

**GESTION
DE
PORTEFEUILLE**

Rémy Estran
Étienne Harb
Iryna Veryzhenko

**GESTION
DE
PORTEFEUILLE**

BUSINESS

2^e ÉDITION

DUNOD

Conseiller éditorial : Christian Pinson
Mise en page : Belle Page

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du

Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2014, 2021 pour la présente édition
11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com
ISBN 978-2-10-082989-7

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3° a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

SOMMAIRE

Préface	1	
Avant-propos	5	
Chapitre 1	La microstructure des marchés financiers	9
	1 • L'architecture et l'organisation d'un marché financier	10
	2 • L'organisation des échanges : structures et types d'ordres	20
	3 • La formation des cours	30
	4 • Les interruptions de cotation	33
	5 • Mesures de liquidité	34
Chapitre 2	Préférences et utilités	45
	1 • Fonction d'utilité	47
	2 • Prime de risque	54
	3 • Incertitude et marchés financiers	57
	4 • Approche moyenne-variance	60
Chapitre 3	Principes et techniques de gestion de portefeuille : arbitrage rentabilité/risque	67
	1 • Rentabilité et risque	68
	2 • La diversification de portefeuilles de titres	75
	3 • L'introduction d'un actif sans risque	85

Chapitre 4	Modèles analytiques d'optimisation de portefeuille	95
	1 • L'optimisation d'un portefeuille d'actifs risqués en l'absence de taux sans risque	96
	2 • L'optimisation d'un portefeuille d'actifs risqués avec un taux sans risque	105
Chapitre 5	Modèle d'évaluation des actifs financiers et ses extensions	117
	1 • Le modèle de base	118
	2 • La droite de marché (<i>capital market line – CML</i>)	122
	3 • La droite des titres ou droite du MEDAF (<i>securities market line – SML</i>)	124
	4 • L'estimation empirique du beta	129
	5 • Les critiques et les extensions du MEDAF	132
Chapitre 6	Les styles de gestion	149
	1 • Gestion active et gestion passive	150
	2 • Gestion passive	153
	3 • Gestion <i>smart beta</i>	157
	4 • L'investissement socialement responsable (ISR)	160
	5 • Gestion alternative : les <i>hedge funds</i>	165
Chapitre 7	Market timing et stock picking	183
	1 • <i>Market timing</i>	184
	2 • <i>Stock picking</i>	195
Chapitre 8	Évaluation de la performance	211
	1 • Mesures de performance ajustée du risque	212
	2 • Attribution de performance	227
	Remerciements	239
	Bibliographie	241
	Index	243

PRÉFACE

*« Je veux pouvoir expliquer mes erreurs.
C'est pourquoi je ne fais que des choses que je comprends. »*

Warren Buffett

L'erreur comme préambule à la gestion de portefeuilles n'est pas une gageure mais bien le prérequis de toute bonne gestion.

La recherche de performance ne réside pas seulement dans le choix des titres, mais également dans leur dynamique. Acheter quand le marché vend, suivre la tendance, savoir couper une position en perte ou en forte plus-value, sont des compétences qui s'acquièrent avec l'expérience. L'apprentissage par l'erreur reste la meilleure école du gérant. À tel point qu'il est commun de dire qu'un bon gérant est un gérant qui a raison plus d'une fois sur deux. C'est dire si l'erreur est inhérente au métier de gérant. D'où, également, l'importance de se nourrir de ses erreurs pour progresser.

Dans ce contexte, comment appréhender et maîtriser l'erreur ? Là réside l'expertise du gérant de portefeuilles. Cette expertise s'acquiert grâce à l'expérience indissociable d'un raisonnement pertinent et fiable. Pour citer à nouveau Warren Buffett, « vous n'avez pas raison parce que d'autres sont d'accord avec vous. Vous avez raison parce que vos faits sont exacts et que votre raisonnement est juste. »

La théorie de gestion de portefeuilles intervient à ce stade. Elle va permettre au gérant de modéliser sa pensée et d'affiner ses prises de position. L'invitation par l'ESSCA à la soutenance de travaux pratiques en gestion de portefeuilles m'a permis de confronter à nouveau la théorie et la pratique *via* les premières applications de la théorie financière. Le passage des étudiants devant le binôme que je formais avec le professeur de gestion de portefeuilles m'a rappelé que certaines règles essentielles de gestion sont subtiles à appréhender lorsque l'on débute. En premier lieu, l'obligation de respecter les contraintes de gestion fixées par le cahier des charges du client. Un non-respect entraînerait à coup sûr la perte du mandat.

En second lieu, la justification des choix d'investissement. Le gérant peut avoir tort ou raison, mais il doit pouvoir expliquer pourquoi. En dernier lieu, l'importance de la construction du portefeuille, item trop souvent sous-estimé. C'est pourtant par la construction du portefeuille que le gérant pourra calibrer les positions et ainsi garantir un niveau de diversification et de risque adéquat.

De l'intérêt du métier de gérant.

Ce métier permet d'étancher sa curiosité et sa soif de connaissances. Transition énergétique, voiture autonome, banque 2.0 ou encore nouvelles technologies de télécommunication à l'horizon 2030, cette prospective et la diversité des thèmes sont le socle d'un enrichissement intellectuel quotidien. Autre point fort du métier, l'échange constant avec les dirigeants de sociétés et les experts sectoriels. Ces rencontres permettent d'identifier des idées d'investissement, de valider des hypothèses mais surtout de nouer des relations sur le long terme avec des entrepreneurs et capitaines d'industrie passionnants et passionnés, ancrés dans l'économie réelle.

De l'avenir de la gestion active fondamentale.

Cette dernière décennie, la montée en puissance de la gestion passive – en termes d'encours sous gestion – permet à certains observateurs d'annoncer la mort de la gestion active fondamentale. Ma conviction est que la gestion active fondamentale a bel et bien son avenir devant elle. Ceci est intrinsèquement lié à son rôle en matière d'accompagnement des entreprises dans leur développement, d'engagement actionnarial en faveur d'une meilleure prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

De la gestion socialement responsable.

Mes récentes activités de gestion m'ont amené à élaborer une approche d'investissement socialement responsable (gestion ISR). J'en retiens quelques principes qui constituent, à mes yeux, les meilleures pratiques en la matière. Premièrement, l'analyse ESG doit être faite en interne sans recours à des agences de *rating* externes. Deuxièmement, l'analyse ESG et le process de gestion ISR ne doivent pas être plaqués sur un process existant au risque de détruire de l'alpha. De fait, l'approche responsable doit enrichir l'analyse et épouser le process afin de créer de la valeur.

Par ailleurs l'analyse ESG permet à la fois de limiter les risques à l'investissement en évitant :

- un risque légal concernant l'environnement ;
- un risque de fragilisation du modèle économique si la gestion des hommes est défailante ;
- un risque comptable, de fraude ou de corruption en cas de problème de gouvernance.

L'analyse ESG permet de surcroît d'identifier des opportunités d'investissement :

- les apporteurs de solutions à la transition énergétique, digitale ou démographique ;
- les entreprises intégrant les problématiques environnementales dans leur stratégie pour en faire un avantage compétitif.

Ces items constituent autant de vecteurs d'investissements attractifs.

De la recherche d'impact.

Dans la galaxie de la gestion socialement responsable, la gestion à impact prend de l'ampleur. J'attire l'attention du lecteur sur le fait qu'être actionnaire d'une société vertueuse ou d'une société apporteuse de solutions pour notre planète ne génère pas un impact additionnel mesurable. En effet, être actionnaire correspond à posséder une part de cette société. Un prêt pour financer une éolienne ou l'électrification d'un quartier a un impact sur l'économie réelle. Une opération de capital-développement pour financer une start-up innovante dans le domaine de l'économie sociale et solidaire a un impact mesurable. Dans le cas d'un fonds d'actions cotés, la seule façon d'avoir de l'impact est de jouer son rôle d'actionnaire responsable. Dans ce sens, nous adoptons une politique de vote responsable lors des assemblées générales des sociétés dont nous sommes actionnaires. Nous avons par ailleurs un dialogue exigeant avec les équipes dirigeantes afin de les inciter à améliorer leurs pratiques en termes de transparence (afin de mesurer les progrès) et d'impact environnemental et social. Enfin, nous excluons de nos investissements les entreprises qui n'atteignent pas un niveau minimum de responsabilité d'entreprise et/ou dont la volonté de progrès est inexistante.

Au regard de ces éléments, le présent ouvrage constitue un outil exhaustif pour appréhender la théorie et les différentes techniques de gestion de portefeuilles. Je vous en souhaite une lecture instructive et enrichissante.

Ronan Poupon¹

1. Ronan Poupon est gérant-analyste actions et responsable de l'équipe European All Cap chez DNCA Finance. Il a débuté sa carrière en 2000 et a plus de 20 ans d'expérience en gestion d'actifs (Natixis AM, Ostrum AM, DNCA Finance). Ronan est diplômé de l'EM Strasbourg Business School. Il est membre de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF).

AVANT-PROPOS

Écrit pour être accessible au plus grand nombre, cet ouvrage, comme sa première édition, présente la gestion de portefeuille au travers de huit chapitres qui se succèdent dans un ordre logique. Le premier, sur la microstructure des marchés financiers, présente le cadre de la gestion, l'organisation et les infrastructures de marchés, les principaux types d'ordres de Bourse et les mécanismes de fixation des prix. Ensuite, puisque les décisions financières se prennent dans un environnement incertain, où les rentabilités espérées dépendent en grande partie des risques pris, le gérant de portefeuille cherche constamment à maximiser l'utilité de ses investissements, c'est-à-dire la satisfaction qu'ils procurent en fonction de l'aversion au risque des investisseurs (chapitre 2).

Pour construire son portefeuille, il procède donc régulièrement à des arbitrages en cherchant à maximiser le couple rentabilité/risque, tout en tenant compte de la corrélation des actifs introduits dans le portefeuille (chapitre 3). Ce portefeuille, comprenant parfois plusieurs centaines d'actifs, peut être optimisé de manière à satisfaire des niveaux de rentabilité exigée et/ou de risque acceptable en fonction du niveau de tolérance du risque des investisseurs (chapitre 4).

Tandis que, selon le MEDAF (Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers), la rentabilité d'un portefeuille diversifié s'explique essentiellement par son beta, c'est-à-dire par sa sensibilité au marché, les modèles multifactoriels, comme ceux de Fama-French et de Cahart, ont montré que d'autres facteurs comme la taille, le ratio valeur comptable/valeur de marché et le momentum avaient également un pouvoir explicatif sur la rentabilité des portefeuilles et étaient associés à des primes de risque (chapitre 5).

Professionnels et académiciens se sont alors mis à la recherche de nouveaux facteurs de risque afin de capturer les primes de risque associées à ces facteurs. C'est ainsi qu'est née la gestion dite « *smart beta* » (ou « *Factor Investing* »), à mi-chemin entre la gestion passive pure et la gestion active. Aussi, accompagnant une prise de conscience mondiale sur les enjeux liés au développement durable, l'Investissement Socialement Responsable (ISR) s'est considérablement développé ces dernières

années. Des fonds d'exclusion à la gestion « *best in class* », plusieurs méthodes d'implémentation sont possibles. Les stratégies des *hedge funds*, qui sont en constante évolution, sont également présentées ainsi que les méthodes d'évaluation de la valeur nette d'inventaire par action de fonds et de la performance du fonds (chapitre 6). Pour battre le marché, les professionnels de la gestion active utilisent des techniques de *market timing* et de *stock picking* afin de déterminer respectivement quand acheter et quand vendre, ainsi que quoi acheter et quoi vendre (chapitre 7).

Enfin, le dernier chapitre présente les principales mesures de performance ajustée du risque, et illustre l'attribution de performance d'un gérant en fonction de ses capacités d'allocation d'actifs et sélection de valeur. Ainsi, bien que cet ouvrage soit volontairement centré sur les actions plutôt que sur les obligations ou les produits dérivés¹, les méthodes et les principes de gestion présentés ici sont applicables à tout portefeuille, quels que soient les actifs qui le composent.

Du MEDAF initial aux derniers modèles multifactoriels, du développement des premiers *ETF* pour la gestion passive à la gestion *smart beta*, de l'investissement socialement responsable et des méthodes classiques de *stock picking* et de *market timing* à la construction d'un portefeuille *beta neutral*, cet ouvrage traite à la fois des aspects théoriques et des méthodes pratiques, en essayant toujours d'aller du plus simple vers le plus complexe, et du plus ancien vers le plus récent. Toutefois, comme son environnement, le métier de la gestion de portefeuille est en constante évolution : crises et rebonds économiques se succèdent dans un monde de plus en plus globalisé, réglementation changeante, taux bas – parfois même négatifs –, part croissante du trading algorithmique, innovation financière, et dernièrement pandémie... la gestion de portefeuille est remplie de nouveaux challenges, et la manière d'appréhender les marchés financiers demain sera peut-être sensiblement différente qu'aujourd'hui. C'est aussi cela qui rend ce métier passionnant !

Les auteurs

Rémy Estran, Étienne G. Harb, Iryna Veryzhenko

1. Pour une introduction aux produits dérivés, nous recommandons le livre *Finance* publié aux éditions Dunod dans la collection "Openbook" (2014).

• **Présentation des auteurs**

Rémy Estran

Directeur « Analytics » au sein de Qivalio, un groupe européen de notation, de recherche et de conseil, Rémy est expert en modélisation et en gestion des risques financiers. Docteur en sciences de gestion de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, il est l'auteur de plusieurs articles académiques et professionnels dans les domaines de la gestion des risques et de la gestion d'actifs.

Étienne G. Harb

Titulaire d'un doctorat en Sciences économiques-Finance de marché de l'université Panthéon-Assas (Paris II), Étienne G. Harb est professeure de finance à l'Université Notre-Dame-Liban et chercheuse affiliée à l'ESSCA School of Management. Elle enseigne principalement la gestion financière, la finance de marché et la gestion des risques financiers. Elle est l'auteur d'ouvrages de finance et d'articles scientifiques en gestion des risques financiers, plus particulièrement le risque de crédit et le risque de liquidité et la microstructure des marchés financiers.

Iryna Veryzhenko

Maître de conférences au Conservatoire National des Arts et Métiers et docteur en finance de marché de l'IAE de Paris, elle enseigne la gestion de portefeuille, la gestion obligataire et la microstructure des marchés financiers. Elle assure également des cours de finance de marché et de gestion d'actifs à l'ESSCA, à l'IAE de Paris et à l'EN-SAM de Paris. Elle est l'auteur de plusieurs articles scientifiques en gestion de portefeuille, régulation financière, et la microstructure des marchés financiers. Elle est la directrice déléguée pour les *policy papers* au sein du laboratoire d'excellence sur la régulation financière (LabEx ReFi - 2020496532).

1 • LA MICROSTRUCTURE DES MARCHÉS FINANCIERS

OBJECTIFS

- Pour mieux comprendre la construction et la gestion d'un portefeuille, il est essentiel de comprendre les mécanismes d'un marché financier, son organisation et ses infrastructures. Dans cet ouvrage, nous traitons le cas du marché financier français.
- Il est intéressant de comprendre comment sont passés les ordres de Bourse mais il est encore plus important de bien cerner la formation des prix des titres échangés et le débouclage des transactions.
- Avec l'avancée technologique, l'innovation numérique et la transformation des places financières qui s'en suit, le rôle de la régulation devient majeur. Ce chapitre introduit les principaux régulateurs sur la scène française ainsi que les principaux acteurs européens.

En réponse à l'avancée technologique phénoménale qui a particulièrement marqué cette dernière décennie, les infrastructures de marché comme les places financières, les institutions financières, les agences de notation financière, etc., ont subi une énorme mutation, ainsi que les échanges et les instruments financiers. La révolution qui s'est opérée a eu des conséquences stratégiques, organisationnelles et technologiques conséquentes pour tous les acteurs de marché, mais principalement pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement.

Dans ce chapitre introductif, nous portons un intérêt particulier à la Bourse, infrastructure capitale d'une place financière. Un lieu d'échange fonctionnant « à la

crée »¹ depuis sa création et jusqu'en 1987 (Bourse de Paris – Palais de Brogniart), la Bourse est actuellement commandée par les ordinateurs, le traitement du passage d'ordres étant désormais complètement informatisé. Nous en exposerons les mécanismes de fonctionnement et les acteurs. À ce stade, il faut rappeler que les marchés sont classés en marchés de gré à gré et en marchés dits organisés ou réglementés :

- sur le marché de gré à gré ont lieu des échanges directs entre l'acheteur et le vendeur sans besoin d'intermédiaire financier. Les contrats s'y font sur mesure pour répondre aux besoins des investisseurs ;
- sur la deuxième forme de marché, les transactions nécessitent l'intervention d'un intermédiaire et on y trouve des produits ou des contrats avec des caractéristiques prédéterminées. Toutes les Bourses ou places de négociation sont des marchés organisés, comme Euronext (à Paris), les systèmes multilatéraux de négociation (SMN) ou les marchés boursiers alternatifs comme Turquoise² (basé à Londres), Chi-X, premier SMN en Europe absorbé en 2011 par Bats, SMN européen lancé en 2008 (basé à Londres), etc.

1 • L'ARCHITECTURE ET L'ORGANISATION D'UN MARCHÉ FINANCIER

Pour mieux comprendre la structure d'un marché et son organisation, il faut commencer par distinguer le marché des capitaux et le marché monétaire. Le premier, appelé plus couramment marché financier, assure le financement de l'économie. Il représente le lieu (désormais fictif) des échanges entre les agents économiques qui ont des besoins de financement et ceux qui ont des capacités de financement et qui consentent à allouer des fonds en contrepartie d'une rémunération pour le capital prêté. Le marché financier assure ainsi le financement de l'économie à long terme, alors que le marché monétaire tient le rôle de financeur de l'économie à court terme.

1. La cotation à la criée est la première méthode de fonctionnement de la Bourse. Elle consiste à établir le prix ou le cours d'un titre par la confrontation des offres d'achat et de vente d'une façon publique et verbale. Elle emploie une forme particulière de langage des signes avec des codes pour passer les ordres entre courtiers, tout en centralisant les points d'achat et de vente.

2. Turquoise est le premier SMN à proposer en Europe une plateforme de négociation permettant à ses clients de rester anonymes, forme de marché appelé *darkpool* ou bassin de liquidités opaques en français. Ce marché alternatif aux grands marchés boursiers réglementés se place en dehors des réglementations en fixant ses propres règles. Il offre donc une possibilité de marché de gré à gré afin de permettre à ses grands clients de contourner les réglementations et rester anonymes. Il est autorisé en 2007 par la Directive marchés des instruments financiers (DMIF) (voir focus sur la DMIF p. 13).

Plus explicitement, le marché financier est le lieu d'émission et d'échange¹ de valeurs mobilières, comprenant principalement les actions (participations ou titres de propriété émis par une entreprise) et les obligations (titres de créance)². Il fait donc l'interface entre les émetteurs (avec des besoins de financement) d'une part, et les investisseurs (avec des capacités de financement) d'autre part. Les rencontres avec ces derniers sont facilitées par des intermédiaires ainsi que les infrastructures pour la négociation et la compensation des instruments financiers sur lesquelles repose le marché.

L'ensemble de ces acteurs constituent ce qu'on appelle une place financière.

REMARQUE

Avec la vitesse de la démutualisation des places financières, la Bourse offre de multiples possibilités. Elle permet aussi de former des alliances, des restructurations, des fusions et des acquisitions, avec beaucoup de souplesse. Ceci est rendu possible par les offres publiques d'achat (OPA), les offres publiques d'échange (OPE) ou d'autres opérations.

FOCUS

Le financement de l'économie

Aujourd'hui, le financement de l'économie s'effectue directement et indirectement :

- **Directement** : par le biais des marchés de capitaux qui garantissent l'échange des instruments financiers et assurent ainsi leur liquidité. Les marchés des actions sont accessibles directement aux particuliers. Toutefois, la majorité des autres marchés ne le sont qu'aux professionnels (banques, Organismes de Placement Collectif des Valeurs Mobilières [OPCVM], fonds de gestion...). Ceci explique la montée en puissance de la gestion collective qui permet aux particuliers d'accéder plus

facilement à l'ensemble des marchés pour y investir leur épargne.

- **Indirectement** : par le biais des intermédiaires telles les banques, qui se refinancent grâce à l'épargne des particuliers auprès des marchés ou de la banque centrale. Ainsi, pour financer son activité, une entreprise peut soit emprunter auprès d'une banque soit émettre directement des titres financiers sur les marchés.

Dans les deux cas, les banques jouent un rôle extrêmement important dans le financement de l'économie.

1. L'émission des nouveaux titres se fait sur le **marché primaire** où le titre est souscrit (ou acquis) pour la première fois par un investisseur. Cette émission est généralement soutenue et organisée par les banques contre rémunération. La renégociation du titre émis peut se faire à tout moment et ce, sur le **marché secondaire**. Ainsi, dès leur mise en circulation sur le marché primaire, les nouveaux titres sont négociés afin de trouver de nouveaux acquéreurs sur le marché secondaire.

2. Pour une meilleure compréhension de la différence entre ces deux instruments financiers, cf. Harb E., Veryzhenko I., Masset E. et Murat P. (2014), *Finance*, collection Openbook, Dunod, chapitres 8 et 9.

• L'architecture d'un marché

Depuis le passage à la cotation assistée par ordinateur en 1986 (généralisée à Paris en 1990), qui succède au système de Bourse à la criée, la passation d'ordre peut se faire de chez soi sur Internet. Une fois l'ordre passé, l'actionnaire reçoit un avis d'opéré presque immédiatement. Toutefois, l'exécution d'une transaction fait intervenir de nombreux acteurs ou métiers. Un grand nombre d'opérations s'enchaînent dès la réception d'un ordre. Elles sont classées en quatre grandes catégories :

- l'intermédiation financière ;
- la confrontation entre l'offre et la demande et la détermination d'un cours d'équilibre ;
- le post-marché ;
- la régulation des échanges et des acteurs.

1. L'intermédiation financière

Un actionnaire, donneur d'ordres, doit détenir un compte-titres auprès d'un intermédiaire financier (banque ou courtier électronique). L'ordre transite du donneur d'ordres au marché en passant obligatoirement par un intermédiaire membre PSI (prestataires de services d'investissement¹). Seul un membre est habilité à placer les ordres sur le marché. Les PSI sont les institutions financières, les établissements de crédit et les sociétés d'investissement.

Si l'ordre est passé *via* un intermédiaire membre, l'ordre est directement dirigé vers le marché. Sinon, l'intermédiaire doit le diriger vers un membre, ce qu'on appelle le routage d'ordres.

La transmission d'ordres et les opérations de post-marché ont été automatisées grâce à la mise en place, en 1991, du système de règlement-livraison titres appelé RELIT. Il est actuellement connu sous le nom RGV pour RELIT Grande Vitesse. Cette automatisation permet aujourd'hui à un particulier titulaire d'un compte-titres, même modeste, de le gérer en temps réel à un faible coût toujours révisé à la baisse. Ceci est rendu possible car le RELIT permet :

- un passage d'ordres avec exécution immédiate, sous l'hypothèse que l'ordre soit compatible avec les caractéristiques du marché de réception, et ;
- une réception quasi immédiate d'un avis d'opéré par le donneur d'ordres.

À chaque étape de la transaction, on vérifie ce qui concerne la détention des titres par le vendeur et la solvabilité de l'acheteur ou du vendeur à découvert².

1. Il s'agit d'un label européen.

2. Les ventes à découvert seront traitées dans le chapitre 3. Il s'agit de vendre à terme un titre que l'on ne possède pas à la date de la négociation de la vente mais qu'on acquerra plus tard quand le prix aura baissé, en vue de le livrer à l'acheteur.

L'intermédiation financière a été largement affectée par la Directive marchés d'instruments financiers (DMIF ou MIFID en anglais) depuis sa mise en place en novembre 2007.

FOCUS

Directive marchés d'instruments financiers DMIF¹

La DMIF a radicalement modifié le paysage boursier en Europe. Elle a permis entre autre d'élargir la concurrence entre les places financières où ont lieu les échanges de titres. Elle a également rendu possible de choisir la place d'exécution de l'ordre pour permettre à l'intermédiaire financier de garantir la meilleure exécution possible de l'ordre passé par son client. En effet, si l'intermédiaire n'est pas censé

informer son client de toutes les possibilités, il est tenu de lui offrir la meilleure exécution possible. Il est à noter qu'il existe également un ordre appelé « ordre meilleure place », applicable depuis la mise en place de la DMIF. Il offre l'avantage de faire obligation aux intermédiaires financiers de router l'ordre de Bourse placé par leur client vers le marché assurant les meilleures conditions de prix.

2. La confrontation entre l'offre et la demande et la détermination d'un cours d'équilibre

Dans tout marché, pour déterminer un prix d'équilibre, il faut faire se confronter l'offre et la demande de produits. À la Bourse, la détermination du prix ou du cours des titres répond au même principe. Ceci se fait fréquemment selon une cotation assistée par ordinateur avec carnet d'ordres. On peut y recourir moyennant deux modes différents : la cotation en continu (ou marché continu) et la cotation au *fixing*.

Toutefois, certaines places de négociation ne recourent pas à la détermination de cours mais importent des cours observés sur d'autres marchés de référence. On les appelle marchés à prix importé. C'est le cas de certains *darkpools* (ou bassins de liquidités opaques)², de *crossing networks* (ou réseau de courtage) ou des internalisateurs systématiques. Ces derniers sont des prestataires de services d'investissement qui exécutent certains ordres de leurs clients en dehors du marché réglementé, en se portant eux-mêmes contreparties.

3. Le post-marché

Après leur négociation, les titres doivent être traités. L'acheteur règle le prix de la transaction au vendeur qui, à son tour, livre les titres. Ce transfert de titres doit être acté. Ce rôle est assuré par les infrastructures de post-marché (opérations *back-office*)

1. MIFID en anglais.

2. Cf. note de la bas de la page 10 du présent chapitre.

qui se chargent du suivi administratif et du traitement afin de garantir le bon dénouement des transactions.

En ce qui concerne les actions, deux opérations principales s'effectuent sur le post-marché: la compensation et le règlement-livraison.

- **La compensation** : dans un marché réglementé, un investisseur donneur d'ordres fait affaire « avec le marché » et non avec tel ou tel investisseur. La dissociation entre la transaction et la qualité de signature est rendue possible par les chambres de compensation (*clearing houses*), qui interviennent comme contrepartie centrale unique de l'acheteur et du vendeur. Exemple : LCH Clearnet est le compensateur avec lequel sous-traite Euronext en France pour la négociation des actions. Le principe de compensation a l'avantage de limiter, voire d'éliminer, le risque pour les investisseurs acheteurs ou vendeurs, celui-ci étant transféré à la chambre de compensation. Ces prestations de compensation sont rémunérées sous forme de commissions. En d'autres termes, la commission de compensation rémunère le risque de contrepartie transféré des investisseurs à la chambre de compensation. Cette dernière gère le risque sous forme de demande de garanties aux membres. Toutefois, c'est la plateforme de négociation qui choisit le compensateur et non l'investisseur ni l'intermédiaire membre par lequel l'ordre a transité. La plateforme facture une commission globale pour les services assurés (négociation et compensation) aux membres. Les éventuelles défaillances des clients seront supportées par les intermédiaires. Pour se protéger, ils établissent des procédures de vérification de la solvabilité de leurs clients quand ceux-ci placent leurs ordres.
- **Le règlement-livraison** est un système qui garantit le paiement et la livraison effective des titres. Le dénouement des engagements entre l'acheteur et le vendeur se fait avec un décalage de 3 jours pour une transaction au comptant à Paris (donc les flux ont lieu en $T + 3$). Pour les opérations en Service à Règlement Différé (SRD), le décalage temporel est encore plus important, comme le débouclage effectif d'une transaction a lieu en fin de mois¹. Cela étant, les procédures doivent être bien définies. À ce niveau intervient le métier de la conservation (*custody* ou *safekeeping*). En effet, les titres sont inscrits au nom de l'investisseur acheteur chez un conservateur, comme Euroclear et Clearstream, qui sont les principaux organismes du métier de conservation en Europe. Euroclear est également le plus important dépositaire central de titres (CSD en anglais) pour le marché français des actions. À savoir, un CSD assure plusieurs métiers, de la compensation à la conservation et au service de règlement-livraison, ainsi que la gestion des dépôts de garantie et d'autres opérations sur produits dérivés tel le traitement des appels de marge, etc. Une fois que le règlement est réalisé, la livraison des titres se matérialise par leur transfert vers le compte-titres de l'investisseur en passant par la banque ou le courtier par qui l'ordre a transité.

1. On peut même observer dans certains cas, des reports de positions sur le mois suivant.