'avoir leurs coupons et/ou leurs prix de remboursement indexés en totalité ou en partie sur une base de référence (un minimum étant garanti contractuellement). Seul l'État peut désormais recourir à de telles émissions avec les OAT indexées sur l'indice des prix dites OATi.

In fine : remboursement d'un emprunt en bloc à l'échéance (voir amortissement).

Initiés : personnes physiques ou morales bénéficiant, de par leur fonction ou leur activité, d'informations confidentielles. Elles tombent sous le coup d'un délit d'initié si ces informations sont utilisées en Bourse.

Intérêt : somme que l'émetteur s'est engagé à verser chaque année au détenteur de l'obligation (voir coupon).

Intérêt statutaire : les actionnaires ont droit en général à un premier dividende appelé intérêt statutaire, représentant le plus souvent 5 % à 6 % du nominal de l'action.

In the money : Une option est dite « in the money », ou « dans la monnaie », si le prix du support (indice, action, ...) aujourd'hui est supérieur dans le cas d'un call (option d'achat), ou inférieur dans le cas d'un put (option de vente), au prix d'exercice. Une option « in the money » possède une valeur intrinsèque.

Introduction : entrée d'une nouvelle valeur en Bourse.

Investisseurs institutionnels : les plus gros opérateurs en **Bourse** : Caisse des Dépôts, compagnies d'assurance, mutuelles, OPCVM (SICAV et fonds communs de placement), fonds de retraites, fonds de pension américains...

J

Jouissance : capacité d'un actionnaire ou d'un porteur d'obligation d'avoir droit à une rémunération de son capital sous forme de dividende ou d'intérêt.

L

Lever : prendre possession d'un titre acheté en SRD ou exercer l'option prévue (options).

LIBOR : *London Interbank Offered Rate*. Équivalent londonien de l'EURIBOR.

Limite : cours fixé lorsque l'on passe un ordre en Bourse

Liquidation : au cours de la cinquième séance avant la fin de chaque mois, les opérations à terme SRD sont dénouées.

Livrer : le vendeur s'engage à livrer les titres vendus.

LBO (*leverage buy out*) : mécanisme de rachat d'une entreprise avec un apport minime de fonds propres et un recours important à l'emprunt financé par l'entreprise. Souvent pratiqué pour le rachat d'une entreprise par ses salariés (RES).

M

Marché continu : les opérateurs peuvent intervenir toute la journée et de n'importe où, grâce à l'organisation informatique du marché.

Marché gris : désigne les transactions effectuées entre des établissements financiers avant la cotation officielle d'un titre.

Marché libre : marché non officiel créé par Euronext pour accueillir de petites sociétés qui veulent faire une carrière boursière sans accéder à un marché officiel pour lequel elles peuvent ne pas remplir les conditions requises.

Marché primaire : c'est le marché des émissions de titres (marché du neuf).

Marché secondaire : c'est le marché où se négocient et s'échangent les titres en Bourse (marché de l'occasion).

Marge bénéficiaire : c'est le rapport en pourcentage entre le bénéfice et le chiffre d'affaires.

Maturité : dans le jargon financier, synonyme d'échéance pour les obligations, les options et warrants.

MBA : Marge brute d'autofinancement. Tombe en désuétude au profit de la CAF. La différence entre les deux est la suivante : la MBA comprend les plus ou moins-values de cession que ne retient pas la CAF qui, en revanche, intègre toutes les provisions y compris celles n'ayant pas le caractère de réserve.

Monep : marché des options négociables de Paris. Aujourd'hui partie intégrante d'Euronext.liffe.

N

Nominal : fraction du capital représentée par une action. Pour les obligations, représente, ramenée à une seule coupure, la somme empruntée par l'émetteur. Le nominal est égal au montant de l'emprunt divisé par le nombre d'obligations ou pour les actions au montant du capital divisé par le nombre d'actions. Toutes les actions d'une société ont le même nominal.

Nominatif : valeurs mobilières inscrites sur les registres de la société au nom de son propriétaire par opposition aux titres au porteur.

Notation : voir agence de notation.

Nouveau marché: Inspiré par l'exemple américain du NASDAQ, il était en principe destiné à des entreprises jeunes en forte croissance appartenant en général à des activités de technique avancée. Il a été intégré dans la cote unique Eurolist.

O

OAT (Obligation assimilable du Trésor): émissions d'État. Chaque tranche émise est assimilée pour la durée restant à courir aux tranches précédentes de même taux nominal, l'ajustement se faisant par le prix d'émission.

Obligation: titre négociable représentatif d'une partie d'un emprunt à long terme consenti à une collectivité émettrice. Il confère à son détenteur un droit de créance productif d'intérêts.

OBSA: Obligation à bon de souscription d'action.

OBSO: Obligation à bon de souscription d'obligation.

OC: Obligation convertible.

OCBSA: Obligation convertible à bon de souscription d'action.

OCBSAR: Obligation convertible à bon de souscription d'action remboursable.

Océane: obligation à option de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes. L'obligation peut soit être transformée à l'échéance en une action à créer, soit en une action existante détenue par la société.

Offres réduites: s'il y a trop d'ordres de vente, un cours unique est établi, seule une partie des offres étant alors exécutée. S'il est impossible de coter, un cours indicatif offert est mentionné à la cote.

OPA: offre publique d'achat. Opération lancée par une société pour prendre le contrôle d'une autre affaire par rachat des actions à un cours plus élevé que le dernier cours de la Bourse.

OPCVM: Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières. Ce sont les Sicav et les fonds communs de placement (FCP).

OPE: Offre publique d'échange. OPA où la monnaie d'échange est constituée par des titres et non par des espèces.

OPF: Offre à prix ferme (ex-OPV). Opération par laquelle un ou plusieurs actionnaires s'engagent à céder une quantité de titres déterminée à un prix ferme et définitif. Cette procédure est souvent utilisée pour les introductions en Bourse.

OPO: Offre à prix ouvert. Organisée parallèlement à un placement préalable, elle est destinée à permettre à tous les actionnaires individuels de participer à l'opération.

OPR: Offre publique de retrait. Proposition faite par l'actionnaire majoritaire de racheter les actions des actionnaires minoritaires.

OPRA: Offre publique de rachat d'action. Une société propose de racheter à un prix déterminé une partie de son capital.

Option: droit d'acheter et de vendre à une échéance déterminée une action ou tout autre actif financier à un prix fixé à l'avance.

OPV: Offre publique de vente, rebaptisée offre à prix ferme (OPF).

OR: Offre réduite.

ORA: Obligation remboursable en action.

Out of the money : Une option est dite « out of the money », ou « hors de la monnaie », si le prix du support (indice, action,...) aujourd'hui est inférieur dans le cas d'un call (option d'achat), ou supérieur dans le cas d'un put (option de vente), au prix d'exercice.

P

Pair : synonyme de nominal. Dire qu'une valeur cote au pair signifie que son cours se confond avec son nominal. Elle peut aussi coter au-dessous ou au-dessus du pair, ce qui est le cas le plus fréquent pour les actions.

Parité : On parle de parité quand un titre cote exactement le prix que lui assigne sa parité d'échange définie par les clauses de cet échange. Pour une option, elle est à parité (« at the money » ou à la monnaie) lorsque le cours du titre support est égal au prix d'exercice. Désigne aussi le rapport d'échange entre deux actions, notamment en cas de fusion.

Part de fondateur : en voie de disparition. Titres remis à la création d'une société pour rémunérer la contribution autre que financière des fondateurs.

Part bénéficiaire : titre de même nature que la part de fondateur, mais remis aux actionnaires durant la vie de la société.

PDG : Président-directeur général, mais aussi part du groupe. Voir BNPG.

PER : Price earning ratio (voir rapport cours-bénéfice).

Physique (marché) : s'oppose au marché à terme sur des contrats. Désigne par exemple les valeurs qui constituent l'indice pour les contrats sur indice CAC 40.

Plan d'Épargne en actions (PEA) : Permet de constituer un portefeuille d'actions françaises et depuis 2002 d'actions de sociétés de l'Union européenne en franchise d'impôt sur le revenu et sur les plus-values. Mais la CSG et la CRDS frappent désormais le PEA.

Point de base : correspond aux centimes (voir ce mot) de variation de taux d'intérêt.

POR : *Pay out ratio*. C'est le taux de distribution des bénéfices, c'est-à-dire le pourcentage de ces derniers qui est consacré au paiement du dividende.

Prélèvement libératoire : les personnes physiques domiciliées en France peuvent opter en ce qui concerne les revenus d'obligations non indexées pour un prélèvement forfaitaire porté désormais à 30,1 %, qui les dispense de toute autre imposition.

Premium : voir prime.

Price Earning Ratio (PER) : voir rapport cours-bénéfice.

Prime (premium) : Sur le Monep, prix d'une option convenu entre l'acheteur et le vendeur.

Prime de risque : mesure théorique du risque inclus dans le niveau moyen des cours des actions (mesuré par l'inverse du rapport Cours/Bénéfice du marché) par référence au niveau moyen des cours des obligations (mesuré par la rendement des obligations long terme). Plus l'écart est grand, plus le marché des actions est réputé cher.

Prime d'émission : écart entre la valeur nominale et le prix d'émission d'une action ou d'une obligation.

Prime de remboursement : écart entre le prix d'émission et le prix de remboursement d'une obligation. Pour le fisc, il s'agit de la différence entre le prix d'achat et le prix de remboursement.

Private Equity : capital investissement en français (voir Fonds d'investissements).

Prix d'émission : prix auquel une action ou une obligation est offerte au souscripteur lors de son émission.

Prix d'exercice : Prix auquel le détenteur d'une option ou d'un bon de souscription peut acheter (option d'achat) ou vendre (option de vente) le titre-support.

Prix de remboursement : montant versé au détenteur d'obligations lors du remboursement du titre. Ce montant peut se décomposer en deux parties : le nominal de l'obligation et éventuellement la prime de remboursement.

Profit warning : avertissement que publie une société pour indiquer que ses résultats seront moins bons que ce qui était attendu.

Prorogation : synonyme de report. Le terme est devenu officiel sur le SRD.

Put : option de vente (en anglais).

Q

Quorum : part minimum du capital qui doit être présente ou représentée à une assemblée d'actionnaires ou d'obligataires pour qu'elle délibère valablement.

Quotité : multiple de titres minimum pour une négociation, longtemps exigé sur le défunt règlement mensuel. S'applique encore aux options et warrants.

R

Rachat : si cela est prévu au contrat d'émission, l'amortissement d'un emprunt peut se faire, soit par remboursement, soit par le rachat d'obligations en Bourse. La fraction maximale des titres rachetés est déterminée dans le contrat.

Rapport cours-bénéfice : rapport entre le cours des actions d'une société et son bénéfice net par action. Price earning ratio (PER) en anglais ou coefficient de capitalisation des résultats (CCR).

Rating : voir agence de notation.

Ratio : rapport utilisé pour apprécier une valeur. Parmi les plus connus, le rapport cours-bénéfice, le rendement, le rapport cours-cash flow.

Réduction : voir demandes réduites ou offres réduites.

Règlement (date de) : c'est la date à laquelle toute souscription doit être réglée.

Règlement immédiat (RI) : désignait les opérations sur des valeurs cotées au marché à règlement mensuel pour lesquelles un dénouement immédiat était demandé au lieu du dénouement normal en liquidation mensuelle.

Règlement mensuel (RM) : marché à terme de la Bourse de Paris sur lequel le dénouement des opérations s'effectuait chaque mois « en liquidation ». Supprimé en 2000.

Relit : système informatique français de règlement-livraison des titres.

Rendement : c'est ce que rapporte une valeur à une date déterminée. Le rendement est fourni par le rapport entre le dernier dividende payé et le cours de Bourse. Pour les obligations, il s'agit en général du rendement actuariel à une date donnée.

Report : possibilité offerte à un investisseur de reporter (on dit aussi proroger) d'un mois son engagement à terme moyennant le paiement d'un intérêt appelé report.

RES : Rachat de l'entreprise par ses salariés.

Retrait obligatoire (en anglais, « squeeze-out ») : opération qui permet aux actionnaires majoritaires d'une société, dont ils détiennent plus de 95 %, d'obliger les actionnaires minoritaires à leur céder leurs titres contre une indemnité. Suscite beaucoup de polémiques.

RI : Règlement immédiat. Disparu avec la suppression du RM.

RM : Règlement mensuel. Remplacé par le SRD.

Rompu : si l'on n'a pas le nombre exact de droits de souscription ou d'attribution, il reste des « rompus » : des droits qui doivent être vendus ou complétés pour avoir le nombre d'actions correspondant à une souscription ou à une distribution de titres gratuits. En cas de fusion ou d'échange d'actions, désigne les titres en surplus par rapport à la parité.

S

Second marché : Était destiné à recevoir en principe des entreprises jeunes ou de taille relativement réduite. A été intégré dans la cote unifiée Eurolist.

Sensibilité aux variations de taux : donné en pourcentage du cours, c'est un coefficient d'évolution prévisible du cours d'une obligation pour une variation d'un point du taux d'intérêt. Exemple : une obligation cotant 92 et ayant une sensibilité de 5 % verra son cours monter à 96,60 % si les taux d'intérêt baissent d'un point par exemple de 4 à 3 %.

Service de règlement différé (SRD) : s'est substitué au RM. Permet d'effectuer des transactions à terme sur les valeurs éligibles à ce service.

Seuil de participation : toute personne ou société venant à posséder plus de 1/20, 1/10, 1/5, 1/3, 2/3 du capital d'une société cotée doit prévenir dans les 5 jours l'AMF (réglementation des OPA). Ces seuils se calculent en fait en pourcentage des droits de vote.

Sicav : société d'investissement à capital variable. Ces sociétés d'investissement ouvertes gèrent des portefeuilles collectifs, les souscripteurs pouvant entrer et sortir à tout moment.

Sicovam : société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières. Devenue Euroclear. Les sociétés de Bourse et les banques y sont affiliées. Sert de caisse centrale de dépôt et de virement des titres entre intermédiaires.

Sociétés de Bourse : ex-agents de change. Négocient les valeurs sur le marché officiel. Leur nouveau statut est celui d'entreprise de service en investissement « membre du marché ».

Souche : désigne, notamment pour les OAT, l'emprunt de base auquel sont ajoutées de nouvelles émissions par assimilation.

Sous-jacent : adjectif qui s'applique à un actif ou à un titre sur lequel existent soit des options, soit des bons de souscription, soit des contrats à terme, soit des trackers.

Spread (ou écart) :

- il s'agit, pour les obligations à taux variable ou flottant, de l'écart entre le coupon payé et le taux de référence. Il peut être positif ou négatif, exprimé en valeur absolue ou en pourcentage. Par exemple, si un emprunt est lancé au taux du 6 mois + 0,5 %, on dit que le spread est de 0,5 %.
- Le terme s'applique aussi pour les taux à l'émission des emprunteurs autres que l'État qui doivent proposer un taux d'intérêt supérieur à l'obligation assimilable du Trésor de même caractéristique, qui sera dite de référence.

Squeeze-out : voir retrait obligatoire.

SRD : voir service de règlement différé.

Stellage : Achat simultané d'une option d'achat et d'une option de vente de même échéance et de même prix d'exercice.

Stock option : options d'achat de ses actions consenties par une société à ses salariés. Trop souvent réservées aux cadres supérieurs, ont donné lieu à des excès et font l'objet de polémiques.

Subprime : prêts immobiliers consentis à des ménages peu solvables aux États-Unis. À l'origine d'une crise financière en 2007.

Support : utilisé comme synonyme de sous-jacent.

Surcote : écart entre la valeur réelle ou théorique d'un titre et son cours de Bourse quand ce dernier est supérieur à la première.

Survaleur ou écart d'acquisition ou « goodwill » : écart entre le coût d'acquisition d'une société et la valeur globale des capitaux propres de celle-ci.

T

Taux : il existe plusieurs notions de taux :

- *Taux nominal (ou facial)* : appliqué à la valeur nominale de l'emprunt, détermine l'intérêt que l'emprunteur devra payer au porteur de l'obligation sous forme de coupon.
- *Taux actuariel* : taux de rendement véritable du placement. Son calcul utilise la méthode des intérêts composés et tient compte de toutes les modalités de l'émission : intérêt, prime d'émission, prix de remboursement, durée de vie, ... Le calcul de ce taux sous-entend que le porteur conservera son titre jusqu'à la fin.

Taux fixe : obligations dont les coupons sont connus avec exactitude jusqu'à l'échéance finale. Cela permet de calculer le rendement offert, par opposition aux obligations à taux variable.

Taux flottant : voir dans taux variable.

Taux variable : toute obligation dont le montant des coupons futurs est lié à une référence et n'est pas connu avec exactitude.

On dénombre aujourd'hui de nombreuses catégories en fonction de leur indice de référence et de leur mécanisme. Les titres à taux flottant diffèrent des obligations à taux variable par le fait que leur coupon, bien qu'indexé lui aussi, est connu à l'avance. Cela tient au fait que la période de référence choisie est plus éloignée dans le passé que celle retenue pour les emprunts à taux variable. Ainsi, il est possible d'annoncer le montant du coupon couru de manière certaine. Par ailleurs, le coupon peut être déterminé pour 6 mois, une ou plusieurs années.

Terme : opération d'achat ou de vente dont le règlement et la livraison des titres interviennent en fin de mois (liquidation) par opposition aux opérations au comptant. S'effectue aujourd'hui en SRD.

Titres participatifs : destinés au financement des sociétés du secteur public et coopératives. Leur rémunération se compose toujours d'une partie obligataire (taux fixe ou variable) et d'une partie indexée sur l'activité de l'émetteur (chiffre d'affaires, bénéfices, ...). Ces titres bénéficient de la fiscalité des obligations. Il n'est pas envisagé en général de remboursement, ce qui leur confère le caractère de rente. Bien souvent, il est prévu un taux minimal et un taux maximal (ex : 65 % et 135 % du TMO).

Titrisation : opération qui consiste pour une banque à placer les créances dont elle dispose dans des fonds qu'elle vend à des investisseurs.

Trackers : placement collectif proche des SICAV mais coté en Bourse et dont la composition du porte-feuille demeure immuable. Certains revêtent un aspect spéculatif.

Turbo : certificat indexé doté d'un effet de levier (il progresse par exemple 2 fois plus que le sous-jacent), mais il perd toute valeur si ce sous-jacent baisse en-dessous d'un certain niveau.

V

Valeur de croissance : action d'une société qui exerce son activité dans un secteur en forte croissance.

Valeur d'entreprise : c'est l'addition de la capitalisation boursière et de l'endettement net d'une société. Elle correspond à la totalité du capital avec lequel travaille une entreprise, les fonds propres étant évalués au cours de bourse.

Valeur intrinsèque ou arithmétique : Valeur qu'aurait une option ou un bon de souscription si l'échéance était le jour même.

Valeur nominale : voir nominal

Valeur liquidative (ou « valeur à casser ») : valeur intrinsèque d'une affaire dans l'hypothèse où l'on réaliserait d'un coup ses actifs. Au bilan, cette valeur à casser est donnée par la situation nette au passif. L'actif net réel peut avoir une valeur bien supérieure.

Valeur de retournement : action d'une société en cours de redressement ou pour laquelle on anticipe la sortie d'une mauvaise situation.

Valeur temps : C'est la différence entre le prix d'une option ou d'un bon de souscription et sa valeur intrinsèque. Elle diminue avec le temps et s'annule à l'échéance.

W

Warrant : voir bon de souscription. Le terme s'applique de plus en plus aux bons d'option (voir ce mot) émis par des banques par opposition aux bons de souscription émis par les sociétés.

Z

Zéro ou coupon zéro : obligation pour laquelle il n'est pas prévu de paiement d'intérêt. Le revenu provient de la différence entre le prix d'émission et le prix de remboursement.

Index

A

Abattement fiscal, 197-200
Action, 63
Action à dividende prioritaire, 36, 66, 291
Action gratuite 169
Actualisation, 84, 291
Agence de notation, 291, 298
Ajustement, 175, 284, 291
Allocation d'actif, 247
Alternative (gestion), 112
Alternext 49, 160
AMF, 17, 41
Analyse financière, 87, 139, 264
Analyse graphique, 275, 281
Assemblée générale, 100, 147
Augmentation de capital, 95, 100, 138
Avis d'opéré, 35, 40
Avoir fiscal, 196

B

Bénéfice (influence sur la Bourse), 217
Bénéfices (répartition des), 149
Bilan, 96, 235, 255
Bon de souscription, 82
Bon d'option, 117

C

Capitalisation boursière, 64, 138, 139, 264, 267
Cash flow, 87, 253, 260
Certificats (indexés), 129, 132, 135
Certificat d'investissement, 36, 66
Club d'investissement, 293
Compensation (cours de), 57

Comptant, 56, 140, 204
Compte d'exploitation, 151, 253
Convertible (obligation), 84, 86, 90
Cote, 137, 249
Coupon couru, 70, 76-77, 79, 94, 140
Cours de référence, 31, 59
Courtage, 45, 122, 188-189
Couverture, 56, 122, 242

D

Décote, 94
Découvert (à), 51, 54, 122
Délai de recouvrement, 88, 272-274, 294
Dividende, 63, 138
Dividende cumulatif, 65
Droit d'attribution, 58, 168, 170-171
Droit de souscription, 138, 168, 171, 173, 295
Droits de garde, 188, 194, 209

E

Écart, 30, 73, 126
Effet de levier, 56-57, 111, 116, 127, 223, 269
Excédent brut d'exploitation, 253, 263-264, 267-268
Euro, 16, 18, 234
Euronext, 22, 41-42, 137, 166, 189, 233

F

Fixage, 26, 28, 77, 138
Fonds communs de placement, 105, 106, 113, 201, 212, 296
Fonds d'État, 73-74, 77, 140, 189, 296
Frais de bourse, 172-173, 190

I

Imposition, 80, 99, 114
Impôt de bourse, 188-190
Indexation, 81, 96, 110
Indices, 137, 139, 141
Indicielle (gestion), 106, 110
Intermédiaires, 44, 75, 120, 188
Internationalisation, 18, 234, 283
Internet, 36-37
Introduction, 159, 162

J

Jouissance, 64, 72, 150, 172

L

Limite, 22, 38, 85
Liquidation, 52, 55, 146, 150, 166
Liquidités, 111, 210, 212, 219, 226
Londres, 17, 50, 100-101, 104, 145

M

Marché continu, 18, 26, 28, 32
Marché libre, 139, 159, 161
Marge bénéficiaire, 298

N

Nasdaq, 46, 144, 230, 235, 237
New York, 19, 98, 101, 143, 230, 235
Nominatif (Titre) 69, 213
Notation, 74

O

OAT, 33, 73-74, 299
Obligation, 70, 71, 73, 86, 90, 140, 146, 152
Océane (obligation), 96, 299

OPA, 43, 149, 178, 232, 270
OPCVM, 106, 110, 297, 299
OPE, 43, 164, 178-179, 291, 299
OPF, 164, 299
OPO, 165
OPR, 178, 183-184
OPRA, 185
Option, 116
Ordres de Bourse, 36
Ouverture d'un compte, 35

P

Placement garanti, 162, 165
Plan d'épargne en actions, 109, 202, 210, 300
Plus-values (imposition), 186, 195-196, 202, 211
Prélèvement libératoire, 80, 196, 209, 300
Price earning ratio, 219, 265, 266
Prime de remboursement, 72, 86, 91, 200, 300
Prime de risque, 222, 300
Prorogation, 57-58

R

Rapport cours-bénéfice, 88, 265-266, 272
Rendement, 70, 72
Rendement actuariel, 84
Report, 55, 57
Retrait obligatoire, 167, 178, 184, 301

S

Sicav, 106, 122, 202, 211
Société de bourse, 35, 69
Spread, 73, 74
SRD, 30, 36, 39, 51, 120
Subordonné (titre), 82
Surcote, 94, 294
Survaleur, 253

T

Tableau des emplois et des ressources, 253
Taux d'intérêt (rôle en Bourse), 60, 70-71, 219-220
Taux (obligations), 71
Taux variable, 71, 80-81
Titrisation, 47, 288
Tokyo, 101, 145, 230, 235, 237
Trackers, 129, 136, 302

V

Valeur actuarielle, 84, 87, 89, 119, 127

Valeur arithmétique, 89, 127

Valeur d'entreprise 264, 267-268, 304

Valeur liquidative, 106, 217, 270, 304

Valeur temps, 118, 127

Volatilité, 89, 116, 127

W

Warrant, 82, 84, 87, 140

Z

Zero (obligation), 80-81

“

Depuis que la Bourse a cessé de monter régulièrement, il est devenu encore plus indispensable de **comprendre les mécanismes de marché**, de **connaître les avantages et les inconvénients des différents types de valeurs**, de **s'imprégner des grands principes de gestion** d'un portefeuille et d'être capable d'**appliquer les meilleures stratégies et tactiques** pour mieux se défendre en période de baisse et profiter des hausses.

C'est l'objectif de cet ouvrage : expliquer simplement les choses compliquées, les mettre à la portée de tout un chacun, éviter le jargon.

Chaque chapitre de ce guide s'ouvre sur un **résumé** qui **permet de prendre connaissance**, d'un coup d'œil, **de l'essentiel du sujet**. Les exemples concrets et les conseils y abondent et chaque chapitre est clos par une rubrique pratique : Les tactiques d'*Investir*.

Grâce à la solide initiation que vous aurez ainsi acquise, vous pourrez vous lancer sur les marchés, **quelle que soit la conjoncture**, et **optimiser au mieux la rentabilité de votre portefeuille**.”

15^e
édition
entièrement
mise à jour