

LES ACTEURS ET LES PRODUITS SUR LES MARCHES D' ACTIONS

- **Définitions**
- **Les acteurs**
- **Les produits**

A) DEFINITIONS

Une action est un titre d'associé dans une société commerciale. Elle est représentative d'une fraction du capital social de cette société. Elle est donc un titre de propriété qui confère à son détenteur les droits et devoirs afférents. Elle est négociable, librement ou sous conditions, de gré à gré ou sur un marché organisé (une bourse).

1) L'action est une créance non remboursable dont les revenus sont incertains

i) Une dette non remboursable ... ou presque

La « sortie » d'un actionnaire de la société – qui provoque le remboursement de ses parts – ne peut se réaliser que

- ✓ Par vente des titres à un autre porteur
- ✓ Ou, rarement, s'il y a dissolution de cette même société.

L'intérêt pour la société d'émettre des actions pour assurer son financement est donc important puisqu'elle acquiert des ressources qu'elle ne remboursera jamais au cours de son existence et qui sont une garantie permanente pour les créanciers.

ii) Un titre dont la valeur et le revenu sont incertains

A la différence de ce qui est prévu pour les obligations et autres titres d'emprunt, ni la valeur de remboursement de l'action (en cas de fin de la société ou de réduction d'une partie du capital social par rachat par la société) ni le revenu qu'en obtient le porteur ne peuvent être fixés à l'avance par la société.

L'une et l'autre dépendent de la valeur de la société au moment de la liquidation des titres ou des revenus financiers qu'elle a réalisés ou accumulés à cette date.

2) Les constituants du droit de propriété

L'action représente au sens plein un droit de propriété. Elle comporte de ce fait trois composantes qui la caractérisent :

i) L'action comporte un droit conjoint de disposer

Le porteur est propriétaire de l'actif net de la société, conjointement aux autres porteurs d'actions. Ce droit de propriété porte sur la globalité de l'actif net et non sur une partie de celui-ci.

- ✓ En cas de dissolution de la société ou de réalisation totale ou partielle de ses actifs, le porteur reçoit la part de l'actif net qui correspond à sa part de propriété.
- ✓ Mais ce droit de disposer est solidaire de celui des autres porteurs et ne peut s'exercer que conjointement avec eux.

Par contre le porteur dispose librement du titre lui-même et peut l'aliéner ou le céder librement, sauf convention particulière comprise dans les statuts ou conclue avec tout ou partie des autres porteurs. C'est le cas quand un pacte d'actionnaires est conclu pour assurer la stabilité et continuité de la gestion de la société.

ii) L'action comporte un droit à revenu

Comme les obligations les actions donnent droit à des revenus de trois types :

- ✓ Elles donnent droit à perception périodique d'un dividende
- ✓ La valeur d'une action change comme celle d'une obligation. Si l'action est négociée en bourse, la plus-value (moins-value) correspond à l'écart des cours d'achat et de vente. Si elle n'est pas inscrite à la cote mais est négociée de gré à gré le revenu est la différence entre deux prix négociés.
- ✓ Enfin la détention d'une action peut être, à certaines occasions, assortie du *droit de souscrire d'autres titres* [Cf. par ailleurs dans cette leçon]. La cession de ce droit ou son exercice sont aussi constitutifs de revenu.

iii) L'action comporte un droit de contrôle sur les décisions concernant l'activité et le patrimoine de la société

C'est la contrepartie de tout ce qui précède :

- le porteur est un associé et il est copropriétaire de la société. Son patrimoine et son revenu dépendent des résultats de la société et donc des choix par les dirigeants au cours des exercices successifs.
- Chaque action porte un droit de contrôle sur les orientations futures de la société et sur les actes de gestion. Ce droit est partie de la propriété. Il s'exerce directement ou est délégué à des surveillants ou des administrateurs.
- C'est un droit difficile à exercer pour les actionnaires porteurs d'une part faible de la propriété car ils sont dispersés et peu à même de faire valoir leurs droits. Par contre ce droit représente un enjeu pour les détenteurs d'une part importante du capital qui peuvent influencer les orientations et la gestion courante de la société.

- Ce droit de contrôle a de ce fait une valeur marchande comme le montrent les conditions dans lesquelles s'effectuent les cessions de blocs d'actions (cf. infra dans cette leçon).

La valeur d'une action s'appuie sur ces différents éléments : la plus ou moins grande facilité avec laquelle elle peut être vendue (disposition), les perspectives de revenu qu'elle offre et la possibilité qu'elle crée de contrôler les décisions affectant la société.

3) Quelques notions de base à propos des actions

L'établissement de la valeur d'une action s'appuie sur deux composantes principales :

- ✓ Des informations sur la situation économique et financière de la société au moment où s'établit l'évaluation. Elles fondent deux types d'information :
 - Sur la valeur de la société en cas de dissolution ou de vente à un autre groupe d'actionnaires d'une part.
 - Sur le revenu qu'elle est en mesure d'engendrer et que les propriétaires se répartiront sous forme de dividende ou garderont en commun pour accroître la valeur de la société.
- ✓ Une prévision des revenus qu'elle apportera dans le futur plus ou moins lointain. Comme les actions ne se remboursent pas les flux futurs de revenus sont les dividendes annuels ou les plus-values (moins-values) réalisées lors des ventes. Hors le prix est lui-même fortement dépendant de l'anticipation faite par les acteurs du marché des flux futurs de revenus...

Quelques notions sont indispensables pour analyser la valeur d'une action.

i) La valeur nominale et le cours

La valeur nominale

C'est la valeur d'origine de l'action, celle qui a été établie par les premiers associés lors de la création de la société. Elle est obtenue en divisant le capital social par le nombre de titres émis, libérés ou non. Elle est exprimée dans la monnaie en cours.

Une société est créée en 1950 avec 1 million de F. de capital social, réparti entre 1000 actions de droits égaux. Chacune des actions a donc une valeur nominale de 1000 F.

Lors du passage des anciens aux nouveaux francs en 1960, la valeur nominale de chaque action a été changée pour correspondre à la nouvelle unité. Son nominal a été fixé à 10 F. A cette date il est peu probable que cette valeur a eu une quelconque correspondance avec la valeur économique de l'action ou avec son cours de bourse.

Lors du passage à l'Euro la valeur nominale a été arrondie et fixée à 1,52€.

A cours du temps la société peut procéder à certaines opérations sur le nominal de l'action :

- ✓ *La valeur nominale peut être élevée* par incorporation des réserves comptables au capital social sans modification du nombre de titres. Le nominal de chaque titre est alors arithmétiquement ajusté.
- ✓ *La valeur nominale peut être réduite* par multiplication du nombre de titres sans accroissement du capital social. Le nominal de chaque titre est ajusté en conséquence. Cette opération est souvent la conséquence d'une volonté de réduire la cours du titre quand elle son niveau élevé fait obstacle à sa liquidité.

La valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque (ou mathématique) d'un titre est calculée à partir d'une valeur économique et financière de la société divisée par le nombre d'actions.

La valeur économique et financière peut être mesurée de différentes façons, et principalement :

- ✓ *Les évaluations comptables construites sur l'actif net comptable corrigé*, accru de la valorisation d'actifs incorporels, d'actifs corporels non acquis par l'entreprise (contrats divers, actifs loués, etc.).
- ✓ *La valeur de liquidation* c'est-à-dire le produit qui peut être attendu d'une cession en bloc ou séparés des actifs dont dispose la société.
- ✓ La valeur représentée par *la capitalisation des flux actualisés de revenus attendus* de l'activité de la société.

Le cours

Quand les actions d'une société sont inscrites à la cote d'un marché organisé, le cours constitue une référence facilement accessible de leur valeur à un moment donné. Sous certaines conditions tenant au fonctionnement des marchés (efficience des marchés, cf. les leçons suivantes), le cours est souvent considéré comme une estimation, à un moment donné, des flux de revenus futurs actualisés attendus de la détention du titre.

Le PBR ou multiple des capitaux propres

Le PBR (Price to Book Ratio) est le rapport entre la valeur boursière et la valeur nominale des capitaux propres. C'est le multiple qu'il faut appliquer à la valeur comptable des capitaux propres pour obtenir la mesure de la richesse accumulée par les actionnaires.

$$\text{PBR} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Capital social comptable}} = \frac{\text{Cours boursier de l'action}}{\text{Valeur nominale de l'action}}$$

ii) **Le bénéfice et le rendement : approche comptable**

Ils sont des indicateurs quantitatifs de la variation de richesse de l'actionnaire. Plusieurs ratios sont couramment utilisés.

Le bénéfice net par action

Il est une traduction – pour chacune des actions détenues – de l'enrichissement de l'actionnaire pendant un exercice comptable. Le bénéfice est réputé revenir aux actionnaires, soit sous la forme de dividende, soit parce qu'il vient accroître les fonds propres.

$$BPA = \frac{\text{Bénéfice net de l'exercice}}{\text{Nombre d'actions}}$$

Le PER

Le Price Earning Ratio est le rapport entre le cours d'une action et le revenu qu'en obtient le porteur. C'est donc l'inverse du bénéfice par action.

$$PER = \frac{\text{Cours de l'action}}{BPA}$$

Le taux de distribution

C'est la part du bénéfice net de l'exercice qui est distribuée aux actionnaires. Son niveau donne des indications sur la croissance future de l'entreprise et sur les relations entre dirigeants et actionnaires

$$d = \text{Taux de distribution} = \frac{\text{dividende net}}{\text{bénéfice net}}$$

En 2000 ce taux était de l'ordre de 40% pour les entreprises cotées européennes. Autour de cette moyenne la dispersion est importante.

D'une manière générale, dans une société dont la rentabilité économique est convenable, un taux de distribution faible est le signe d'une politique d'investissement active et – si tout se passe normalement – d'une rentabilité future accrue. C'est l'inverse quand le bénéfice est fortement distribué.

De ce fait les sociétés en forte croissance distribuent peu leurs bénéfices mais les réinvestissent. Les actionnaires les conservent ou les acquièrent avec – à tort ou à raison – la croyance d'une rentabilité future élevée. Malgré un dividende faible les cours de ces titres peuvent donc être rapidement croissants. On appelle ces titres des *valeurs de croissance*. Quand la société arrive à maturité la part du bénéfice distribuée s'accroît : le titre devient une *valeur de rendement*.

Le dividende par action

En France le dividende est dit « brut » (ou global) quand il est calculé avec avoir fiscal. Il est net sinon. Comme cet avoir fiscal est un crédit d'impôt il faut l'ajouter au dividende versé pour obtenir le revenu du titre. Le bénéfice distribué est la somme des dividendes distribués (dividendes nets) et de l'avoir fiscal qui leur est associé.

$$DPA = \frac{\text{Bénéfice distribué}}{\text{Nombre d'action}} = d \times BPA$$

Le rendement de l'action

C'est le rapport du dernier dividende versé au cours de l'action. Le rendement est brut (global) ou net selon que le dividende qui lui sert de numérateur est brut ou net.

Le rendement est une référence financière : la valeur de l'action inscrite au dénominateur est son cours de bourse.

$$\text{Taux brut de rendement} = \frac{\text{dividende brut}}{\text{cours de l'action}} = \frac{DPA}{V}$$

iii) L'entreprise, l'actionnaire et la bourse

Le taux de rendement a fait passer des indications comptables aux financières.

Le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire

Les porteurs de titres) décomposent la rentabilité qu'ils attendent d'un titre en deux composantes :

- ✓ Une composante sans risque qui correspond au taux de l'argent obtenu des titres liquides pour lesquels le risque sur le revenu et le risque de signature de l'émetteur sont nuls (par exemple un T-Bond ou une OAT). Soit R_F ce taux.
- ✓ Une prime de risque fonction du risque de marché – soit $(R_M - R_F)$ – par un coefficient spécifique β .

$$R_A = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

Le taux de rentabilité obtenu par l'actionnaire

La rentabilité de l'action pour l'actionnaire est obtenue par le dividende accru (ou amputé) de l'augmentation (la baisse) de la valeur de l'action. Le tout est rapporté à la valeur initiale de l'action (son cours).

On supposera que les droits de souscription et distributions de nouvelles actions s'imputent à l'un ou l'autre.

La capitalisation boursière

C'est la valeur boursière totale des capitaux propres d'une société. Elle se calcule en multipliant le nombre d'actions par leur cours de bourse.

Capitalisation boursière = Cours x Nombre d'actions

Le flottant

C'est la valeur boursière des actions dont les porteurs répondent à une pure logique financière et achètent quand le cours paraît bas et vendre quand il paraît élevé. Les actions détenues pour d'autres raisons – part détenue par les dirigeants pour asseoir leur contrôle de la société par exemple – ne sont pas comptabilisées dans le flottant. Le flottant est donc la part de la capitalisation boursière susceptible d'être négociée en séance.

Cette notion doit être utilisée avec prudence : tel actionnaire allié des dirigeants peut se révéler infidèle s'il est confronté à une proposition d'achat assortie d'un prix attractif !

B) LES ACTEURS

1) Les émetteurs

Les émetteurs sont toutes les sociétés commerciales par actions, c'est-à-dire :

- ✓ Les sociétés anonymes
- ✓ Les sociétés en commandite par action

La plupart des sociétés dont les titres sont inscrits à Euronext-Paris sont des sociétés anonymes. Quelques sociétés en commandite importantes y figurent parmi lesquelles Michelin et Lagardère.

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2006	2007	2008	Cumul	2008	Cumul	2008
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	12 mois	oct.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	843,4	857,2	857,0	-1,6	-20,8	82,9	7,7
Administrations publiques	639,4	662,8	681,2	20,1	-14,7	70,3	7,4
Institutions financières monétaires (IFM)	118,4	117,2	110,0	-7,6	-2,4	11,5	0,3
Sociétés hors IFM	85,6	77,2	65,8	-14,1	-3,7	1,2	0,0
Actions françaises cotées							
Total	1 702,9	1 746,2	1 079,9	19,2	0,2	30,1	0,3
Institutions financières monétaires (IFM)	227,3	183,0	113,8	17,0	0,0	17,0	0,0
Sociétés hors IFM	1 475,7	1 563,3	966,1	2,1	0,2	13,1	0,3

Typologies distinctives des émissions.

Celles font appel public à l'épargne ou non :

Les premières sont soumises à des règles de publicité, d'information et doivent se conformer à des directives de procédure destinées à protéger les souscripteurs.

Les secondes sont libellées, émises et placées de gré à gré, selon la convenance des émetteurs et des souscripteurs.

Les titres émis circulent plus ou moins librement

En principe l'action est librement cessible par son détenteur et peut donc circuler d'un porteur à l'autre. Ils le font au terme de transactions de gré à gré ou sur des marchés organisés.

Certains émetteurs peuvent souhaiter éviter une trop grande volatilité de leur actionnariat ou éviter la présence de certains investisseurs dans leur tour de table. Ils peuvent introduire des dispositifs spécifiques, comme par exemple :

- Des dispositions statutaires prévoyant la déclaration préalable à la vente et la possibilité pour l'émetteur de se porter acheteur des titres à des conditions définies. Il n'est jamais possible d'imposer à un porteur

de conserver ses titres. En cas d'opposition à la cession, l'émetteur doit se porter acquéreur ou trouver un acquéreur de son choix.

- L'émission de titres au porteur, dont le détenteur est inscrit dans un registre tenu par la société. Là encore la cession s'effectue mais le nouveau porteur est identifié.

Les acteurs purement financiers des marchés n'aiment pas ces dispositifs qui freinent la cession et réduisent de fait la liquidité du titre. Sa valeur en est réduite.

2) Les souscripteurs et porteurs

Tous les secteurs institutionnels sont à des titres divers porteurs d'actions et adoptent des comportements différenciés.

<u>Les porteurs d'actions en France – 1996-2002</u>						
[Source : Bulletin de la Banque de France, divers numéros]						
Porteurs	Juin 2002	Juin 2001	Juin 2000	Juin 1999	Juin 1998	Sept. 1996
Encours total	1.114	1.384	1.554	943	671	
Dont ménages	8,4%	8,0%	8,6%	10,2%	11,7%	19,3%
Sociétés	23,9%	24,0%	22,4%	21,8%	15,9%	13,8%
Autres ANF	2,3%	4,3%	7,5%	7,0%	9,4%	3,0%
Agents financiers	32,9%	30,4%	28,5%	28,8%	29,7%	28,5%
Non résidents	32,4%	33,3%	33,0%	32,1%	32,0%	35,4%

La hausse rapide puis la diminution de l'encours total a pour cause principale le développement de la bulle boursière : hausse rapide du prix des actions dans un premier temps puis baisse à partir de l'année 2000. L'engouement des investisseurs pour les actions et leur prix élevé a incité les émetteurs à favoriser les émissions d'actions pour assurer leur financement, ce qui a accentué la hausse de l'encours.

i) Les ménages

L'actionnariat direct par les ménages a connu des évolutions rapides.

Le nombre de ménages détenteurs de valeurs mobilières a connu une variation importante dans les années 80-90 : de 2,3 millions en 1980 à 14 millions en 1990, un peu plus de 9 millions en 1996. Parmi les raisons de cet accroissement on doit évoquer : le développement de l'actionnariat direct de participation, les attributions préférentielles d'actions aux salariés (lors des privatisations par exemple), les rachats d'entreprises par les salariés, la réalisation des stock-options attribuées à des salariés et des dirigeants. Les faibles performances des actions en bourse et les difficultés inhérentes à la gestion directe de titres on

conduit les ménages à passer de cette gestion directe à la gestion collective (en achetant des OPCVM par exemple) à la fin des années 90.

Le nombre de détenteurs individuels d'actions s'est situé entre 5 et 6 millions avec des fluctuations. La bulle boursière de 2000 a provoqué une hausse du nombre d'actionnaires individuels. L'éclatement de la bulle en a ramené le nombre au niveau antérieur.

ii) Les sociétés non financières

Leur part dans la détention d'actions est croissante au cours des années 90. Elle représente pour l'essentiel le portage de titres de sociétés contrôlées dans le cadre de groupes de sociétés. La hausse traduit notamment le recours croissant à la filialisation en même temps que la multiplication des opérations de croissance externe.

iii) Les agents financiers

Leur part est continûment croissante, de 28 à 33% de la détention directe d'actions.

Les investisseurs institutionnels

Ils représentent la part la plus importante (de l'ordre de 80%) des titres détenus par des agents financiers. En fait cette part est plus importante encore si on considère que parmi les investisseurs non résidents, beaucoup relèvent de cette catégorie des investisseurs institutionnels (OPCVM et sociétés d'assurance).

La moitié environ de la part des agents financiers est détenue par les OPCVM vers lesquelles s'orientent de plus en plus les gestionnaires de fonds et les investisseurs individuels. Le reste (de l'ordre de 30%) est détenu par des sociétés d'assurance et des caisses de retraites dans le cadre d'une gestion diversifiée de la capitalisation.

Les banques

En tant que telles elles sont relativement peu engagées dans la détention d'actions. Les banques d'affaires le sont toutefois plus que les banques à réseau de guichets.

Leur détention de titres est plus significative par nécessité technique quand elles agissent comme acteurs des marchés : sociétés de bourse, animatrices de marché ou contrepartistes, etc.

Les établissements de crédit

Leur détention de titres est souvent liée à leur activité. C'est le cas notamment de ceux dont l'objet est d'intervenir en capital dans des sociétés commerciales en création (capital risque par exemple), en développement ou en restructuration (sociétés de développement régional). Leur activité les porte alors à détenir des titres de petite capitalisation (PME) mais ils interviennent parfois en soutien de grandes entreprises.

iv) Les non résidents

Ils recouvrent la variété des autres agents économiques. On distingue toutefois principalement parmi eux :

- ✓ Les sociétés qui détiennent des participations durables (« industrielles ») dans leurs filiales. Leur part dans le capital de celles-ci est alors importante.
- ✓ Les investisseurs institutionnels qui diversifient géographiquement leurs portefeuilles.

Tableau Origine géographique des détenteurs d'actions françaises cotées			
(en %)			
Origine du détenteur	Taux de détention à fin 2002	Taux de détention à fin 2006	Variation entre 2002 et 2006
Résidents	57,5	62,3	4,8
Non-résidents dont	42,5	37,7	- 4,8
Zone euro	17,0	12,3	- 4,7
États-Unis	12,8	11,9	- 0,9
Royaume-Uni	6,3	3,1	- 3,2

Source : FMI

3) Les intermédiaires**i) Leur rôle**

Ils assurent cinq fonctions principales :

La négociation des ordres de bourse

Il s'agit de la réception des ordres d'achat et de vente, leur transmission et le suivi de leur exécution après la fixation des cours.

La contrepartie des ordres

Elle s'effectue notamment dans le cadre de contrats d'animation conclus avec la société gestionnaire du marché pour assurer la liquidité des titres cotés en continu.

Le placement des titres

Lors de l'introduction de nouveaux titres ils peuvent être sollicités pour en assurer le pré placement.

La gestion de portefeuilles

Ils assurent pour leurs clients la gestion de leurs titres (transactions, gestions des flux de revenus) et agissent auprès d'eux comme conseillers.

L'information et le conseil

Différents intervenants ont développé une activité indépendante ou en liaison avec les intervenants précédents : analystes financiers, experts indépendants ou judiciaires, prestataires de services d'information, presse spécialisée, etc.

On présentera dans ce qui suit les principaux intervenants des marchés d'actions.

ii) Les sociétés membres des marchés boursiers

La loi de modernisation financière de 1996, faisant suite à une directive de l'Union Européenne de 1991 (DSI ou Directive sur les Services d'investissement) a ouvert cette activité à tous les établissements de crédit et les sociétés d'investissement sous réserve de l'obtention d'un agrément du CECEI et d'une approbation par l'AMF. Ce faisant elle a largement ouvert la concurrence entre les intermédiaires.

Les membres du marché

- ✓ Les prestataires de services agréés par Le CECEI après approbation par le CMF.
- ✓ Les établissements de même objet agréés par les autorités de leur pays d'origine quand il est membre de l'Union Européenne.
- ✓ Les sociétés dont les membres relèvent des deux catégories précédentes et sont solidairement responsables des activités.
- ✓ Les personnes morales habilitées par le CMF
- ✓ Le Conseil d'administration d'Euronext-Paris prononce l'admission des nouveaux membres.

Les membres du marché peuvent exercer différentes activités qui définissent des statuts différents.

Le statut de négociateur

Ils peuvent effectuer les négociations :

- Soit pour le compte de leur client,
- Soit pour leur propre compte.

Leur activité peut porter sur l'une ou l'autre de ces activités ou sur les deux.

Les teneurs de compte

Il s'agit d'une catégorie de négociateurs.

Si un négociateur est teneur de compte, il agit en qualité de commissionnaire « du croire » à l'égard des donneurs d'ordre. Cela signifie qu'il s'engage à garantir son donneur d'ordre contre le risque de défaillance de l'acheteur ou du vendeur en cas de conclusion d'une transaction. Il reçoit pour cela une commission sur les opérations.

Les employés des membres du marché

Les cartes professionnelles délivrées par Euronext-Paris à des personnes travaillant pour les membres du marché qui leur ouvrent l'accès à la négociation concernent :

- Les négociateurs et responsables de négociation,
- Les responsables de marché.

iii) **Les autres collecteurs d'ordres**

Les banques

Elles ont pris une place centrale dans le dispositif aux différents niveaux. Elles ont pris des parts dans les sociétés de bourse ou les ont filialisées. Par des filiales spécialisées elles interviennent dans le placement des titres, dans l'animation de marché, elles se portent comme contreparties dans le cadre d'activités de *trading*. Pour les actions non cotées elles peuvent être courtiers (*broker*) ou négociant (*trader*).

En France les banques détiennent la majorité des comptes de titres et regroupent à ce titre la part la plus importante des ordres de bourse venant des particuliers. Elles sont souvent aussi gestionnaires de portefeuille et ont lancé des services en ligne.

La gestion de portefeuille

Les sociétés de gestion de portefeuille, comme les banques et les sociétés de bourse, agissent pour le compte de leurs clients. A la différence des sociétés de bourse les sociétés de gestion de portefeuille ne sont pas dépositaires des titres de leurs clients.

✓ *La gestion de portefeuille est une activité réglementée :*

- Ce sont des sociétés anonymes qui doivent présenter des garanties auprès de leur client : actif net au moins égal au capital, capital social libéré d'au moins 75.000€ (dans les deux années suivant l'agrément).
- Elles doivent avoir l'agrément de l'AMF.
- Les contrats de gestion sont normalisés et doivent être précis sur l'étendue du mandat, les opérations autorisées, la rémunération du gestionnaire et les conditions de résiliation du mandat de gestion.

Le mandat de gestion peut être de deux types :

Un mandat d'assistance dit de gestion assistée, que ne concerne pas en fait la réglementation car le mandataire prend au final les décisions.

Un mandat de gestion déléguée dans lequel le mandataire s'en remet au mandaté pour prendre les décisions et les exécuter, dans les limites définies par le contrat. Le contrat peut alors concerner :

- ✓ soit la gestion de portefeuille (portefeuilles d'au moins 100.000€),
- ✓ Soit la gestion de fortune (au moins égale à 1,5 M€).

Elle concerne quelques dizaines de milliers de personnes en France.

Le type de gestion peut être distingué entre gestion prudente (peu d'actions dans le portefeuille), gestion dynamique (une majorité d'actions), gestion équilibrée (entre les deux).

✓ *Obligations et responsabilité du gérant*

Le gérant n'a aucune obligation de résultat. Son client ne peut pas en soi lui reprocher une perte de valeur de son portefeuille. Par contre il a une triple obligation :

- De moyen : tout mettre en oeuvre pour défendre au mieux les intérêts de son client.
- De loyauté : les décisions doivent être conformes à l'intérêt du client.
- De diligence : il doit être attentif à tout ce qui peut servir l'intérêt du client.

iv Les collecteurs en ligne

On les appelle parfois à tort « bourses en ligne ». En fait ce sont des collecteurs d'ordres spécialisés dans la transmission d'ordres des particuliers. Ils offrent en général un éventail très complet de services : information sur les sociétés, sur les cours, ils proposent des analyses de cours (graphiques et statistiques).

Leur prestation est proposée à des prix souvent très attractifs. Ils ont provoqué une baisse très importante des prix des services de bourse.

C) LES PRODUITS

Comme les obligations, les actions constituent une variété croissante de produits. La différenciation des caractéristiques a accompagné la demande des investisseurs pour des produits répondant à des objectifs de gestion divers.

1) Les droits associés aux actions classiques

i) Droits à revenu (droit pécuniaire)

- Le dividende
- Le droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital

ii) Droit de disposer du patrimoine

iii) Droit à l'information

L'information à mettre à disposition des actionnaires comporte au moins :

- Les statuts de la société ;
- L'inventaire ;
- Le compte de résultat, le bilan, Le compte de pertes et profits ;
- La liste des administrateurs ainsi que celle des candidats au CA ;
- Les comptes-rendus du CA et ceux des commissaires aux comptes.
- Les textes des résolutions soumises à l'AG et leur exposé des motifs ;
- Les procès-verbaux et feuilles de présence des AG ;
- Le montant global des rémunérations versées aux personnes les mieux payées (5 ou 10 selon la taille de la société).

iv) Droit de participer aux décisions et de contrôler la gestion

Quand les actions d'une société sont du modèle classique, les actionnaires disposent d'un nombre de voix lors des votes aux assemblées générales proportionnel à la part de capital qu'il détient. L'AG constitue ans le principe le lieu où les actionnaires contrôlent la gestion passée, répartissent la valeur nouvelle créée et prennent les décisions pour l'avenir.

Le pouvoir des actionnaires est plus formel que réel.

- ✓ *La dispersion des actionnaires fait obstacle à leur possibilité d'intervenir.*
 - Il faut par exemple réunir 1,5 à 5% des droits de vote (selon la taille de la société) pour déposer une résolution à l'AG.
 - Les détenteurs d'un petit nombre de titres ne participent pas aux AG.
 - La dispersion des petits porteurs rend leur concertation difficile.

- Les investisseurs institutionnels qui détiennent des parts plus importantes – sans vouloir se charger de la gestion ni même de la participation au CA – n'exercent pas leur contrôle d'actionnaires.
- ✓ *Les dirigeants de la société consolident leur poids au-delà de la part de capital qu'ils représentent, en ramassant les droits de vote des actionnaires individuels, soit directement, soit par les gestionnaires de portefeuilles.*
- ✓ *La direction et le contrôle de la société appartiennent de fait aux actionnaires qui détiennent les parts les plus importantes et participent au CA. Ils sont donc à la fois ceux qui dirigent et ceux qui contrôlent.*

La valeur du droit de contrôle

Le droit de contrôle est souvent purement formel et n'a pas que peu de valeur en soi pour les porteurs de parts non dirigeants. Même si la société fait de mauvais résultats les dirigeants sont rarement mis en cause. Quand cela arrive c'est au terme d'un processus de crise éprouvant pour la société.

Le droit de contrôle a par contre de la valeur pour deux catégories :

- Les dirigeants, dont l'indépendance est assurée quand ils en disposent, soit personnellement soit par délégation des actionnaires petits et grands.
- Les porteurs de parts significatives du capital qui peuvent influencer les orientations et la gestion de la société.

2) Les actions à droits limités

Sur les quatre droits précédents, deux servent principalement de fondement à une différenciation des actions : le droit à revenu et le droit de contrôle. La différenciation consiste alors à accroître l'un en diminuant l'autre.

Leur création doit être acceptée par les autres actionnaires à une majorité qualifiée de l'assemblée générale car elles modifient le mode de répartition des résultats et celui des pouvoirs dans la société.

i) Les actions privilégiées

Elles apportent à leurs détenteurs un certain nombre d'avantages par rapport aux droits des porteurs d'actions ordinaires, en contrepartie d'un abandon total ou partiel d'un autre droit. En contrepartie elles peuvent être émises à un prix supérieur à celui du marché – ou que le marché permet d'espérer pour l'avenir – pour une action sans privilège de la même société.

Dans certains cas par exemple un dividende majoré (de 10% au plus) peut être versé aux porteurs détenant leurs titres depuis plus de 2 ans. Le dividende majoré est accordé sous réserve de la « fidélité, c'est-à-dire le renoncement au bénéfice de la liquidité.

ii) Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote

Elles comportent un dividende majoré en contrepartie de l'abandon du droit de vote. Cette disposition permet de conforter les fonds propres sans diluer le contrôle. Les ADP ne peuvent pas représenter plus du quart du capital social.

L'utilisation de ces actions est plus développée dans les pays anglo-saxons qu'en Europe continentale où elle se développe depuis les années 90. Elles ne sont toutefois pas très prisées des gestionnaires de fonds car elles sont un frein aux opérations hostiles de prises de contrôle (Elles rendent les OPA plus difficiles en confortant les dirigeants en place).

Comme elles sont dépourvues de valeur au titre du droit de contrôle, elles souffrent d'une décote boursière.

iii) Les actions à droit de vote double

Chaque action confère au porteur deux voix dans les assemblées générales. Elles doivent remplir diverses conditions pour porter leurs effets : être nominatives ; correspondre à des parts libérées du capital social ; être détenues le même actionnaire depuis plus de 2 ans. L'existence de telles actions a pour conséquence une décote des autres titres de la société.

iv) Les actions à droits décomposés

Le démembrement des actions

Le démembrement d'actions consiste à en séparer la nue-propriété de l'usufruit.

- En matière de droits financiers le nu-proprétaire reçoit les attributions d'actions gratuites, la distribution des réserves alors que l'usufruitier reçoit les dividendes.
- En matière de droits de contrôle le droit de vote va à l'usufruitier dans les assemblées générales ordinaires et au nu-proprétaire dans les assemblées générales extraordinaires.

Le démembrement crée plusieurs produits financiers à partir d'un seul. Ils se forment deux catégories rapportables aux suivantes.

Le certificat d'investissement

Ils ont été créés en 1983. Au départ il s'agissait comme pour les titres participatifs [cf. leçon sur les obligations] d'assurer des fonds propres au secteur public et nationalisé. La privatisation des entreprises émettrices a laissé subsister une demande d'investisseurs pour de tels titres. Le certificat d'investissement est depuis utilisé dans le cas de démembrement des actions.

Le certificat de droit de vote

C'est l'autre partie du certificat d'investissement, celle qui en complète les droits pour faire une action complète.

Les sociétés privatisées avaient la possibilité de transformer des certificats d'investissement en actions par remboursement de ces derniers avec des certificats de droit de vote placés sur le marché. Une action nouvelle est alors émise en contrepartie d'un certificat d'investissement et d'un certificat de droit de vote.

Les parts de fondateur

Elles sont créées pour récompenser des contributeurs à la création de la société dont l'apport n'est pas monétaire ni traduisible en équivalent monétaire.

Elles n'ont aucune valeur nominale (pas d'apport en numéraire à la création de la société) ni aucun droit de vote. Par contre elles donnent droit à une part de bénéfices ainsi qu'à une part du boni de liquidation (ou du produit de la vente) en cas de dissolution (de vente) de la société.

3) Quelques modèles sophistiqués d'actions

Comme pour les obligations, l'imagination des émetteurs est infinie quand il s'agit d'imaginer des titres nouveaux.

Les objectifs poursuivis peuvent être multiples, notamment :

- Renforcer le contrôle des dirigeants et des actionnaires les plus importants sur la société.
- S'appuyer sur un actionnariat stable et fidèle en favorisant la souscription des titres par les anciens actionnaires.
- Répondre à la diversité de la demande des investisseurs en matière de risque, de rémunération et de liquidité.

Les actions à droits limités répondaient à ces objectifs. D'autres titres les complètent dont on prendra ici deux exemples.

i) Les actions conditionnelles (bon de souscription)

On désigne par actions conditionnelles, ou optionnelles, des titres qui peuvent ou pourront être transformés en action si le porteur le juge opportun. Leur détenteur dispose du droit (et non de l'obligation) d'acquérir sous certaines conditions une ou plusieurs actions d'une société, cotée ou non sur un marché organisé.

Les actions à bon de souscription d'action (ABSA)

Une société qui émet des actions nouvelles peut essayer d'en rendre l'acquisition attractive en lui attachant le droit d'acquérir d'autres actions identiques dans un temps et à un prix fixés à l'avance.

C'est le bon de souscription d'action (BSA).

Une société peut décider que l'émission d'actions nouvelles est, en tout ou partie, réservée prioritairement aux porteurs d'actions qui le désirent, ce qui évite la dilution de leur participation.

Les bons de souscription d'action sont attachés à une action :

- Soit à l'occasion d'une émission d'action nouvelle souscrite avec paiement en numéraire (cf. exemple ci-dessus).
- Soit à l'occasion d'une distribution d'actions gratuites : elle est alors une forme de rémunération conditionnelle des actionnaires s'ils exercent l'option.
- Soit par rattachement aux actions existantes : elles correspondent alors à un appel de fonds auprès des actionnaires existants qui gardent la faculté d'y souscrire ou non.

Il existe une très grande variété de formules pour attacher un bon de souscription d'action à une action.

ii) Le bon de souscription d'action (BSA)

✓ Le BSA est un titre d'option

Un bon de souscription d'action est un titre, attaché ou non à un autre titre, qui offre la possibilité (non l'obligation) à son détenteur d'acquérir, à un moment et dans des conditions définies de quantité et de prix, une ou plusieurs actions d'une société.

Le bon de souscription d'action est dans la forme proche d'une option. Créé en 1983 il est même l'ancêtre des options. Il présente tous les caractères des options plus le fait qu'il est une valeur mobilière, ce que ne sont pas les options.

Le détenteur d'un BSA a deux possibilités :

- Souscrire l'action dans les conditions définies lors de l'émission ;
- Vendre ce droit de souscription ce qui revient à renoncer à l'option pour lui-même.

✓ Les composantes d'un BSA sont les suivantes :

- *Le prix d'exercice* : c'est le prix payé pour l'acquisition d'une action quand un porteur de BSA exerce son droit.
- *La date ou la période d'exercice* est la date à laquelle (ou la période pendant laquelle) l'action peut être souscrite.
- *La parité* est le nombre d'actions obtenues par BSA.

✓ Le BSA est un titre négociable

Dès qu'il est émis le bon de souscription d'action est séparé de l'action qui le porte et vit une existence autonome : boursière s'il est inscrit sur un marché organisé. Sa valeur tient essentiellement à la spéculation que font les

investisseurs sur la possibilité que le cours devienne supérieur au prix d'exercice, l'écart susceptible d'être créé entre le cours et le prix d'exercice et la date de cette survenance.

L'analyse de ce point sera abordée dans la dernière leçon de ce module.

iii) Un exemple d'innovation : les actions « reflets »

Introduites en France par la Société Alcatel en 2000 elles sont inspirées des *Tracking stocks* américaines. On les appelle aussi actions traçantes ou actions « 0 ». Ce ne sont pas à proprement parler des actions mais des titres dont les revenus (et donc la valeur) sont calculés à partir des performances non de la société dans son ensemble mais d'une partie bien identifiée.

Dans le cas de l'émission Alcatel l'action reflet est assise sur la division Alcatel Optronics. Le souscripteur dispose d'un droit de vote égal à celui d'une action Alcatel, d'un dividende prioritaire (10% du bénéfice comptable de la division distribués entre les porteurs de l'action reflet, dans la limite par action de 150% du dividende de l'action Alcatel).

A l'émission le titre a été reçu comme très spéculatif : la division était considérée comme promettant une croissance très rapide et dégageant rapidement un résultat opérationnel supérieur à celui de l'ensemble de la société. C'était l'euphorie de la bulle boursière.

Le titre a depuis été retiré.

Ces titres supposent pour être acceptés des règles claires d'identification de la division de la société qu'ils reflètent, une gestion autonome et des relations avec le reste de la société clairement distinctives, une comptabilité de gestion et de résultat qui inspire confiance.