

Jusqu'au XVIII<sup>e</sup> siècle, les activités de production et d'échange sont presque exclusivement assurées au sein de la famille ou dans le cadre des corporations de métiers (les guildes) ; il n'existe pas vraiment d'entreprises au sens moderne du terme. Certes, l'Histoire regorge de personnages mi-négociants, mi-aventuriers animés d'un véritable esprit d'entreprise et que l'on peut qualifier d'entrepreneurs. Mais les premières entreprises n'apparaissent vraiment qu'au XVIII<sup>e</sup> siècle<sup>1</sup>, avec la Révolution industrielle. Elles sont alors dirigées par leur propriétaire, véritable homme-orchestre, qui possède le savoir-faire technique, organise la production, anticipe les évolutions du marché, recrute, dirige la main-d'œuvre et trouve les financements.

À partir du XIX<sup>e</sup> siècle, l'industrialisation modifie profondément l'organisation des entreprises : les usines se développent, la division du travail gagne du terrain, le salariat et la classe ouvrière apparaissent. Malgré tout, on confond encore l'entreprise avec l'entrepreneur et sa direction reste essentiellement une affaire de famille ; on considère que seul le cadre familial permet d'assurer l'identité, la continuité et le contrôle de l'entreprise sur plusieurs générations. En particulier, l'organisation familiale joue un rôle essentiel dans l'obtention de financements qui reposent sur des relations de confiance entre personnes.

Le Code de commerce de 1807 constitue une rupture, puisqu'il autorise pour la première fois en France la création de sociétés anonymes : c'est une révolution, car les associés ne sont responsables des pertes de l'entreprise qu'à hauteur du capital qu'ils y ont investi. Cela favorise la croissance de secteurs très capitalistiques, tels que la sidérurgie, les chemins de fer et les banques, dans lesquels les ressources familiales ne peuvent suffire à financer la croissance et le développement de l'offre de capitaux ; mais cela modifie également l'organisation du pouvoir au sein de l'entreprise et ouvre la voie aux grandes entreprises modernes, qui apparaissent à partir de 1900 avec le taylorisme et « l'organisation scientifique du travail » (OST).

Pour définir ce qu'est une entreprise, il est nécessaire d'en détailler les formes possibles (voir section 1.1), en mettant l'accent sur les sociétés anonymes. Ces sociétés ont deux caractéristiques essentielles : la séparation entre la propriété de l'entreprise et son contrôle (voir section 1.2) et la facilité avec laquelle les actions, qui constituent le capital de l'entreprise, peuvent s'échanger, en particulier sur les marchés financiers (voir section 1.3). Enfin, on détaillera les liens entre les innovations technologiques et les innovations financières (voir section 1.4).

1. P. Verley (1999), *Entreprises et entrepreneurs du XVIII<sup>e</sup> siècle au début du XX<sup>e</sup> siècle*, Hachette, coll. « Carré Histoire ».

## 1.1. Qu'est-ce qu'une entreprise ?

### Les entreprises en France : un ensemble hétérogène

En France, en 2020, on compte près de 4,1 millions d'entreprises, définies par l'Insee comme des « unités légales exerçant une activité au sein du système productif marchand »<sup>2</sup>. Chaque année, environ 1 million d'entreprises sont créées, et presque autant disparaissent. Ces entreprises forment un ensemble hétérogène, de par leur secteur d'activité, leur taille, leur but et leur forme juridique.

**Le secteur d'activité.** L'Insee distingue 11 secteurs d'activité qui vont du commerce (17 % des entreprises) au transport (4 %), en passant par l'industrie (6 %) ou la construction (12 %).

**La taille.** On distingue :

- les **microentreprises** (96,3 % des entreprises), qui emploient moins de 10 salariés et dont le chiffre d'affaires ou le bilan sont inférieurs à 2 millions d'euros ;
- les **petites et moyennes entreprises** (3,5 %), qui emploient entre 10 et 249 salariés, et dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros ou le bilan à 43 millions d'euros ;
- les **entreprises de taille intermédiaire** (0,1 % soit 5 000 entreprises environ), qui emploient entre 250 et 5 000 salariés, et dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1,5 milliard d'euros ou le bilan à 2 milliards d'euros ;
- les **grandes entreprises** (300 entreprises environ), qui n'entrent dans aucune des catégories précédentes.

On le voit, la très grande majorité des entreprises françaises emploient moins de 10 salariés (et 70 % n'en emploient aucun). À l'opposé, les 0,01 % de grandes entreprises emploient à elles seules 30 % des salariés et réalisent également 30 % de la valeur ajoutée nationale.

À partir d'une certaine taille, les entreprises sont souvent organisées sous la forme de **groupes**. Un groupe est un ensemble de sociétés liées entre elles par des participations au capital et parmi lesquelles l'une (la « société mère », ou « tête de groupe ») exerce sur les autres un pouvoir de décision. On recense environ 120 000 groupes en France, qui rassemblent plus de 400 000 entreprises, mais seuls 200 de ces groupes emploient plus de 5 000 salariés.

**Le but.** Il existe trois types d'entreprises :

- les *entreprises privées à but lucratif*, parfois qualifiées d'entreprises capitalistes ;
- les *entreprises privées à but non lucratif* qui regroupent les mutuelles, les coopératives, les associations et les fondations, qui relèvent de l'économie sociale ;
- les *entreprises publiques*, sur lesquelles l'État exerce, directement ou non, une influence dominante. La France a connu deux grandes vagues de nationalisation :

2. Insee, *Tableaux de l'économie française*.

la première à la Libération et la seconde à l'arrivée de la gauche au pouvoir en 1981. Depuis, plusieurs phases de privatisation ont contribué à réduire le nombre d'entreprises publiques. En 2020, l'État contrôle, directement ou non, 1 830 entreprises qui emploient 562 000 salariés (2 % des salariés français), soit trois fois moins qu'il y a 30 ans. Les trois plus importantes sont la SNCF, La Poste et EDF.

### Prix Nobel & Co.

### Coase : la théorie de la firme

Aussi étrange que cela puisse paraître, les économistes sont longtemps restés indifférents à la façon dont les entreprises étaient organisées, privilégiant dans leur approche la figure de l'entrepreneur : dans la théorie microéconomique standard, c'est le marché qui coordonne les actions des agents, l'entreprise n'étant qu'une « boîte noire ». Il faut attendre Ronald Coase en 1937 pour s'interroger sur la nature des entreprises\* : pour lui, la raison d'être des entreprises tient à l'existence de **coûts de transaction**, ainsi nommés car faisant obstacle à certaines transactions sur le marché. Ces derniers peuvent être des coûts de recherche et d'information (trouver le meilleur rapport qualité-prix), des coûts de négociation (parvenir à un accord entre acheteur et vendeur) ou des coûts de surveillance et d'exécution (vérifier que le vendeur respecte les termes du contrat). Lorsque ces coûts sont élevés, les mécanismes de marché ne fonctionnent pas bien. L'organisation de ces transactions au sein d'une institution hiérarchique, telle qu'une entreprise, peut se révéler plus efficace. Pour Coase, marché et entreprises sont donc deux formes alternatives et complémentaires de coordination des activités de production.

Ainsi, une entreprise ayant besoin de boulons a le choix entre les acheter sur le marché – ce qui implique de trouver un sous-traitant, de négocier un contrat et de payer le prix de marché de ces boulons – ou les produire elle-même – ce qui implique d'embaucher des salariés, de les former, d'acheter des machines et alourdit l'organisation de l'entreprise. Face à cette alternative (« faire » ou « faire faire »), l'entreprise choisira l'option la moins coûteuse. Les travaux de Coase ont donné naissance, à partir des années 1970, à la théorie des institutions et lui ont valu le prix Nobel d'économie en 1991.

\* R. Coase (1937), « The Nature of the Firm », *Economica*, 4, p. 386-405.

## Le statut juridique de l'entreprise

Une entreprise peut choisir différentes formes juridiques suivant la nature de son activité (commerciale, artisanale, libérale), le nombre d'associés, la fiscalité des bénéfices ou le degré de responsabilité de ses propriétaires vis-à-vis de ses dettes. Ce dernier critère est particulièrement important :

- lorsque les propriétaires sont responsables des dettes de l'entreprise sur leurs biens propres, les créanciers peuvent se retourner contre eux si l'entreprise est incapable de rembourser une dette, et ils sont alors tenus de la rembourser sur leur patrimoine personnel. Ainsi, un associé qui n'aurait investi que 1 000 € dans l'entreprise devrait rembourser le cas échéant la dette de cette dernière, fût-elle de plusieurs millions d'euros ;
- lorsque la responsabilité des propriétaires est limitée au montant de leur apport, ceux-ci ne perdent que ce qu'ils ont investi dans l'entreprise. On parle alors de sociétés à **responsabilité limitée**.

Avec tous ces critères et le goût français pour la complexité administrative, on aboutit à une quinzaine de statuts juridiques d'entreprises en France : seuls les plus courants sont présentés ici.

**Les entreprises individuelles (EI)** (*sole proprietorship*) sont détenues et gérées par une seule et même personne. Ces entreprises n'ont pas de **personnalité morale** : elles n'existent pas aux yeux de la loi et ne se distinguent donc pas de leur propriétaire-exploitant. Ce dernier ne peut différencier ses biens personnels de ses biens professionnels et il a une responsabilité illimitée vis-à-vis des dettes de l'entreprise. Le principal atout de l'entreprise individuelle est la simplicité. Ainsi, aucun capital minimal n'est exigé pour sa création. Son principal inconvénient est évidemment l'absence de séparation juridique entre l'entreprise et l'entrepreneur. De plus, la durée de vie de l'entreprise individuelle est limitée à celle de son propriétaire et le transfert de propriété est difficile à organiser.

Cette forme juridique est généralement celle de très petites entreprises, avec peu ou pas de salariés ; les commerçants, les artisans, les professions libérales ou les exploitants agricoles optent souvent pour ce statut. Près de la moitié des entreprises françaises sont des entreprises individuelles. Pour autant, elles n'emploient qu'un quart des personnes occupées et ne produisent qu'un cinquième de la valeur ajoutée.

**Les sociétés en nom collectif (SNC)** (*partnership*) ont au minimum deux propriétaires et disposent de la personnalité morale : ce sont des entités légales séparées de leurs propriétaires. À ce titre, elles peuvent signer des contrats, acquérir des biens, contracter des emprunts, etc. Elles sont néanmoins proches des entreprises individuelles, car les associés sont solidairement responsables des dettes de l'entreprise : un créancier peut demander à tout associé d'en rembourser l'intégralité. La confiance entre associés est donc essentielle, les décisions importantes sont prises à l'unanimité et les parts sociales qui composent le capital ne peuvent être cédées qu'avec le consentement de tous les associés. La société est dirigée par un ou plusieurs **gérants**, qui peuvent être ou non des associés et qui ont tous les pouvoirs de gestion et d'administration.

Malgré l'inconvénient de l'absence de séparation entre l'entreprise et ses propriétaires, certaines entreprises conservent ce statut, notamment quand l'activité n'est pas dissociable des personnes qui l'exercent ou de leur réputation : c'est le cas des débits de tabac ou des cabinets juridiques, par exemple. Elles représentent moins de 1 % des entreprises en France.

**Les sociétés à responsabilité limitée (SARL) et les sociétés par actions simplifiées (SAS)** sont des sociétés où les associés (entre 2 et 100) ne sont responsables qu'à concurrence de leur apport et bénéficient de la personnalité morale<sup>3</sup>. Une SARL est dirigée par un ou plusieurs gérants. Il n'y a pas de montant minimal pour le capital social et celui-ci est divisé en parts sociales, qui ne sont pas cessibles librement. Une variante existe lorsqu'il n'y a qu'un seul associé (le chef d'entreprise) : on parle alors d'**entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée** (EURL).

3. Les sociétés à responsabilité limitée existent en France depuis 1925. Elles sont nées en Allemagne en 1893 : les *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH). Au Royaume-Uni ou au Canada, on parle de *Private Limited (Ltd) Company*. Aux États-Unis, cette forme juridique n'existe que depuis 1977 avec les *Limited Liability Companies* (LLC).

Les SAS sont apparues en 1999, avec un statut qui relâche certaines contraintes imposées aux SARL : le fonctionnement interne de la société ou la répartition du pouvoir entre associés sont du ressort des statuts de la société et non de la loi. De même, le capital d'une SAS est constitué d'actions, librement cessibles, et non de parts sociales. Du fait de sa flexibilité, le statut de SAS connaît un succès croissant et représente désormais les deux tiers des entreprises créées.

**Les sociétés anonymes (SA)** ont été créées en France en 1807 par le Code de commerce qui a autorisé les sociétés de capitaux<sup>4</sup>. Une SA dispose de la personnalité morale. Son capital est divisé en **actions** (*stocks* ou *shares*). Les associés, ou **actionnaires** (*shareholders*), sont au minimum deux (il n'y a pas de maximum) ; ils ne sont responsables des pertes de l'entreprise que dans la limite de leur apport. Ils ont droit à des **dividendes**, qui sont prélevés sur le bénéfice de la société. Ces dividendes rémunèrent leur participation au capital et leur prise de risque, et sont généralement versés au *pro rata* du nombre de titres détenus<sup>5</sup>. Les principales décisions concernant l'entreprise (approbation des comptes, affectation des résultats, modification du capital social...) sont prises par un vote des actionnaires réunis en **assemblée générale**. En général, à chaque action est associé un droit de vote<sup>6</sup>.

Les actions des sociétés anonymes sont librement échangeables, ce qui constitue un atout considérable pour attirer des investisseurs. Ainsi, même si les frais de constitution des sociétés anonymes sont importants, ces coûts pèsent peu pour une grande entreprise face aux avantages que ses actionnaires retirent de la limitation de leur responsabilité et de la possibilité de céder librement leurs actions.

Aujourd'hui, les sociétés anonymes ont un poids économique considérable, car c'est le statut de la plupart des grandes entreprises françaises. Les SA représentent à peine plus de 5 % des entreprises en France, mais elles emploient plus d'un quart des salariés et produisent un tiers de la valeur ajoutée totale. Ainsi, TotalEnergies, la plus grande société anonyme française en termes de chiffre d'affaires, exerce ses activités dans plus de 130 pays et compte plus de 100 000 salariés ; son chiffre d'affaires annuel est environ de 200 milliards de dollars pour un bénéfice de plus de 10 milliards de dollars. La valeur des actions de TotalEnergies, ou **capitalisation boursière**, dépasse 150 milliards d'euros en 2023.

À noter, le statut de **société européenne** (SE) a été créé en 2005 pour permettre aux sociétés anonymes d'exercer leurs activités dans toute l'Union européenne sans disposer de structures juridiques dans chaque État membre ; une vingtaine de sociétés françaises ont basculé vers ce nouveau statut, comme LVMH.

## La fiscalité des sociétés

Une société étant une entité légale à part entière, ses profits font l'objet d'une imposition distincte de celle de ses propriétaires. Autrement dit, les actionnaires sont doublement imposés : la société paie des impôts sur ses bénéfices puis les actionnaires paient à leur tour des impôts sur les dividendes qu'ils reçoivent. Il existe dans la plupart des pays des mesures visant à alléger les effets de cette **double imposition**. Aux États-Unis, par

4. L'équivalent au Royaume-Uni est la *Public Limited (Ltd) Company*. Aux États-Unis, on parle simplement de *corporation*.

5. Sauf cas particulier, comme les actions à dividende prioritaire.

6. Sauf cas particulier, comme les actions à droit de vote double (voir chapitre 29).

exemple, le taux d'imposition sur les dividendes n'est que de 20 %, un taux inférieur au taux marginal d'imposition de nombreux actionnaires. Certains pays vont même jusqu'à annuler complètement l'effet de la double imposition des dividendes : c'est le cas notamment en Australie, au Chili ou au Mexique.

Historiquement, la France était le pays de l'OCDE dans lequel le taux global d'imposition des dividendes était le plus élevé – jusqu'à 60 % dans certains cas, et ce, malgré un dispositif limitant la double imposition des dividendes. En 2018, une réforme fiscale a permis de réduire sensiblement la fiscalité sur les dividendes : ils sont maintenant imposés au taux forfaitaire unique de 30 %, qui comprend à la fois l'impôt sur le revenu et les prélèvements sociaux.

### Exemple 1.1

#### La double imposition des dividendes

Mosoft est une entreprise américaine qui réalise un bénéfice avant impôt de 8 \$ par action. Les actionnaires ont voté en assemblée générale une distribution de 100 % du bénéfice après impôt. Le taux d'imposition sur les sociétés est de 25 % aux États-Unis et les dividendes sont imposés à 20 %. Quelle est la somme perçue, après impôt, par les actionnaires ? Même question pour Tatol, entreprise française pour laquelle le taux d'imposition sur les sociétés est de 25 %, les dividendes étant imposés à 30 % en France.

#### Solution

Mosoft paie d'abord l'impôt sur ses bénéfices :  $8 \times 25 \% = 2$  \$ par action. Elle verse donc 6 \$ par action à ses actionnaires. Ceux-ci doivent s'acquitter de l'impôt sur les dividendes :  $6 \times 20 \% = 1,2$  \$ par action. Il leur reste  $6 - 1,2 = 4,8$  \$ par action, ce qui représente un taux global de prélèvement obligatoire de :  $(2 + 1,2) / 8 = 40 \%$ .

Pour Tatol, l'impôt sur les bénéfices est de  $8 \times 25 \% = 2$  € par action. Ses actionnaires reçoivent donc 6 € par action et doivent payer l'impôt sur les dividendes :  $6 \times 30 \% = 1,8$  € par action. Il leur reste  $6 - 1,8 = 4,2$  € par action, ce qui représente un taux global de prélèvement obligatoire de :  $(2 + 1,8) / 8 = 47,5 \%$ .

## 1.2. Propriété et contrôle d'une société anonyme

Contrairement aux entreprises individuelles, dirigées par leur propriétaire, la propriété et le contrôle des sociétés anonymes sont le plus souvent distincts. Les actionnaires, qui sont les propriétaires de l'entreprise, sont en effet trop nombreux et trop dispersés pour espérer la diriger et la contrôler efficacement.

### Qui dirige une société anonyme ?

**Le conseil d'administration et le directeur général.** Les actionnaires exercent indirectement leur contrôle en élisant, en assemblée générale, les personnes qui les représenteront au **conseil d'administration** (*board of directors*). Ces derniers, qualifiés **d'administrateurs** (*board members*), sont au minimum trois et au maximum 18. Ils peuvent être ou non actionnaires de la société, mais ils ont la responsabilité de la contrôler pour le compte de tous les actionnaires ; ils engagent leur responsabilité personnelle (civile, voire pénale pour les cas les plus graves) et ils sont rémunérés pour cela par des **jetons de présence**.

Le conseil d'administration détermine les règles de fonctionnement de l'entreprise, définit sa stratégie et surveille ses performances. Il a voix au chapitre pour les décisions les plus importantes (investissements, dividendes, rémunération des dirigeants, etc.). Pour accomplir ses missions, le conseil peut créer en son sein des comités spécialisés, par exemple sur les rémunérations, l'audit des comptes ou la stratégie.

Le conseil d'administration désigne le **directeur général** de l'entreprise (*chief executive officer* ou CEO), à qui il délègue la plupart des décisions de gestion quotidienne de l'entreprise. Le directeur général met en œuvre les décisions du conseil d'administration. En France, il est fréquent que le directeur général soit également président du conseil d'administration (*chairman of the board*) – il a alors le titre de **président-directeur général** (P-DG) ; dans ce cas, il n'y a pas de séparation des pouvoirs entre le conseil d'administration et le directeur général. C'était d'ailleurs la règle en France avant 2001, date à laquelle la Loi sur les nouvelles régulations économiques a permis cette dissociation des fonctions. Aujourd'hui, un peu moins de 50 % des entreprises du CAC 40 a opté pour cette dissociation des fonctions (parfois de manière conjoncturelle, pour offrir à un ancien P-DG la possibilité de quitter la société en douceur...).

Les sociétés anonymes peuvent également adopter, si elles le souhaitent, une structure duale – à l'allemande – avec un **directoire** composé de deux à sept membres qui assure la direction de l'entreprise et un **conseil de surveillance** qui se réunit au minimum de façon trimestrielle et contrôle la société. Les membres du directoire ne peuvent pas faire partie du conseil de surveillance, ni du directoire d'une autre entreprise. Michelin ou Vivendi, par exemple, ont choisi cette structure duale.

**Le directeur financier.** Le directeur général est généralement entouré de plusieurs cadres dirigeants, qui forment avec lui le comité exécutif, ou comex, de l'entreprise. Parmi eux, on retrouve le directeur des opérations (*chief operating officer* ou COO), le directeur commercial, le directeur des ressources humaines et le **directeur financier** (*chief financial officer* ou CFO). Ce dernier est en charge de la production de l'**information financière** de l'entreprise (comptabilité, consolidation et contrôle de gestion).

Il contribue également aux **choix d'investissement** ; à cet effet, il doit rigoureusement mesurer les coûts et les bénéfices de chaque projet afin de sélectionner ceux qui sont les plus intéressants pour les actionnaires. C'est une tâche fondamentale, puisque les investissements dessinent les contours futurs de l'entreprise.

Le directeur financier est aussi en charge des **décisions de financement**. En effet, une fois qu'un investissement a été décidé, il faut le financer. Faut-il autofinancer le projet, solliciter un crédit auprès d'une banque, privilégier un emprunt obligataire ou émettre de nouvelles actions ?

Le directeur financier doit enfin s'assurer que l'entreprise sera en mesure d'honorer au jour le jour ses engagements financiers. Le **pilotage de la trésorerie** et la **gestion des risques financiers** sont des responsabilités importantes du directeur financier. Certains projets d'investissement mobilisent des milliards d'euros et exigent des décennies avant d'être rentabilisés : le travail du directeur financier est de faire en sorte que cela ne mette pas en péril l'entreprise.

## Les objectifs de l'entreprise

En théorie, les objectifs de l'entreprise sont déterminés par ses propriétaires, puisque le droit de propriété est « le droit de jouir et disposer des choses de la manière la plus absolue, pourvu qu'on n'en fasse pas un usage prohibé par les lois ou par les règlements » (article 544 du Code civil). Dans le cas d'une entreprise individuelle, il n'y a qu'un seul propriétaire et il est également dirigeant de l'entreprise : il est aisé de voir qui définit les objectifs assignés à l'entreprise. Les choses sont plus complexes pour une société anonyme, qui peut avoir des milliers, voire des millions d'actionnaires – soit autant de propriétaires – ayant eux-mêmes des intérêts différents.

Lesquels prendre en compte ? Au premier abord, on peut considérer pour simplifier que les intérêts de tous les actionnaires coïncident. Aussi surprenant que cela puisse paraître, c'est souvent le cas : quels que soient leurs patrimoines, leurs revenus et leurs préférences, tous les actionnaires souhaitent que l'entreprise mette en œuvre des projets qui créent de la valeur : en septembre 2023, une action Apple valait 550 fois plus qu'en octobre 2001 quand l'iPod a été lancé ; de quoi satisfaire les actionnaires, évidemment.

## Ce qui profite à l'entreprise bénéficie-t-il toujours à la société ?

Les actionnaires d'Apple se sont enrichis depuis 2001, mais dans le même temps, les clients ont largement profité des produits de la marque à la pomme, et l'entreprise a créé des dizaines de milliers d'emplois. En règle générale, ce qui profite à une entreprise bénéficie à l'ensemble de la société. C'est l'idée de la « main invisible » chère à Adam Smith, pionnier de la théorie économique : « *Ce n'est pas de la bienveillance du boucher, du brasseur ou du boulanger que nous attendons notre dîner, mais plutôt du soin qu'ils apportent à la recherche de leur propre intérêt*<sup>7</sup>. »

Il existe toutefois de nombreux cas où l'intérêt des uns ne coïncide pas avec l'intérêt collectif, notamment lorsqu'il existe des **imperfections de marché**. Dans ces situations, un **conflit d'intérêts** peut apparaître entre les actionnaires (*shareholders*) et les autres **parties prenantes** de l'entreprise (*stakeholders*). Ce terme désigne tous ceux qui sont liés d'une manière ou d'une autre à l'entreprise et qui sont susceptibles d'être affectés par ses décisions : salariés, fournisseurs, clients, etc. Cela peut également désigner ceux qui habitent à proximité de l'entreprise, voire la société dans son ensemble ou les générations futures qui pourraient être affectées par les conséquences des activités de l'entreprise.

De tels conflits d'intérêts apparaissent par exemple lorsque des entreprises s'entendent pour fixer des prix élevés au détriment des consommateurs ou que des banques prennent des risques excessifs, comme l'a montré la crise financière de 2008 : cette stratégie peut être rentable pour les actionnaires à court terme, mais lorsque les risques se matérialisent la société dans son ensemble est affectée. Le même conflit d'intérêts existe lorsque les entreprises fabriquent des produits nocifs pour l'environnement sans en supporter le coût ou que leurs activités émettent des gaz à effet de serre qui contribuent au changement climatique.

Dans ces cas, des mesures de politique économique doivent être prises pour forcer l'alignement des intérêts des différentes parties prenantes : en l'espèce, un droit de la

7. A. Smith (1776), *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*.

concurrence efficace, le durcissement des règles prudentielles appliquées au secteur bancaire, la définition de normes sociales et environnementales, l'introduction de taxes spécifiques (**principe « pollueur-payeur »**). Ces mesures, sous réserve qu'elles soient suffisamment contraignantes, permettent aux entreprises de poursuivre un objectif de maximisation du profit dans un cadre qui garantit que cela profite à la société dans son ensemble.

Pour autant, les attentes exprimées vis-à-vis des entreprises changent, et la société accepte de moins en moins que le seul objectif affiché d'une entreprise soit le profit. Cette évolution culturelle et sociale, symbolisée par la « quête de sens » de la génération des *millennials* entrant sur le marché du travail, incite les entreprises à mieux prendre en compte les conséquences de leurs activités sur l'environnement et la société. Les questions de « soutenabilité » des activités, d'empreinte carbone et d'impact social deviennent centrales et invitent les actionnaires à réfléchir à la **responsabilité sociale de l'entreprise** (RSE, ou CSR pour *corporate social responsibility*) : au-delà de la recherche du profit, l'entreprise doit-elle agir en faveur d'autres objectifs ? Si oui, qui doit les définir, et comment ? Telle entreprise doit-elle fermer cette usine non rentable, sachant que la plupart des habitants de la ville voisine y travaillent ? Faut-il mettre en place ce nouveau procédé de production, plus coûteux mais qui réduit les émissions de phosphates dans les rivières environnantes, même si le procédé actuel respecte déjà les normes en vigueur ?

Ces questions, complexes, sont traitées en détail au chapitre 29. Mais on peut déjà noter qu'en France la loi PACTE (2019) prend acte de cette évolution des mentalités et modifie la définition de l'objet social de l'entreprise : cette dernière doit être « gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». Celles dont les actionnaires le souhaitent peuvent même devenir des « sociétés à mission » et définir, en plus de la recherche de profit, un ou plusieurs objectifs sociaux ou environnementaux, qui seront contraignants : les décisions prises par l'entreprise devront être cohérentes avec la mission définie.

### Zoom sur...

### Entreprises, conflits d'intérêts et campagnes électorales

En France, la loi interdit aux entreprises tout financement de campagne électorale ou de parti politique. Cette mesure a été prise pour limiter le risque de corruption : de tels financements faisaient craindre des « renvois d'ascenseur » sous forme d'avantages en nature après l'élection. Cette interdiction a également eu le mérite de supprimer un conflit d'intérêts potentiel entre actionnaires, puisqu'il est improbable que tous les actionnaires tombent d'accord sur le candidat ou le parti à soutenir. Remarquons que le mouvement opposé a récemment eu lieu aux États-Unis : la Cour suprême a jugé en 2010 que le premier amendement autorisait les entreprises et les syndicats à soutenir financièrement un candidat ou un parti politique.

Ne soyons pas naïfs : tenir compte du bien-être des parties prenantes ou de l'intérêt collectif peut être dans l'intérêt des actionnaires. C'est le cas lorsque les stratégies les moins polluantes sont aussi les plus efficaces, lorsque les actions de réduction des émissions de gaz à effet de serre menées par l'entreprise permettent d'améliorer son image et donc d'augmenter ses ventes, ou lorsque l'amélioration des conditions de travail augmente la productivité des salariés. Il est aisé de décider de telles stratégies

« gagnant-gagnant » ; dans les autres situations, les actionnaires devront se mettre d'accord : certains seront prêts à des sacrifices, d'autres non, ce qui peut conduire à des conflits d'intérêts entre actionnaires.

## Finance verte

## Quelle responsabilité sociale pour les entreprises ?

Pour Milton Friedman, prix Nobel d'économie 1976, la réponse est simple (1971) : « *La responsabilité sociale des entreprises est de faire des profits [...] ; l'entreprise n'a pas de responsabilité sociale envers le public, ses seules responsabilités sociales sont les revenus qu'elle procure à ses propriétaires. Le travail d'un dirigeant est de faire de l'argent, d'atteindre ou de battre l'indice de référence du marché.* » Sa position a le mérite de la clarté : pour lui, dans la droite ligne d'Adam Smith, c'est en cherchant le profit que l'entreprise rend le plus grand service possible à la société.

Pourtant, un nombre croissant de théoriciens, de politiciens, mais également de chefs d'entreprises et d'actionnaires (voir l'encadré « Fonds ISR » du chapitre 11) soutiennent, au contraire, que les entreprises ont une responsabilité sociale étendue ; elles doivent certes prendre en compte l'intérêt de leurs actionnaires (*shareholders*), mais également ceux des autres parties prenantes (*stakeholders*), c'est-à-dire de tous ceux qui participent, de près ou de loin, à leur existence.

Réduire l'empreinte environnementale de l'entreprise, améliorer la qualité de vie des salariés, proposer des produits durables sont autant de manières de concilier économie, social et protection de l'environnement. Et ce n'est même pas nécessairement contraire à la recherche du profit, puisque cela améliore l'image de l'entreprise, ce qui peut attirer de nouveaux clients. De même, si l'entreprise prend des décisions qui profitent à ses salariés (par exemple, en augmentant leur sécurité d'emploi), elle sera en mesure d'attirer de meilleurs salariés et de bénéficier d'une productivité accrue.

Les objectifs dits ESG – pour Environnement, Social et Gouvernance – sont de plus en plus populaires, au point que même les plus grands gestionnaires d'actifs au monde en font la promotion. Ainsi, d'après Larry Fink, le P-DG de Blackrock (2022) : « *Le capitalisme des parties prenantes n'est pas une question de politique. Il ne s'agit pas d'un programme social ou idéologique. Ce n'est pas "woke". C'est un capitalisme qui repose sur des relations mutuellement bénéfiques entre vous et les salariés, les clients, les fournisseurs et les communautés sur lesquels votre entreprise s'appuie pour prospérer. Tel est le pouvoir du capitalisme. [...] Une entreprise doit créer de la valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes et être appréciée par elles afin de générer une valeur à long terme pour ses actionnaires.* »

Lorsque les entreprises prennent des décisions qui affectent leur valeur et qui, dans le même temps, ont des conséquences sociales importantes, elles doivent quantifier l'impact sur elles, mais aussi sur la société, pour permettre au P-DG, au conseil d'administration et, en fin de compte, aux actionnaires d'évaluer le rapport coût-bénéfice et de prendre une décision en connaissance de cause. Enfin, soulignons qu'il est d'autant plus facile pour une entreprise d'allouer des fonds à des objectifs sociétaux et environnementaux qu'elle est en bonne santé financière...

## Performance et incitations du dirigeant

Même si tous les propriétaires s'accordent sur les objectifs de l'entreprise, encore faut-il que cette dernière cherche effectivement à les atteindre. Dans le cas d'une société anonyme, comment les actionnaires peuvent-ils s'assurer que le dirigeant de l'entreprise essaie bien d'atteindre les objectifs qui ont été fixés ? On peut en effet craindre, en raison de la séparation entre la propriété de la société et son contrôle, que le dirigeant n'agisse pas vraiment dans l'intérêt des actionnaires et préfère poursuivre les siens propres. Ce type de problème est qualifié par les économistes de **conflit d'intérêts** ou de **coût d'agence**.

La façon la plus courante de résoudre ce problème consiste à aligner au mieux les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires, afin de réduire le nombre de décisions dans lesquelles les intérêts des deux parties sont divergents. Pour ce faire, les actionnaires peuvent proposer au dirigeant un **contrat de rémunération incitatif**<sup>8</sup> : par exemple, en lui promettant des primes liées aux profits de l'entreprise ou à sa valeur boursière. Cette stratégie a cependant ses limites : en reliant trop fortement la rémunération du dirigeant à la performance de l'entreprise, on risque d'inciter ce dernier à prendre plus de risques, quitte à investir dans des projets qui ne vont pas dans le sens souhaité par les actionnaires. En outre, un dirigeant talentueux peut tout simplement refuser le poste si le contrat de rémunération proposé par les actionnaires est, de son point de vue, trop contraignant ou trop risqué.

### Crise financière

### Réguler la rémunération des dirigeants

Les récits à propos de stock-options, de parachutes dorés et de retraites-chapeaux ont souvent fait la une des journaux ces dernières années, et on ne compte plus les articles consacrés aux rémunérations « excessives » des dirigeants d'entreprises. Pour favoriser la transparence et tenter de juguler les excès, la régulation sur le sujet a progressivement été renforcée en France : les sociétés cotées sont aujourd'hui tenues de communiquer le montant des rémunérations totales versées aux mandataires sociaux, elles doivent soumettre à leur conseil d'administration les règles de rémunération des dirigeants et les faire approuver en assemblée générale, et l'attribution d'indemnités de départ aux dirigeants est soumise à des critères de performance. Dernier épisode en date, la loi Sapin 2 (2017) oblige les entreprises cotées à organiser un vote contraignant des actionnaires sur les modalités de rémunération des dirigeants lors des assemblées générales (principe du *say-on-pay*).

Un autre moyen à la disposition des actionnaires pour que le dirigeant prenne en compte les objectifs qu'ils assignent à l'entreprise consiste à faire pression sur lui : si le conseil d'administration n'est pas satisfait des performances du dirigeant, il peut le remercier. En pratique, il est rare qu'un dirigeant soit poussé vers la sortie à cause d'une fronde de « petits » actionnaires. Aussi, les actionnaires mécontents choisissent-ils souvent de vendre leurs actions (ce que l'on appelle « voter avec ses pieds », par opposition au vote en

8. M. Jensen et W. Meckling (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360 et J. Core, W. Guay et D. Larker (2003), « Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9, p. 27-50.

assemblée générale). Si les actionnaires sont nombreux à agir de la sorte, le prix de l'action chute. À l'inverse, lorsqu'une société est bien gérée, les investisseurs sont nombreux à vouloir y acheter des actions, ce qui fait monter le cours boursier. Globalement, le prix des actions peut donc être considéré comme un baromètre permettant d'évaluer les dirigeants, puisqu'il reflète l'opinion des actionnaires sur la performance de l'entreprise.

Que se passe-t-il si le conseil d'administration s'évertue à accorder sa confiance à l'équipe dirigeante malgré de piètres performances ? Dans ce cas, il est probable que le cours de la Bourse baissera au fil du temps, ce qui exposera l'entreprise à une **offre publique d'achat hostile** (*hostile takeover*). C'est ce qui se produit lorsqu'un ou plusieurs investisseurs – qualifiés de *raiders* – essaient d'acheter suffisamment d'actions et donc de droits de vote pour changer les administrateurs et les dirigeants. Ils espèrent ainsi qu'avec une nouvelle équipe dirigeante, plus efficace et plus dévouée aux actionnaires, le cours boursier augmentera – pour leur propre bénéfice, mais aussi pour celui des autres actionnaires. Malgré la connotation négative généralement attachée à ces opérations, les *raiders* rendent en fait un grand service aux actionnaires. D'ailleurs, la menace d'une attaque hostile est souvent suffisante pour inciter les dirigeants à être plus performants et le conseil d'administration à prendre des décisions difficiles, le cas échéant. Le simple fait que les actions de l'entreprise soient librement échangeables en Bourse crée donc un « marché » pour le contrôle des entreprises, dont l'existence incite les dirigeants et le conseil d'administration à agir dans l'intérêt des actionnaires.

## Le contrôle des créanciers sur l'entreprise

Les actionnaires ne sont pas les seuls à investir dans une entreprise : les **créanciers** également. Néanmoins, tant que l'entreprise honore ses engagements envers ces derniers, c'est-à-dire qu'elle paie les intérêts dus et qu'elle rembourse le capital emprunté, ils n'ont pas voix au chapitre en ce qui concerne sa gestion. C'est uniquement lorsque l'entreprise ne peut pas rembourser sa dette ou payer les intérêts que les créanciers se voient reconnaître des droits spécifiques (de contrôle, d'inspection, etc.) qui leur permettent de défendre leurs intérêts. En dernier recours, les créanciers peuvent saisir des actifs de l'entreprise à titre de compensation, voire prendre le contrôle de l'entreprise, à la place des actionnaires. La **faillite** d'une entreprise n'est donc rien d'autre qu'un transfert de propriété et de contrôle des actionnaires vers les créanciers (voir chapitre 16).

Afin d'éviter une telle situation, les dirigeants ont la possibilité de réorganiser l'entreprise et de renégocier la dette avec les créanciers. Ce n'est donc pas parce qu'une entreprise rencontre des difficultés financières qu'elle sera nécessairement liquidée : le plus souvent, les créanciers ont intérêt à accepter une réorganisation de l'entreprise pour qu'elle continue à fonctionner. Et même si le contrôle passe dans les mains des créanciers, il peut être dans leur intérêt de maintenir l'activité et de restructurer l'entreprise.

**Crise financière****La faillite de Lehman Brothers**

Le 15 septembre 2008, la banque d'investissement américaine Lehman Brothers, incapable de faire face à ses engagements, se déclare en cessation de paiement. Avec un passif supérieur à 700 milliards de dollars, c'est la plus grande faillite de l'histoire, qui manque de provoquer une crise systémique mondiale.

Malgré cette faillite, la banque n'a pas cessé ses activités : dès la semaine suivante, Barclays a acheté pour 1,75 milliard de dollars les activités de banque d'investissement et de courtage de Lehman Brothers en Amérique du Nord (y compris son siège social de Manhattan) ; la plupart des salariés n'ont donc pas eu à pointer au chômage : ils sont devenus salariés de Barclays. Le mois suivant, Nomura a fait de même avec plusieurs filiales non américaines de Lehman Brothers. D'autres filiales de Lehman Brothers ont été rachetées par des fonds de capital-risque ou des entreprises industrielles : EDF a ainsi racheté Eagle Energy, filiale de Lehman Brothers spécialisée dans le *trading* de matières premières.

Malgré ses conséquences pour l'économie mondiale, la faillite de Lehman Brothers ne s'est donc pas traduite par la cessation de ses activités, mais par un transfert de la propriété et du contrôle de l'entreprise.

**1.3. Les marchés financiers**

Les actionnaires souhaitent que les dirigeants agissent pour maximiser la valeur de l'entreprise et donc de leurs actions. Pour la plupart des entreprises, il est néanmoins compliqué d'estimer précisément la valeur des actions : les actionnaires sont peu nombreux, les achats et ventes d'actions sont rares et lorsqu'une transaction survient, l'information n'est pas toujours publique. Les choses sont différentes pour les entreprises qui choisissent de faire coter leurs actions sur un marché financier<sup>9</sup> : la **Bourse** est un marché organisé sur lequel s'échangent les actions, leur prix est connu de tous en temps réel et il est possible d'en acheter en grande quantité, dans un délai court et à un prix proche de celui auquel on aurait pu les vendre. Cette **liquidité** est évidemment un facteur clé pour attirer les investisseurs<sup>10</sup>, puisque cela leur garantit de pouvoir vendre leurs actions quand ils le désireront.

Lorsqu'une entreprise émet des actions et les vend sur le marché, on parle de **marché primaire** des actions. Une fois émises, les actions des entreprises cotées sont librement échangeables ; on parle alors de **marché secondaire** des actions. Les émissions d'actions nouvelles étant rares, l'immense majorité des transactions est effectuée sur le marché secondaire.

9. Attention aux faux amis : en anglais, les entreprises cotées sont des *public companies* par opposition aux entreprises non cotées (*private companies*) ; les entreprises détenues par l'État sont des *state-owned companies*.

10. On compte en France environ 3 millions d'actionnaires individuels qui détiennent en direct des actions de sociétés cotées ; ce nombre s'élevait à plus de 7 millions en 1990. Au cours de la pandémie de Covid-19, on a toutefois assisté à un rebond du nombre d'actionnaires individuels actifs.

## Zoom sur...

## La naissance des marchés financiers\*

Entre le XI<sup>e</sup> et le XIII<sup>e</sup> siècle, plusieurs centres financiers voient le jour en Italie (Pise, Venise, Florence, Gênes) et en Espagne (Valence, Barcelone). Mais les premières Bourses n'apparaissent qu'au XV<sup>e</sup> siècle, au nord de l'Europe. En 1409, c'est la naissance de la Bourse de Bruges. L'étymologie du mot « Bourse » viendrait d'ailleurs du nom d'un bâtiment construit à Bruges par la famille Van der Burse près duquel se déroulaient les premières transactions (les armoiries de la famille représentaient trois bourses pleines d'or). En 1460, c'est la naissance de la Bourse d'Anvers. Un bâtiment spécifiquement consacré aux transactions financières est achevé en 1531, sur le fronton duquel on peut lire : « *Ad usum mercatorum cujusque gentis ac linguae* » [À l'usage des marchands de tous les pays et de toutes les langues].

En 1530, c'est la naissance de la Bourse d'Amsterdam. Cette Bourse préfigure les Bourses modernes et connaît un formidable développement entre le XVII<sup>e</sup> et la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle. Les volumes de transaction sont alors très importants et pour la première fois, de « petits épargnants », installés dans les nombreux cafés jouxtant la Bourse, peuvent prendre part au jeu. Jamais auparavant la frénésie qui entoure les marchés n'avait connu une telle ampleur. Les investisseurs rivalisent d'ingéniosité et des instruments financiers sophistiqués apparaissent. En 1688, Joseph Penso de la Vega publie *Confusion de confusions*, un ouvrage qui décrit précisément les pratiques financières à la Bourse d'Amsterdam ; c'est le plus ancien ouvrage connu dont le sujet central est la Bourse. Y figurent notamment des remarques sur l'utilisation (parfois abusive) de stratégies financières sophistiquées et spéculatives dans lesquelles interviennent des options (voir chapitre 20) : on y explique par exemple comment « le hareng était vendu avant même qu'il n'ait été pêché ».

La Bourse de Paris date de 1563 (la première Bourse en France est créée à Lyon en 1462). L'engouement y est, avec un peu de retard, le même qu'à Amsterdam. En 1807, Napoléon lance la construction du palais Brongniart, qui s'inspire de temples grecs, pour regrouper en un seul endroit toutes les activités boursières de Paris ; il est inauguré en 1826. À l'ouverture, 26 titres sont cotés. Il abrite la fameuse corbeille autour de laquelle les agents de change négocient les transactions et sert de décor au célèbre roman d'Émile Zola, *L'Argent*. En 1900, plus de 800 titres français – actions et obligations – et près de 300 titres étrangers sont cotés quotidiennement à la Bourse de Paris.

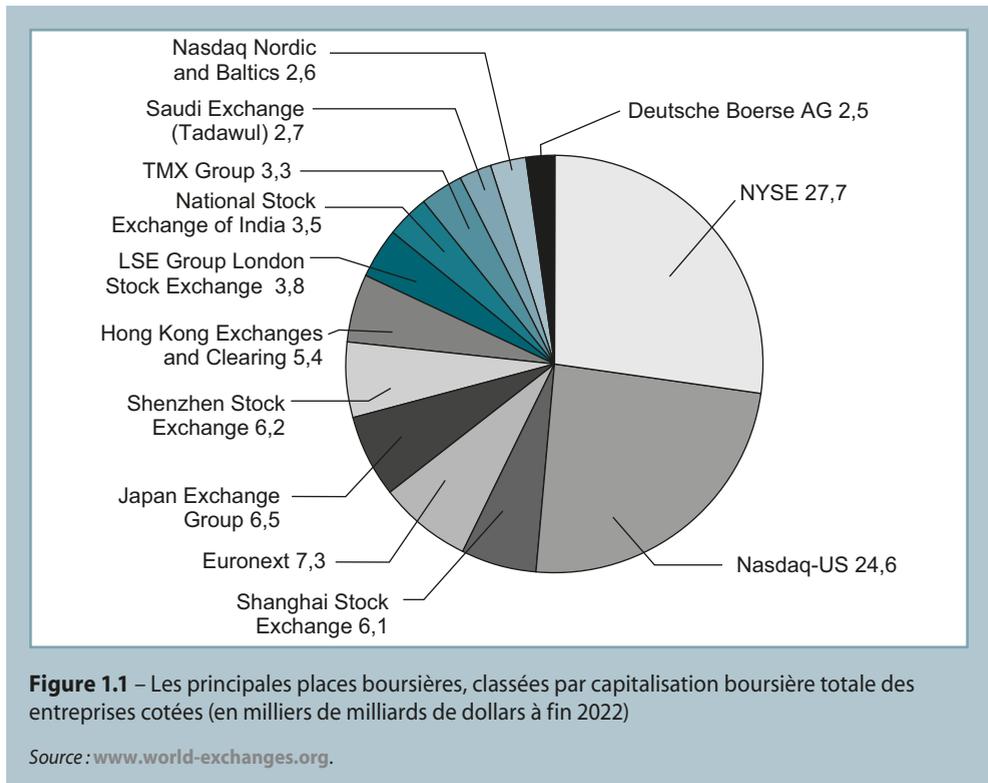
\* P. Spieser et L. Belze (2007), *Histoire de la finance : le temps, le calcul et les promesses*, Vuibert ; G. Gallais-Hamonno et P.-C. Hautcœur (2007), *Le Marché financier français au XIX<sup>e</sup> siècle*, Publications de la Sorbonne.

## Les principales places financières mondiales

Depuis les années 2000, les Bourses ont connu de profondes mutations<sup>11</sup> : elles ont aujourd'hui le statut d'**entreprises de marché** ; elles sont en concurrence pour attirer à la fois les entreprises désireuses de se faire coter et les investisseurs. Cette concurrence pousse ces entreprises de marché à innover, à lever des capitaux (quitte à se faire elles-mêmes coter en Bourse !) et à se rapprocher les unes des autres : les Bourses ne sont plus des entités publiques nationales, mais de véritables entreprises. Cette section présente

11. Voir J. Hamon, B. Jacquillat et C. Saint-Étienne (2007), « Consolidation mondiale des Bourses », *Rapport du CAE*, 77, La Documentation française et J. Angel, L. Harris et C. Spatt (2015), « Equity Trading in the 21st Century: An Update », *Quarterly Journal of Finance*, 5, p. 1-39.

les principales places boursières mondiales. La figure 1.1 représente la capitalisation boursière des entreprises cotées sur les principales Bourses mondiales.



**Euronext.** Euronext est la principale entreprise de marché de la zone euro. Créée en 2000, c'est la sixième Bourse mondiale. Euronext est issue de la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris, rejointes ensuite par Lisbonne, Dublin, Oslo et Milan.

Euronext est un **marché électronique** : il n'existe pas de lieu physique où se déroulent les transactions. Auparavant, les investisseurs se réunissaient autour de la corbeille pour effectuer des transactions. Aujourd'hui, ils transmettent leurs ordres d'achat ou de vente d'actions par téléphone ou *via* des réseaux informatiques. C'est un **marché dirigé par les ordres** (*order-driven market*). Cela signifie que tous les ordres d'achat et de vente sont centralisés et s'accumulent dans un carnet d'ordres (*order book*) électronique. Contrairement au marché des changes qui fonctionne 24 heures sur 24, les transactions sur les marchés boursiers ont lieu pendant les séances de Bourse (*trading sessions*). Pour les titres les plus liquides, cotés en continu, les séances se déroulent comme suit :

- Entre 7 h 15 et 9 heures, période de préouverture, aucune transaction n'est autorisée ; les ordres s'accumulent et sont exécutés à 9 heures, au cours du **fixing d'ouverture**. Au moment du *fixing*, les ordres d'achat et de vente sont confrontés pour déterminer le prix d'équilibre – celui qui permet d'échanger le maximum de titres. Sont servis en premier les investisseurs les moins exigeants ; autrement dit, ceux qui proposent d'acheter à un prix élevé et ceux qui proposent de vendre à un prix faible (si deux

investisseurs proposent un prix identique, la règle du premier arrivé, premier servi s'applique).

- Entre 9 heures et 17 h 30, les actions sont **cotées en continu**, c'est-à-dire qu'une transaction est réalisée dès que deux ordres dans le carnet, de sens opposé, coïncident en termes de prix ; le prix des actions fluctue donc au cours de la séance.
- Entre 17 h 30 et 17 h 35, période de préclôture, les ordres s'accumulent de nouveau dans le carnet et ils sont exécutés à 17 h 35, au cours du **fixing de clôture**.
- Enfin, entre 17 h 35 et 17 h 40, il est possible d'acheter ou de vendre des titres au prix de clôture.

Les investisseurs qui souhaitent acheter ou vendre des actions sur Euronext disposent de plusieurs types d'ordres de Bourse. De manière générale, sur les marchés dirigés par les ordres, on distingue principalement les **ordres sans limite de prix**, qui sont immédiatement exécutés aux conditions du marché, et les **ordres à cours limité**, pour lesquels l'investisseur définit un prix limite (un prix maximal à l'achat ou un prix minimal à la vente). Cela permet à l'investisseur de garantir un prix d'achat plafond ou un prix de vente plancher, mais avec le risque que son ordre ne soit exécuté que partiellement (voire pas du tout) s'il n'est pas assez compétitif par rapport aux ordres placés au même moment par d'autres investisseurs<sup>12</sup>.

**Le New York Stock Exchange (NYSE).** La principale Bourse mondiale (et de loin) est la Bourse de New York, créée en 1792. Elle est située à Wall Street, Manhattan. Contrairement à Euronext, c'est un **marché dirigé par les prix** (*quote-driven market*). Cela signifie que les transactions s'organisent autour d'un intermédiaire : le **teneur de marché** (*market maker*). Dans le cas du NYSE, ce teneur de marché est en situation de monopole : on l'appelle le *specialist*. Les investisseurs doivent nécessairement s'adresser à ce fournisseur officiel de liquidité. Celui-ci affiche en permanence un prix auquel il est disposé à vendre (l'*ask*) et un prix auquel il est disposé à acheter (le *bid*) une quantité donnée d'actions. Le prix auquel le teneur de marché accepte de vendre à un investisseur est, naturellement, toujours supérieur au prix auquel il accepte d'acheter. La différence entre ces deux prix, à savoir la **fourchette de prix** ou *bid-ask spread*, rémunère le teneur de marché. C'est la contrepartie exigée pour assurer la liquidité du marché et elle constitue une composante importante des coûts de transaction payés par les investisseurs.

Quel que soit le mode de fonctionnement d'un marché boursier, qu'il soit dirigé par les ordres (comme Euronext) ou par les prix (comme le NYSE), les investisseurs qui souhaitent une exécution immédiate de leurs ordres font donc face à des prix différents selon qu'ils achètent ou vendent leurs titres<sup>13</sup>.

12. Les investisseurs qui passent des ordres à cours limité assurent la liquidité du marché en permettant à ceux qui cherchent une exécution rapide de leurs ordres de trouver immédiatement une contrepartie. En permanence, pour chaque titre, on dispose, en effet, de deux prix : un prix auquel on peut acheter et un prix auquel on peut vendre immédiatement une certaine quantité (pas nécessairement la même) d'actions.

13. Analyser les avantages et les inconvénients des différents modes de fonctionnement des marchés financiers est l'objet de la théorie de la microstructure des marchés. Voir A. Minguet (2003), *Microstructure des marchés d'actions*, Economica.

**Entretien****Stéphane Boujnah, président-directeur général d'Euronext**

*Stéphane Boujnah est président du directoire et directeur général d'Euronext depuis 2015.*

**Quelles sont les activités d'Euronext ?**

Euronext opère plusieurs marchés au comptant et dérivés en Europe, dont les marchés actions de Paris, Lisbonne, Amsterdam et Bruxelles. C'est une société européenne, indépendante et cotée en Bourse, dont l'objectif premier est de permettre aux marchés de capitaux de financer l'économie réelle, notamment en aidant les épargnants qui ont des capitaux à rencontrer les entreprises qui ont besoin de capitaux pour se développer. En ce sens, Euronext contribue au transfert de risques entre acteurs économiques. Ce sont bien les Bourses européennes, et singulièrement celle de Paris, qui ont permis, au XIX<sup>e</sup> siècle, le financement de l'expansion coloniale, du rail, de l'industrie textile, des mines, de la sidérurgie, de la tour Eiffel ou des canaux Freycinet. Aujourd'hui, Euronext est la maison commune de la croissance européenne.

Comme toute infrastructure de marché, Euronext « fabrique des prix » : la confrontation permanente de l'offre et de la demande de titres permet de révéler à chaque microseconde le « prix d'équilibre ». Les marchés gérés par Euronext doivent donc offrir la meilleure liquidité possible pour permettre au propriétaire d'un titre de le vendre aux meilleures conditions, à tout moment, et réciproquement pour offrir la même certitude aux acheteurs.

**En 15 ans, le paysage boursier européen a été recomposé et de nouveaux concurrents sont apparus. Quelles sont les conséquences de cette évolution ?**

Le modèle « un pays – une Bourse » a vécu. Euronext est aujourd'hui en concurrence avec les autres grandes infrastructures de marché européennes, comme le London Stock Exchange ou la Deutsche Börse, mais aussi avec des nouveaux entrants qui opèrent sur des marchés virtuels, comme les *dark pools*. Ces nouveaux entrants captent une partie des flux, mais ils se spécialisent sur quelques niches rentables, notamment les titres à forte liquidité ou les dérivés. Ils ont donc un périmètre plus réduit que celui d'Euronext qui accueille toutes les entreprises – les PME comme les grands groupes – et tous les investisseurs – les épargnants individuels comme les *traders* haute fréquence – qui fournissent une liquidité importante au marché. La réglementation européenne devrait progressivement astreindre les nouveaux entrants à des règles plus strictes, à l'image de celles qui s'imposent aux marchés organisés traditionnels, ce qui devrait réduire leur champ d'intervention.

**Comment voyez-vous l'avenir des entreprises comme Euronext ?**

Les infrastructures de marché sont soumises à une tension entre réglementation et innovation. Euronext gère une infrastructure critique qui doit être fiable, disponible et robuste. Euronext reçoit jusqu'à 2,4 milliards de messages de *trading* par jour, plus que le nombre de recherches quotidiennes sur Google, avec un temps moyen de réponse de 80 microsecondes. C'est la capacité à opérer une telle infrastructure en toute sécurité qui demeure notre cœur de métier. La plateforme d'Euronext est donc un objet technologique complexe qui doit évoluer, mais sous le contrôle d'une réglementation exigeante. Si une innovation a démontré son utilité et sa robustesse, et que les responsabilités en cas de dysfonctionnement sont claires, elle sera rapidement déployée sur Euronext. Sinon, des expérimentations seront menées sur des plateformes pilotes dédiées, comme c'est le cas aujourd'hui pour la *blockchain*.

**Le Nasdaq.** Le Nasdaq est un marché entièrement électronique, créé en 1971 par la National Association of Securities Dealers (NASD). Le Nasdaq est souvent considéré comme le marché des entreprises technologiques à fort potentiel de croissance (des entreprises comme Microsoft ou Apple y sont cotées). Il s'agit, comme le NYSE, d'un marché dirigé par les prix, mais les teneurs de marché sont en concurrence. Chaque teneur de marché fixe ses prix acheteur et vendeur, qui peuvent être observés par l'ensemble des participants. Le système Nasdaq affiche en premier les meilleurs prix et satisfait les ordres de Bourse en conséquence. Cette procédure garantit aux investisseurs de bénéficier à tout moment du meilleur prix, qu'ils soient vendeurs ou acheteurs.

**Le London Stock Exchange (LSE).** Initialement appelé le Royal Exchange mais rebaptisé en 1773, le London Stock Exchange a été créé à Londres en 1565. Il se caractérise par une grande ouverture à l'international. Ce marché est dirigé par les prix ; tout comme sur le Nasdaq, les teneurs de marché y sont en concurrence.

**Les Bourses des pays émergents.** En quelques années, de nouvelles Bourses, essentiellement situées dans le Sud-Est asiatique, sont venues bousculer la hiérarchie mondiale des places financières. Les Bourses en Chine, en Inde ou en Arabie Saoudite se classent aujourd'hui en bonne place parmi les 15 premières Bourses mondiales.

## Les plateformes électroniques de *trading* et les *dark pools*

Depuis le milieu des années 2000, sous l'impulsion des progrès technologiques et de la libéralisation des marchés, les Bourses traditionnelles font face à de nouveaux concurrents. En Europe, c'est la directive « Marché d'instruments financiers » qui a mis fin, en 2007, au monopole des Bourses et à la concentration des ordres, en autorisant la création de **systèmes multilatéraux de négociation**, ou **plateformes électroniques de trading**. Au même moment, les États-Unis ont adopté un schéma similaire avec la régulation *National Market System*, qui a permis l'apparition des **alternative trading systems**.

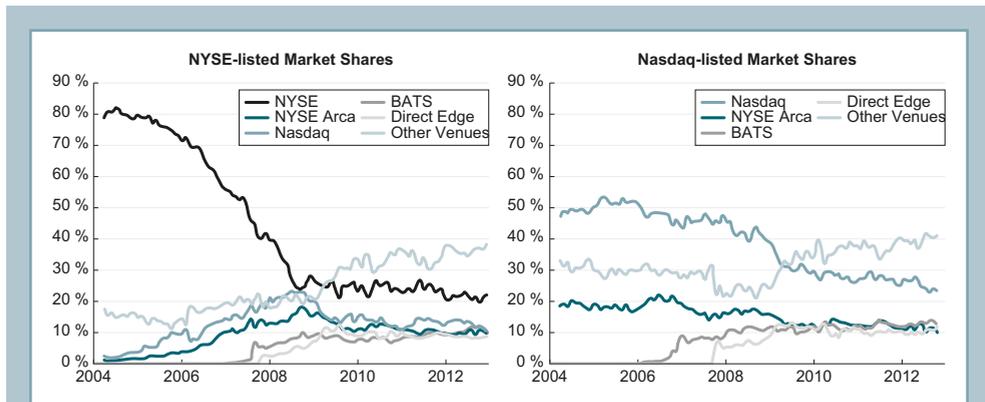
L'objectif de ces réformes est de promouvoir la concurrence entre opérateurs de marché. Elles ont, en quelques années, bouleversé le paysage boursier mondial. Aujourd'hui, on estime que moins de la moitié des volumes sur les actions du CAC 40 sont encore négociés sur Euronext, le reste l'étant sur des plateformes électroniques telles que Chi-X ou Turquoise. Sur les marchés américains, l'évolution est similaire avec une perte drastique de parts de marché du NYSE ou du Nasdaq (voir figure 1.2). L'arrivée de ces nouveaux acteurs a considérablement réduit l'importance des teneurs de marché officiels : avec la rencontre automatisée et électronique des ordres d'achat et de vente, n'importe qui peut « faire » les prix et « offrir » de la liquidité au marché, simplement en envoyant un ordre d'achat ou de vente à cours limité (comme sur un marché dirigé par les ordres).

Ces offreurs de liquidité sont rémunérés pour leur service par la fourchette de prix (l'écart entre le *bid* et l'*ask*), mais ils prennent le risque de ne pas voir leurs ordres exécutés, ou d'être victimes d'un ajustement brutal des cours. En effet, lorsqu'une bonne nouvelle survient, les traders cherchent à acheter le plus rapidement possible des titres en profitant des ordres de vente à cours limité envoyés au marché avant que l'information ne survienne. Pour se couvrir contre ce risque, les offreurs de liquidité sont donc en permanence à l'affût de toutes les informations susceptibles de faire bouger les cours, afin d'annuler à temps leurs ordres à cours limité et de les remplacer par de nouveaux ordres à des prix plus adaptés. Il existe donc une course de vitesse entre offreurs et demandeurs de liquidité ; cette course a fait apparaître

le **trading à haute fréquence**<sup>14</sup> (*high frequency trading*), qui consiste à utiliser des algorithmes et des programmes informatiques toujours plus rapides pour placer, mettre à jour, annuler, ou tirer parti d'ordres à cours limité en quelques millisecondes, avant que les parties adverses n'aient eu le temps de réagir.

Sur les plateformes électroniques de *trading* et les marchés organisés, toutes les transactions sont visibles en temps réel de l'ensemble du marché. En réponse à cela, se développent depuis une quinzaine d'années les **dark pools**. Il s'agit de plateformes électroniques qui ne publient pas les ordres à cours limité qu'elles reçoivent, ce qui permet aux investisseurs de ne pas révéler leurs stratégies de *trading*. En contrepartie, les *dark pools* ne garantissent pas l'exécution intégrale des ordres, s'il existe un déséquilibre entre les ordres d'achat et de vente. Plusieurs dizaines de *dark pools* concurrents existent aujourd'hui aux États-Unis et en Europe.

La centralisation des transactions financières sur une place unique d'échange pour maximiser la liquidité, qui était la règle des marchés financiers depuis la création des premières Bourses, n'existe donc plus ; la concurrence fait rage entre Bourses traditionnelles et nouveaux entrants pour attirer les investisseurs. En conséquence, les Bourses ont expérimenté différentes règles pour encourager les opérateurs qui fournissent de la liquidité et décourager les autres. Par exemple, certaines plateformes de négociation paient les opérateurs pour qu'ils passent des ordres à cours limité et facturent les opérateurs qui passent des ordres au marché. D'autres paient pour les ordres passés par les petits investisseurs et imposent des frais supplémentaires pour le *trading* à haute fréquence. La prolifération des plateformes de négociation a ainsi donné lieu à une grande variété de systèmes. Il est bien trop tôt pour savoir si un modèle s'imposera au détriment des autres. Dans tous les cas, cette concurrence a permis une baisse des coûts de transaction, au bénéfice de tous les investisseurs.



**Figure 1.2** – La concurrence sur les marchés actions aux États-Unis

Volume des transactions pour les actions cotées sur le NYSE (à gauche) et le Nasdaq (à droite). NYSE-Arca est la plateforme de négociation électronique du NYSE. BATS et Direct Edge ont fusionné en 2014 ; ces nouvelles Bourses électroniques traitent désormais environ 20 % de l'ensemble des transactions. Les autres lieux de négociation, y compris les *dark pools*, représentaient près de 40 % de l'ensemble des transactions en 2015.

Source : J. Angel, L. Harris et C. Spatt (2015), « Equity Trading in the 21st Century: An Update », *Quarterly Journal of Finance*, 5, p. 1-39.

14. M. O'Hara (2015), « High frequency market microstructure », *Journal of Financial Economics*, 116, p. 257-270.

## 1.4. Finance et innovations technologiques : les fintechs

La finance a toujours été friande d'innovations technologiques, au service de l'innovation financière. Le terme générique de **fintech**, contraction de finance et de technologie, est aujourd'hui à la mode, mais ce n'est pas un phénomène récent. Quelques exemples suffisent pour s'en convaincre (voir également l'entretien du chapitre 23).

### Finance et moyens de communication

Les financiers ont toujours été à l'avant-garde des utilisateurs des technologies de communication. Posséder une information avant les autres constitue en effet un avantage certain. Ainsi, dès 1840, le télégraphe installé entre New York et Philadelphie a été utilisé par certains investisseurs pour réaliser des **arbitrages**, c'est-à-dire pour tirer parti de différences de prix sur certaines actions cotées sur ces deux marchés. On a d'ailleurs constaté que cela a contribué à réduire les différences de prix entre ces deux marchés. Le même effet a été constaté entre les Bourses de New York et de Londres suite à la mise en service du premier câble transatlantique<sup>15</sup>.

L'arrivée des systèmes d'information continue, puis des ordinateurs et d'Internet a permis d'accélérer la transmission des informations financières, pour aujourd'hui constituer un réseau mondial en temps réel. Pour aller toujours plus vite, certains investisseurs utilisent aujourd'hui la technologie des micro-ondes.

### Sécurité et vérification des transactions

Les transactions financières nécessitent d'être aussi sécurisées que possible. Ce souci a été à l'origine de nombreuses inventions, au premier rang desquelles l'écriture : les premiers signes cunéiformes servaient ainsi en Mésopotamie à attester des transactions. Plus près de nous, l'ancêtre du fax, le pantélégraphe, est apparu dans les années 1860 pour permettre aux banques de transmettre les signatures de leurs clients au travers des fils du télégraphe.

Rien de surprenant donc à ce que la finance ait immédiatement compris l'intérêt de la *blockchain* pour sécuriser une transaction financière : cette technologie permet d'enregistrer n'importe quelle transaction de manière publique, sans faire appel à un tiers de confiance pour en certifier l'authenticité. La *blockchain* permet donc la création d'un registre public des transactions sans avoir besoin d'une chambre de compensation ou d'un intermédiaire spécialisé. Cette technologie a permis l'apparition des **cryptomonnaies**, dont la première, le bitcoin, a été créée en 2008. La détention et les échanges de bitcoins sont en effet enregistrés dans une *blockchain* publique, qui garantit numériquement les transactions.

Avec plusieurs milliards de transactions journalières à enregistrer et à vérifier par le système financier, la technologie *blockchain* a le potentiel pour révolutionner la manière dont sont organisés les systèmes de paiement. Pour cela, il faudra que la technologie démontre ses avantages par rapport aux méthodes actuelles.

15. K. Garbade et W. Silber (1978), « Technology, Communication and the Performance of Financial Markets: 1840-1975 », *Journal of Finance*, 33(3), juin.

## L'informatisation des services bancaires

Le premier distributeur automatique de billets date de 1967. À l'époque, il n'existait pour ainsi dire aucun service automatique à destination des consommateurs. Un demi-siècle plus tard, tous les secteurs économiques s'y sont mis et offrent des services automatiques toujours plus riches et diversifiés.

Les distributeurs automatiques seront peut-être bientôt obsolètes, avec la généralisation des téléphones portables qui permettent de payer de nombreux biens et services, de transférer de l'argent et de réaliser la plupart des opérations bancaires sans passer par une banque. Dans les pays émergents, des centaines de millions de personnes n'ont accès au système financier qu'au travers de ce canal.

Ces innovations ont contribué à renforcer la concurrence dans le secteur financier, avec de nouveaux acteurs venant de secteurs différents : Apple, Google ou PayPal proposent ainsi des services de paiement, tandis qu'Amazon propose des crédits aux entreprises qui vendent leurs produits sur sa plateforme et que de nombreuses start-up (les fintechs) proposent des services financiers innovants aux particuliers et aux entreprises.

Le conseil en placements financiers est un autre service bancaire traditionnel qui pourrait être perturbé par la croissance récente des *robo-advisors*, ces programmes informatiques qui visent à remplacer le travail des conseillers financiers en fournissant des recommandations d'investissement détaillées et personnalisées. Reste à savoir si les consommateurs accueilleront ces nouveaux services avec le même enthousiasme qu'ils ont manifesté pour les distributeurs automatiques.

## Intelligence artificielle et *big data*

L'utilisation intensive des données dans le secteur financier ne date pas d'hier. Des historiques de crédit des particuliers aux prix des titres cotés, les bases de données n'ont jamais manqué dans le secteur financier. Des entreprises comme Bloomberg ou Reuters sont d'ailleurs apparues pour collecter et vendre des quantités toujours plus grandes de données à leurs clients du secteur financier. Le *big data* est né dans le secteur financier, lorsque dans les années 1990 les Bourses ont commencé à publier le détail de toutes les transactions réalisées.

L'utilisation intensive de données a aujourd'hui gagné toutes les activités financières. Avec le renfort d'algorithmes d'intelligence artificielle, de *data mining* et de *machine learning*, certaines entreprises tentent de prévoir les évolutions de très court terme des prix sur les marchés, tandis que d'autres se spécialisent sur la prédiction du risque de faillite pour mieux appréhender le risque de crédit d'un emprunteur, ou la mesure du risque de sinistre associé à un contrat d'assurance. La même transformation est à l'œuvre dans les équipes d'analystes financiers (*equity* ou *credit research*), les investisseurs étant de plus en plus demandeurs d'analyses fondées sur l'exploitation massive de données : imagerie satellite, données personnelles des consommateurs ou analyse automatisée du langage entrent progressivement dans la boîte à outils des analystes financiers pour qu'ils continuent à offrir à leurs lecteurs des analyses à valeur ajoutée dans un monde où l'information est surabondante.

Il est difficile de savoir quelles seront les prochaines innovations technologiques qui viendront révolutionner les services financiers et permettront d'imaginer de nouveaux produits ou services. Il n'y a en revanche aucun doute sur le fait que le secteur financier continuera à être un lieu privilégié d'innovation, car cela offre à certains acteurs un avantage concurrentiel et répond aux attentes des consommateurs. Espérons néanmoins que la réglementation du secteur évoluera à la même vitesse, pour éviter les risques inhérents à des innovations mal maîtrisées.

## Résumé

### 1.1. Qu'est-ce qu'une entreprise ?

- Les principales formes juridiques d'entreprises en France sont : l'entreprise individuelle (EI), la société en nom collectif (SNC), la société par actions simplifiée (SAS) et la société anonyme (SA).
- Une société dispose de la personnalité morale : elle peut signer des contrats, acquérir des biens, contracter des emprunts, etc.
- Dans le cas des EI et des SNC, le ou les propriétaires sont responsables des dettes de l'entreprise sur leurs biens propres. Dans le cas des SAS et des SA, la responsabilité des propriétaires est limitée à leur apport. Au pire, ceux-ci ne perdent que ce qu'ils ont investi dans la société.
- Les dividendes versés par une société font généralement l'objet d'une double imposition : l'entreprise acquitte un impôt sur ses bénéfices, et les actionnaires doivent ensuite payer un impôt sur les dividendes qu'ils reçoivent.

### 1.2. Propriété et contrôle d'une société anonyme

- La propriété et le contrôle d'une société anonyme sont séparés : les actionnaires exercent leur contrôle indirectement, *via* le conseil d'administration. Le conseil d'administration délègue au directeur général la plupart des décisions de gestion quotidienne.
- Le directeur financier est en charge de la production de l'information financière. Il contribue aux choix d'investissement ; il est aussi responsable des décisions de financement, du pilotage de la trésorerie et de la gestion des risques financiers.
- L'intérêt des actionnaires se heurte parfois à celui des autres parties prenantes (salariés, fournisseurs, clients...). Ces conflits d'intérêts posent la question de la responsabilité sociale des entreprises.
- Il peut également exister un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeant ; pour le limiter, il est possible de proposer à ce dernier un contrat de rémunération incitatif.
- La faillite d'une société peut s'interpréter comme un transfert de propriété et de contrôle des actionnaires vers les créanciers.

### 1.3. Les marchés financiers

- Si l'entreprise est cotée, ses actions peuvent s'échanger en Bourse ; la cotation permet d'accroître la liquidité des actions, c'est-à-dire de faciliter les achats et les ventes d'actions.
- Les Bourses sont aujourd'hui complètement informatisées : il n'y a plus de lieu physique où s'échangent les actions ; les investisseurs entrent en contact uniquement par téléphone ou *via* des réseaux informatiques.
- Les marchés boursiers sont essentiellement de deux types : ceux dirigés par les prix et ceux dirigés par les ordres. Dans le premier cas, le teneur de marché assure la liquidité du marché en proposant en permanence un prix acheteur et un prix vendeur. Dans le second cas, les ordres sont centralisés et confrontés directement.
- Les Bourses traditionnelles sont aujourd'hui en concurrence avec des plateformes électroniques de *trading* et des *dark pools*.

### 1.4. Finance et innovations technologiques : les fintechs

- Le terme fintech qualifie l'utilisation des nouvelles technologies dans le secteur financier. Mais l'intérêt du secteur financier pour les innovations technologiques ne date pas d'hier.
- Parmi les innovations qui ont transformé le secteur financier, on peut citer les télécommunications, les méthodes de vérification et de sécurisation des transactions, l'informatisation des services bancaires ou l'intelligence artificielle.

# Exercices

1. Qu'est-ce qu'une entreprise ?
2. Quels sont les différents critères permettant de classer les entreprises ?
3. Qu'est-ce qui distingue une entreprise d'une société ?
4. Que signifie la « responsabilité limitée » dans le cadre d'une société ?
5. Quelles sont les formes juridiques d'entreprises dans lesquelles la responsabilité des propriétaires est limitée ?
6. Quels sont les avantages et les inconvénients de la forme juridique de la société anonyme ?
7. Grandex affiche un bénéfice net avant impôt de 2 € par action. Après avoir payé l'impôt sur les sociétés (au taux de 25 %), Grandex verse l'intégralité de son bénéfice en dividendes à ses actionnaires. Les dividendes touchés par des personnes physiques sont imposés au taux de 30 %. Quel est le revenu, net d'impôt, dont bénéficie un actionnaire ?
8. Des milliers de brevets sont déposés chaque année auprès de l'Organisation mondiale de la propriété intellectuelle (50 000 aux États-Unis, 20 000 en Chine, 10 000 en France). Ces brevets sont-ils un frein à l'innovation ? Les règles de propriété intellectuelle permettent-elles d'aligner l'intérêt des entreprises et de la société dans son ensemble ?
9. Vous venez d'être recruté comme directeur financier d'une start-up qui développe des applications pour l'iPhone. À quelles décisions financières allez-vous être confronté ?
10. Que peuvent faire les actionnaires pour aligner l'intérêt du dirigeant sur leurs propres intérêts ?
11. Un conflit d'intérêts peut-il apparaître entre le locataire et le propriétaire d'un appartement ? Pourquoi ? Quelles clauses inclure dans le contrat de location pour aligner les intérêts des deux parties ?
12. Vous êtes directeur général d'une entreprise sur le point d'être rachetée. L'entreprise acquéreuse propose un prix qui vous paraît faible. Mais l'accord prévoit que vous serez le directeur général de la nouvelle entité créée par la fusion des deux entreprises – avec au passage une forte revalorisation de votre salaire et de vos primes. À quel conflit d'intérêts êtes-vous exposé ?
13. Les opérations de fusion-acquisition hostiles sont-elles toujours défavorables aux actionnaires de l'entreprise cible ?
14. Pourquoi une société décide-t-elle d'entrer en Bourse ?
15. Quels sont les principaux changements survenus sur les marchés financiers au cours des 15 dernières années ?
16. Pourquoi la fourchette de prix représente-t-elle un coût de transaction ?

17. Comment la fourchette de prix est-elle déterminée ?
18. Voici le cours de l'action Adidas tel qu'il apparaît sur Yahoo! Finance. Quel est le cours du *fixing* de clôture de la veille ? Quel est le cours du *fixing* d'ouverture aujourd'hui ? Quel prix faut-il payer pour acheter immédiatement une action Adidas ? Quel prix reçoit-on si l'on vend immédiatement cette action ? Quel est le prix qu'accepte actuellement de payer l'acheteur le plus généreux ?



19. Euronext reçoit les ordres suivants pour le titre Accro :

- ordre à cours limité : achat de 200 actions à 25,00 € ;
- ordre à cours limité : vente de 200 actions à 26,00 € ;
- ordre à cours limité : vente de 100 actions à 25,50 € ;
- ordre à cours limité : achat de 100 actions à 25,25 €.

Quels sont les meilleurs *bid* et *ask* pour l'action Accro ? Quelle est la fourchette de prix ? Un ordre d'achat sans limite de prix pour 200 actions Accro arrive sur le marché. À quel prix d'achat moyen l'ordre sera-t-il exécuté ? Après exécution de cet ordre, quels seront les meilleurs *bid* et *ask*, et quelle sera la fourchette de prix ?

20. Pourquoi le secteur financier a-t-il toujours été friand d'innovations technologiques ?
21. Choisissez trois entreprises parmi les suivantes et décrivez comment elles utilisent les nouvelles technologies dans la fourniture de services financiers : Wealthfront, LendingTree, October, Lendosphere, Metromile, Robinhood, Stripe, Leetchi, Nickel.
22. Choisissez une fintech parmi la liste de l'exercice précédent et décrivez son modèle d'affaires (*business model*). Quels nouveaux services ou fonctionnalités offre-t-elle à ses clients ? Quelles sont ses sources de revenus ? En quoi diffère-t-elle des fournisseurs traditionnels de services financiers ?