

## CHAPITRE 1

# Terminologie et principes de base

### I. Finance de marché et finance d'entreprise

La **finance de marché** traite de l'organisation et du fonctionnement des marchés financiers nationaux et internationaux ; les objectifs recherchés peuvent être des opérations de financement, de placement, de couverture des risques (*hedging*), de spéculation et d'arbitrage... L'une de ses originalités, et aussi des difficultés de sa maîtrise, est qu'elle nécessite à la fois :

- une connaissance des **techniques** souvent complexes des nombreux produits qui la composent,
- une connaissance du **contexte et de la conjoncture** dans lesquels ces opérations sont réalisées. Ainsi il serait anormal de procéder à une émission d'actions dans un marché déprimé, appelé en langage professionnel « *bearish* » (de *bear* : ours) ; il faut un marché « *bullish* » (de *bull* : taureau), donc dynamique, haussier.

La finance de marché ne doit pas être confondue avec la **finance d'entreprise** (en anglais « *corporate finance* ») qui traite non plus des marchés et de la mouvante conjoncture économique et politique, mais des entreprises devant respecter des règles quasi immuables (poursuite constante de la création de valeur inhérente au fait que la rentabilité des investissements doit toujours être supérieure aux coûts des ressources). Les outils utilisés ici (gestion financière, analyse financière...) permettent de vérifier que les équilibres garantissant la pérennité de l'entreprise sont respectés. D'où la nécessité de faire des bons choix en finance de marché qui est un métier tout à fait à part.

### II. Les différentes classifications des marchés financiers

Certes on parle aujourd'hui de « finance globale », transitant pour partie par les salles de marchés (*trading rooms*) de l'argent sous toutes ses formes et sur toutes durées (du jour le jour à plusieurs années, voire sans durée déterminée). Néanmoins plusieurs classifications sont à envisager.

#### A. Classification par type de technique

Trois grandes techniques financières dominant.

## 1. Les techniques cambiales

Elles portent sur le court terme (moins d'un an), sont réservées à l'intermédiation bancaire et se divisent en deux types de marché :

- d'une part le **marché des changes** (*spot* et *forward*) : on achète et on vend ;
- d'autre part les **marchés monétaires interbancaires**, nationaux et internationaux (eurodevises) : on prête et on emprunte.

## 2. Les techniques de financement des investissements et de placement

Elles concernent trois marchés spécifiques :

- les crédits financiers internationaux (ou **eurocrédits**) ;
- les **valeurs mobilières** : actions (titres de propriété) et obligations (titres de créance) ;
- les **titres de créances négociables (TCN)**, comme le *commercial paper* et les certificats de dépôt, qui ne transitent pas par les bourses.

Valeurs mobilières et TCN peuvent être émis sur des marchés financiers nationaux comme internationaux (par exemple euro-obligations...).

Ces marchés de financement sont les marchés financiers classiques qui existent depuis longtemps et qui sont **toujours au comptant** (mis à part l'exception française du RM jusqu'en l'an 2000).

## 3. Les techniques de couverture des risques (*hedging*) et de spéculation et les marchés dérivés

Elles concernent les marchés de gré à gré et les marchés organisés (par exemple CBOT, Euronext Liffe...) dont nous allons parler ci-après ; les produits utilisés sont par exemple les *swaps*, les *Fra*, les *Cap*, *Floor*, *Collar*, les options, les contrats à terme fermes... ; face à celui qui se couvre (le « *hedger* ») se trouve un spéculateur (à ne pas confondre avec l'investisseur).

Par opposition aux marchés de financement au comptant, les marchés dérivés sont des **marchés à terme** soit fermes, soit conditionnels.

## B. Classification en fonction de la date de l'opération : marché primaire et marché secondaire des valeurs mobilières

Le marché primaire (à ne pas confondre avec le premier marché français supprimé en 2005) est le marché du neuf qui concerne les titres (actions et obligations) au moment de leur émission pendant une période de quelques jours. Seul le marché primaire apporte des capitaux aux entreprises : **il permet les financements**.

Le marché secondaire (à ne pas confondre avec l'expression de second marché) est le marché de l'occasion, une fois que la souscription des titres « neufs » a été

achevée. Il **permet uniquement les placements** et assure la liquidité du marché ; pour la plupart des valeurs mobilières il transite par un marché boursier (Euronext, *New York Stock Exchange* ou NYSE, *LSE* à Londres, *Kabuto Cho* à Tokyo...). Il s'agit ici de marchés organisés ou officiels et non de gré à gré.

### **C. Classification en fonction du lieu de réalisation de l'opération : nationale, étrangère, internationale**

En dépit de la mondialisation des marchés financiers depuis les années 1980, cette classification est **juridiquement** importante, tant qu'un droit unique (ce qui est peu vraisemblable) n'existera pas. Il faut donc distinguer trois possibilités :

- Les opérations nationales réalisées par l'opérateur dans son pays en respectant les réglementations locales. En anglais on dit opérations « *domestic* » et, pour les marchés organisés, les produits traités varieront selon les lieux (le CBOT de Chicago n'est pas identique au SIMEX de Singapour ou à Euronext Paris...).
- Les opérations étrangères réalisées par l'opérateur dans un pays étranger devant respecter à la fois les réglementations de la place d'accueil et celle de son pays où des autorisations sont parfois nécessaires. Des expressions spécifiques sont alors utilisées : ainsi une émission d'obligations étrangères (par exemple pour une entreprise française) réalisée aux États-Unis s'appelle « *yankee bonds* » mais portera le nom de « *samurai bonds* » si elle est lancée au Japon ; dans le premier cas il faut l'aval de la SEC (équivalent français de l'AMF), dans le second cas du MOF.
- Troisième possibilité, les opérations proprement internationales (comme les euro-bonds ou euro-obligations et les euro-loans ou euro-crédits) réalisées sur ce que l'on appelle l'euromarché, celui où circulent les eurodevises. Le mot euro<sup>1</sup> n'a ici rien à voir avec la monnaie de l'Union européenne, puisqu'il est apparu dans les années 1960 pour qualifier des transactions échappant à l'autorité des États, comme l'eurodollar qui circulait sans réelle possibilité pour la FED (banque centrale américaine) d'exercer une quelconque régulation. Les places qui ont permis le développement de cet euromarché se sont appelées centres « *off shore* » (Bahamas, Singapour, Luxembourg...) et de très nombreuses banques y ont établi des filiales.

En guise d'illustration, le tableau ci-après indique les diverses formules de financement possibles pour une entreprise en fonction du lieu où est réalisée l'opération. Dans le cas d'un financement sur l'euromarché, le droit de référence choisi est le plus souvent le droit anglais ou le droit de l'État de New York, qui sont des droits très souples, d'autant plus nécessaires que la syndication bancaire réalisant l'opération peut comporter plus de vingt nationalités différentes. Notons toutefois qu'un certain

1. Ce mot euro viendrait de l'indicatif télex EUROBANK, de son vrai nom BCEN (Banque commerciale pour l'Europe du Nord) qui était alors la filiale française de la Gosbank d'URSS. Nous en reparlerons au chapitre 3.

formalisme juridique est aujourd’hui uniquement nécessaire pour les opérations qui font appel public à l’épargne et qu’il n’en est pas de même pour les transactions réalisées dans les salles de marchés par des opérateurs avertis.

## LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Durée du financement	Forme de financement	Financement national	Financement étranger	Financement sur l’euromarché
<b>Court terme</b>	TCN Titres de créances négociables (non-valeurs mobilières)	En France : billets de trésorerie (entreprises industrielles ou commerciales) Certificats de dépôt (entreprises bancaires ou financières)	<i>Commercial paper</i> (entreprises) <i>Certificates of deposit</i> (banques)	<i>Euronotes facilities</i> (RUF, MOF...) Programmes d’Euronotes, d’ECP, d’ECD
<b>Moyen terme</b>		BMTM (en France)	MTM	EMTM
<b>Moyen et long terme</b>	Non-valeurs mobilières	Crédits	<i>Foreign loans</i>	Euroloans
	Titres de créances en valeurs mobilières	Obligations	<i>Foreign bonds</i> ( <i>yankee bonds</i> ...)	Eurobonds
	Titres de participation en valeurs mobilières	Actions	Actions étrangères	Euroequities

#### D. Classification en fonction de l’existence ou non d’une réglementation : marchés de gré à gré et marchés organisés (ou officiels)

Dès lors qu’un acheteur et un vendeur d’un quelconque bien sont en présence il y a création d’un marché. Les marchés où les parties sont en contact direct et fixent librement les conditions des transactions sont dits « **de gré à gré** » (*over the counter*). Cette liberté de choix implique néanmoins **deux risques** majeurs :

- le risque de contrepartie, c’est-à-dire la non-exécution (livraison du bien et/ou son règlement) par une des parties, disparue ou malhonnête,
- le risque de liquidité, c’est-à-dire ne plus pouvoir réajuster sa position initiale, faute de trouver une autre contrepartie ; on est ainsi obligé d’attendre l’échéance, quelles qu’en soient les circonstances.

Pour pallier ces inconvénients, pour rendre les marchés plus transparents et aussi pour élargir le nombre des intervenants, ont été créés dès le début du XIX<sup>e</sup> siècle des marchés dits « **organisés** » (ou officiels ou standardisés), se caractérisant par :

- une gestion par des organismes officiels, chargés de l’établissement des règles régissant les marchés et de leur surveillance,
- des normes ou standards fixant les quantités, qualités, date de livraison, monnaie de règlement... des contrats négociés,
- l’annulation (sauf éventuel krach) du risque de contrepartie par l’existence d’une **chambre de compensation**, mutualisant les transactions et aussi par des mécanismes tels que « *deposits* » et « appels de marges »,

- la fixation et diffusion des cours à intervalles réguliers, dans le cadre d'une plage horaire, par confrontation des offres et demandes selon des règles précises ; la confrontation des offres et demandes peut se faire soit dans un lieu de réunion physique des intervenants (cotation à la criée), soit dans un lieu immatériel (cotations par ordinateur et réseau de télécommunications).

Les moyens modernes de communication ont facilité aussi le développement des marchés de gré à gré.

### **E. Classification selon les modalités de règlement/livraison : marchés au comptant (*spot*), marchés à terme ferme (*forward* ou *future*) et à terme conditionnel (options)**

Classification selon les modalités de livraison et de règlement des biens :

- Les marchés **au comptant** ou *spot* : livraison et règlement s'effectuent dès conclusion d'une transaction (en réalité dans les quelques jours suivants pour des raisons de logistique).
- Les marchés **à terme ferme** : livraison et règlement s'effectuent à une date fixée ultérieure à la transaction, dite échéance, mais dont les conditions sont déterminées lors de la transaction qui reste irrévocable. Une des parties ne peut s'en dégager qu'en cédant sa transaction à un tiers ; on dit qu'elle ferme sa position. En anglais, une opération à terme ferme est dite *forward* si elle est de gré à gré et *future* si elle est officielle.
- Les marchés **à terme conditionnel**, plus couramment appelés **marchés d'options** : sur ces marchés, on n'échange pas les biens contre règlement mais le droit d'acheter ou de vendre un bien à une date fixée (**échéance**) et à un prix fixé (**prix d'exercice** ou *strike price*). Ce droit est acheté moyennant une **prime** (comme une prime d'assurance) encaissée par le vendeur du droit au début de l'opération. À l'échéance, si les conditions du marché déplaisent à l'acheteur, il peut renoncer à son droit d'acheter ou de vendre et perd la prime ; si elles lui conviennent, il exerce son droit d'acheter ou de vendre le bien (l'actif) au prix d'exercice en **assignant** le vendeur de la prime à s'exécuter. La transaction est donc à terme conditionnel puisqu'elle se dénoue à une échéance et dépend des conditions du marché à cette échéance ; voir le chapitre consacré aux options.

### **F. Distinction entre marchés organisés dérivés sur *commodities* et sur actifs financiers**

#### **1. Exemples de marchés dérivés organisés sur *commodities* dans le monde**

Il s'agit ici de marchés organisés non classiques par opposition aux marchés organisés dits classiques, qui sont les bourses d'actifs financiers (comme Euronext).

Ces marchés portent sur les matières premières et énergétiques et les marchandises, généralement désignées par « *commodities* » ; ce sont :

- les produits agricoles : noix de coco, soja, sucre, café, cacao, pomme de terre, jus d'orange, blé, maïs, colza, coton, caoutchouc, bétail sur pied et viandes congelées... ; ils sont traités entre autres au *Chicago Board of Trade* (CBOT), *Kansas City Board of Trade* (KCBT), *Winnipeg Commodities Exchange* (WCE), *New York Cotton Exchange* (NYCE), *Tokyo Commodities Exchange* (TCE), *London Commodities Exchange* (LCE)... En France, le Matif puis Euronext Liffe traite à terme le sucre blanc, blé de meunerie, pomme de terre, colza, vins de Bordeaux...
- l'énergie : pétrole brut (*crude oil*), gazoline, fioul, essence, électricité... traités sur le *New York Mercantile Exchange* (NYMEX), *Singapore Mercantile Exchange* (SIMEX), *International Petroleum Exchange* à Londres...
- les métaux non ferreux : aluminium, cuivre, zinc, plomb, étain... au *London Metal Exchange* (LME), *Commodities Exchange* (Comex) à New York, les métaux précieux : or, argent, platine, palladium au Comex, TCE, NYMEX.

## 2. Exemples de marchés dérivés organisés sur actifs financiers

Depuis 1973, se sont créés des marchés dérivés officiels d'instruments monétaires et financiers : monnaie, taux d'intérêt monétaire (court terme) et obligataire (long terme) et indices boursiers, tels que le *Chicago Mercantile Exchange* (CME), le *Chicago Board of Trade* (CBOT) racheté par le CME en 2006, le *Mid America Commodities Exchange* (Mace), *London International Financial Future and Options Exchange* (Liffe) racheté par le groupe Euronext en 2002, *Singapore International Mercantile Exchange* (Simex), *Tokyo International Financial Future Exchange* (Tiffe), *New York Financial Exchange*, ainsi que d'autres plus exotiques à Sao Paulo, Sydney, etc., et en France, le Matif (en 1986) et le Monep (en 1987), intégrés en 2002 dans Euronext Liffe.

## G. Classification selon les risques financiers

Les marchés dérivés ont deux objectifs fondamentaux : d'une part le *hedging*, c'est-à-dire la couverture des risques financiers, de l'autre la spéculation sur ces risques, notamment au travers des salles de marchés (cf. chap. II), les deux étant évidemment liés, le spéculateur jouant indirectement un rôle d'assureur couvrant ces risques. L'importance des risques financiers est apparue vers la fin des années 1970 (passage d'un système de cours de change fixe à un système de change variable) et surtout à partir de 1980 (stagflation, instabilité du dollar, forte montée de tous les taux d'intérêt...). Les conséquences furent alors dramatiques pour nombre d'entreprises : par exemple faillite, pour un risque de taux non maîtrisé, des *Savings and Loans* (les Caisses d'épargne américaines), etc.

Grâce au développement des marchés financiers dérivés, toute une panoplie de nouveaux produits sera créée pour répondre à tous les risques que l'on peut répartir en trois catégories :

- les risques de taux d'intérêt,
- les risques de cours de change,
- les risques provenant de la volatilité des actifs financiers ou risques de marché.

Parmi les produits créés, certains permettent la couverture (et la spéculation) sur un risque unique (par exemple le *cap* ou le *FRA* pour le risque de taux), d'autres sont multirisques (par exemple les *swaps*, options... couvrent aussi bien des risques de taux que de change). En outre ces produits dépendent soit des marchés organisés, soit des marchés de gré à gré, exceptionnellement des deux à la fois, comme les options.

Le tableau ci-après résume les diverses catégories de risques financiers avec les principaux instruments permettant leur couverture.

Catégories de risques financiers	Instruments financiers couvrant ces risques
<p><b>Risque de taux d'intérêt</b>                      Il apparaît dès que la rentabilité d'un investissement ou le coût d'un financement diffère de sa valeur prévue, sous l'effet d'une variation de taux.  <i>Exemples :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– hausse des taux en cas d'endettement à taux variable, placement à taux fixe, endettement futur ;</li> <li>– baisse des taux en cas d'endettement à taux fixe, placement à taux variable, placement envisagé dans le futur.</li> </ul>	<p><b>Couverture du risque de taux d'intérêt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Techniques relevant du marché de gré à gré :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– <i>forward forward</i></li> <li>– <i>FRA</i></li> <li>– <i>cap, floor, collar</i></li> <li>– <i>swap</i> de taux</li> <li>– <i>option</i> de taux</li> </ul> </li> <li>• Techniques relevant des marchés organisés :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– pour la France : Matif, Monep</li> <li>– pour le Royaume-Uni : Liffe</li> <li>– pour les USA : CBOT, IMM, etc.</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Risque de cours de change</b>                      Ce risque apparaît dans deux situations :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– importations ou exportations facturées en devises (risque de change commercial) ;</li> <li>– emprunts ou prêts libellés en devises (risque de change financier).</li> </ul>	<p><b>Couverture du risque de change</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Techniques hors marché :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– <i>leads and lags</i> (avec prévisions par analyse technique et chartisme)</li> <li>– <i>netting</i></li> <li>– assurance Coface (en France), Hermes (en Allemagne), Exim bank (aux États-Unis)...</li> </ul> </li> <li>• Techniques de marché de gré à gré :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– change à terme</li> <li>– avances en devises</li> <li>– <i>swap</i> de change</li> <li>– option de change</li> </ul> </li> <li>• Techniques de marchés organisés :                              Voir les contrats spécifiques sur chaque marché.</li> </ul>
<p><b>Risque de marché</b>                      Il apparaît en cas de variation des actifs financiers, surtout baisse du cours des actions.</p>	<p><b>Couverture du risque de marché</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Il existe surtout deux moyens relevant des marchés organisés :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– contrats à terme fermes : par exemple sur le Matif jusqu'en 1999, contrat à terme ferme sur indice CAC 40 (ensuite cogestion avec le Monep puis intégration dans Euronext Liffe).</li> <li>– options sur indices et sur actions : par exemple sur le Monep l'option sur indice CAC 40, intégré ensuite dans Euronext Liffe.</li> </ul> </li> </ul>

## H. Prédominance des marchés de gré à gré

Les marchés les plus anciens sont bien entendu les marchés de gré à gré, depuis les trocs du paléolithique et l'invention de la monnaie vers le VII<sup>e</sup> siècle avant J.-C. Ils demeurent encore aujourd'hui de loin les plus importants, comme les marchés de change ou de taux interbancaires ; les transactions quotidiennes y atteignent des montants gigantesques et les expériences de marchés officiels (par exemple le *fixing* sur les changes en France) ont été souvent abandonnées au profit du gré à gré, beaucoup plus souple. Le perfectionnement récent des moyens de communication et d'information, la diversité et l'ingéniosité des instruments disponibles sur ces marchés n'ont fait que renforcer la tendance. Par ailleurs, les organismes de régulation bancaire ont, pour certains de ces instruments, conçu des contrats types qui servent de référence. Le gré à gré est d'ailleurs souvent à l'origine des instruments adoptés par les marchés organisés.

## I. Acteurs des marchés à terme

Indépendamment de leur personnalité morale, quels sont les acteurs des marchés à terme jouant sur l'avenir, donc dans l'incertitude, et quelle est leur motivation ? Essentiellement c'est l'attitude devant le risque : aversion ou acceptation.

Le producteur de matières agricoles ou minières voulant s'assurer un prix de vente de sa marchandise, vendra à terme. Il transfère donc le risque des variations de ce prix à quelqu'un qui l'accepte ; c'est le **spéculateur**, contrepartie qu'il assume dans l'espoir d'un profit ou, en termes plus savants, en évaluant la relation entre risque et rendement ou l'espérance mathématique de gain. Sans les spéculateurs il n'y aurait pas de contrepartie, donc pas de marché possible.

Entre producteurs (ici hedger) et spéculateurs se greffent des acteurs quelque peu spéciaux :

- les **arbitragistes**, qui guettent des distorsions infimes et ponctuelles des marchés pouvant laisser des gains presque certains à condition de jouer sur de très grandes quantités,
- les animateurs, qui assurent la liquidité des transactions : ce sont les teneurs de marché travaillant pour le compte des banques ou sociétés de bourse ou des négociateurs individuels agréés (**locals**) qui travaillent avec leur propre argent. Ces acteurs assurent non seulement la liquidité mais aussi, dans une certaine mesure, l'équilibre des cours en corrigeant (en principe) leurs aberrations momentanées.