

CHAPITRE 7
–
**LES INSTRUMENTS FINANCIERS,
LES CRYPTO-ACTIFS
ET LEURS RISQUES**

INTRODUCTION

L'objectif de ce chapitre consiste à présenter les instruments financiers (actions, obligations, titres de créances négociables et instruments du marché monétaire, titres hybrides et composés), leurs caractéristiques techniques, les risques qui leur sont associés.

Les principaux produits dérivés sont détaillés ainsi que les crypto-actifs et leur commercialisation.

Ce chapitre fournit aussi le cadre réglementaire de l'intermédiation en biens divers et d'autres instruments dont certains sont substituables aux instruments financiers.

Il fournit enfin la typologie des organismes de placement collectif ainsi que les principes de leur valorisation et de souscription / rachat de parts.

SOMMAIRE DU CHAPITRE

G	LES DIFFÉRENTS INSTRUMENTS FINANCIERS, LE COUPLE RISQUE / RENDEMENT, RISQUES DE PERTE, DE REVENTE, OPÉRATIONNEL, RISQUES SPÉCIFIQUES LIÉS AUX BIENS DIVERS ET PLACEMENTS ATYPIQUES	277
	1. Les différents instruments financiers	277
	2. Risques attachés aux différentes catégories d'instruments financiers	279
	3. Le couple rendement / risque	280
	4. Les différents types de risques (risques de crédit, de taux, de liquidité, de volatilité, de marché, de contrepartie, opérationnel, de change)	280
	Pour aller plus loin	282
G	LES DIFFÉRENTS TYPES D' ACTIONS ET LEURS CARACTÉRISTIQUES, LES PRINCIPES DE VALORISATION DES ACTIONS	283
	1. Définitions	283
	2. Les différents types d'actions	283
	3. Les principes de valorisation des actions	285
	4. Les indices actions	286
	5. Le risque de volatilité	286
	Pour aller plus loin	286
G	LES DIFFÉRENTS TYPES D'OBLIGATIONS ET LEURS CARACTÉRISTIQUES, LES PRINCIPES DE VALORISATION, LE TAUX DE RENDEMENT	287
	1. Les obligations à taux fixe et leur valorisation	287
	2. Les obligations à taux flottant	290
	3. Les obligations assimilables du Trésor (OAT)	290
G	LES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES ET LES INSTRUMENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE, LES INDICES DE RÉFÉRENCE	295
	1. La structure du marché monétaire	295
	2. Le marché du refinancement entre la BCE et les établissements financiers	295
	3. Le marché interbancaire et les indices de référence €STR et Euribor	295

G	LES TITRES HYBRIDES ET LES TITRES COMPOSÉS.....	299
	1. Les bons de souscription d'actions	299
	2. Les ABSA, actions à bons de souscription d'actions	299
	3. Les OBSA, obligations à bons de souscription d'actions	300
	4. Les obligations convertibles	300
	5. Les obligations contingentes convertibles.....	301
	6. Les Océanes, obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes	301
	7. Les titres subordonnés	301
	8. Les <i>Euro medium term notes</i> (EMTN) structurés.....	302
G	LES AUTRES INSTRUMENTS (CONTRAT D'ASSURANCE-VIE, COMPTE À TERME, PRODUIT DE BILAN, INSTRUMENTS SUBSTITUABLES), LES PARTS OU ACTIONS DES ORGANISMES DE TITRISATION	303
	1. Les contrats d'assurance-vie.....	303
	2. Les produits de bilan	309
	3. Les instruments substituables	312
	4. Les parts ou actions des organismes de titrisation	314
	Pour aller plus loin	317
G	LES PRINCIPAUX PRODUITS DÉRIVÉS (TYPES ET UTILISATIONS).....	319
	1. Définition.....	319
	2. La distinction entre opérations au comptant et opérations à terme	320
	3. Les contrats à terme ferme	321
	4. Les options	323
	5. La mise en place d'une obligation de compensation centrale	326
	Pour aller plus loin	326
G	LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (OPC).....	327
	1. Définition.....	327
	2. Le fonctionnement.....	328
	3. Les principaux organismes de placement collectif	328
	4. La valeur liquidative des parts d'un organisme de placement collectif	331
	Pour aller plus loin	332

G	LES BIENS DIVERS, LE RÉGIME D'INTERMÉDIATION EN BIENS DIVERS ET LES COMPÉTENCES DE L'AMF	333
	1. Définitions	333
	2. Régime d'intermédiation en biens divers régi par la loi Sapin II	334
	3. Les compétences de l'AMF : obligations d'enregistrement des offres	335
	Pour aller plus loin	336

G	DESCRIPTIF DES CRYPTO-ACTIFS, MARCHÉS PRIMAIRE ET SECONDAIRE, COMMERCIALISATION	337
	1. Définitions	337
	2. Les types de jetons.....	337
	3. Le fonctionnement des chaînes de blocs	339
	4. Le marché primaire des crypto-actifs : la levée de fonds sur une chaîne de blocs (<i>Initial coin offering</i> - ICO)	339
	5. Le marché secondaire des crypto-actifs.....	340
	Pour aller plus loin	341

LES DIFFÉRENTS INSTRUMENTS FINANCIERS, LE COUPLE RISQUE / RENDEMENT, RISQUES DE PERTE, DE REVENTE, OPÉRATIONNEL, RISQUES SPÉCIFIQUES LIÉS AUX BIENS DIVERS ET PLACEMENTS ATYPIQUES

1. LES DIFFÉRENTS INSTRUMENTS FINANCIERS

La liste des instruments financiers a été remaniée par l'ordonnance relative aux instruments financiers n° 2016-520 du 28 avril 2016 et figure maintenant à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier.

La loi établit désormais une distinction entre la notion de « titres financiers » et celle de « contrats financiers ».

Les **titres financiers** sont :

- les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
- les titres de créance (à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse) ;
- les parts ou actions d'organismes de placement collectif.

Sont donc regroupés au sein d'une **même catégorie juridique**, des instruments qui présentent des **caractéristiques identiques** (dématérialisation, inscription en compte) et qui sont, pour cette raison, soumis à des règles communes (tenue de compte, droits du titulaire du compte, négociabilité, etc.).

Remarque : les **effets de commerce et les bons de caisse ne sont pas des instruments financiers**.

Les **contrats financiers**, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme mentionnés à l'article D. 211-1A du Code monétaire et financier.

Dans cette liste, figurent notamment les contrats d'option, contrats à terme ferme, contrats d'échange, accords de taux futurs relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers.

Les contrats financiers (ou produits dérivés) prévoient le versement de flux financiers, fermes ou optionnels, dans le futur.

L'Autorité des marchés financiers **est venue préciser à plusieurs reprises** les conditions dans lesquelles un prestataire de services d'investissement peut commercialiser des **instruments financiers considérés comme complexes** afin de tenir compte de leurs risques spécifiques et pour mieux protéger le client non professionnel **en améliorant l'information donnée dans les communications à caractère commercial**.

Des informations supplémentaires sont mentionnées au Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*, notamment aux paragraphes 1.4 et 1.7.

L'AMF a publié un guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés¹¹⁶.

Ce guide permet d'apporter des éclairages pour les émetteurs de titres de créances structurés sur :

- quelques situations nécessitant des mentions spécifiques ;
- l'exactitude, clarté et caractère trompeur de l'information ;
- la communication sur les performances passées / simulations historiques, sur les mécanismes de coupon et de remboursement, et celle portant sur des indices.

¹¹⁶ On entend par titres de créance structurés :

- les titres de créance complexes au sens de la Position n° 2010-05 de l'AMF (mise à jour le 12 janvier 2017) ;
- les titres de créances structurés offrant à l'échéance une protection du capital d'au moins 90 % du capital investi ;
- les titres de créances adossés à d'autres actifs ou liés à la performance d'autres actifs.

1.1. Les actions

Titres qui confèrent à son détenteur **la propriété d'une partie d'une société et les droits afférents** (droit au dividende, droit de vote...). Si la société est cotée en bourse, ces actions sont facilement négociables auprès de tiers en bourse.

(Cf. dans ce chapitre, *Les différents types d'actions et leurs caractéristiques*.)

1.2. Les titres de dette

Les titres de dette comportent les **obligations**, les **titres de créances négociables** (TCN) et les **bons du Trésor**.

Pour l'émetteur de ces titres, l'objectif est de se financer directement auprès d'investisseurs qui souhaitent placer leur argent. En achetant de tels titres, l'investisseur procure dans l'immédiat de l'argent à l'entreprise émettrice qui lui verse ensuite des intérêts et procède au remboursement à une date prévue dans le contrat d'origine.

Finalement, un titre de dette fonctionne sur le plan financier comme un emprunt bancaire mais il a la particularité d'être cessible et négociable avant la date de remboursement auprès d'un tiers si l'investisseur souhaite s'en débarrasser.

De plus, la rémunération servie par l'émetteur à l'investisseur peut être fixe ou variable et, dans ce dernier cas, calculable à partir d'un index officiel et d'une formule de calcul établie au préalable.

Toutes les caractéristiques (nature du rendement, périodicité, modalités de remboursement...) sont précisées dans le contrat d'émission établi au départ.

1.3. Les titres composés

Ce sont des **produits financiers généralement composés d'un produit de base** (action ou titre de créance) **auquel on attache un bon de souscription d'actions ou d'obligations** dont l'exercice est soumis à des conditions particulières.

Les titres composés les plus connus sont les actions à bons de souscription d'actions (ABSA), les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), les obligations à bons de souscription d'obligations (OBOS), les obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCÉANES).

1.4. Les produits dérivés

Ce ne sont pas à proprement parler des produits de placement mais plutôt des **instruments permettant** aux établissements financiers et aux entreprises de **gérer des risques liés à la volatilité** des cours des actions, des taux d'intérêt, des cours de change, des prix des matières premières... On peut citer essentiellement les contrats de *futures*, les options et les *swaps*.

Ils peuvent être utilisés dans une optique de spéculation ou de couverture, mais ils sont **également utilisés dans le montage de produits complexes**.

Les **produits dérivés** sont des instruments à **effet de levier**¹¹⁷ avec un risque de perte du capital investi élevé.

1.5. Les produits complexes

Ce sont des **instruments financiers** qui **par construction présentent un niveau de complexité tel que l'AMF estime qu'ils présentent des risques de mauvaise commercialisation auprès d'une clientèle non professionnelle**.

On peut citer les produits dits structurés comme les *Euro medium term notes* (EMTN) ou les OPC à formule, qui procèdent souvent d'une ingénierie financière sophistiquée.

¹¹⁷ On parle d'effet de levier quand l'exposition au marché ou à un instrument financier est supérieure au capital investi.

La complexité de ces produits provient autant de la formule utilisée pour calculer leur rendement que des indices utilisés comme sous-jacents (indices filtrés et/ou difficilement observables pour l'investisseur). Un produit complexe est donc un instrument financier dont la valorisation ne découle pas d'un prix de marché mais d'une modélisation.

De manière générale, un instrument financier complexe :

- est un produit peu liquide et dont l'évaluation est difficile ;
- est un produit dérivé ou composé de dérivés ;
- utilise des indices opaques, une formule complexe ou à variables multiples ;
- est un produit dont la protection du capital est conditionnelle ou partielle.

Aussi, l'AMF préconise-t-elle aux professionnels d'adapter leur documentation promotionnelle, notamment en y insérant des exemples ainsi qu'un avertissement dissuasif dans certaines situations particulières. (Voir aussi dans le Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*, le paragraphe 1.4 *Les règles applicables aux instruments financiers complexes*.)

2. RISQUES ATTACHÉS AUX DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'INSTRUMENTS FINANCIERS

Le **rendement**, dont il est question ici, est celui obtenu *a posteriori* sur un instrument financier compte tenu du **risque financier** lié à l'achat de ce produit financier.

Le profil de risque et de rendement des FCP et des SICAV est matérialisé par une échelle allant de 1 à 7, le niveau 1 correspondant aux niveaux de risque et de performance potentielle les plus faibles.

2.1. Le rendement et les risques de produits bancaires

Pour certains instruments financiers (produits bancaires à taux réglementés, à taux fixe négociés...), le revenu et la valeur de remboursement sont connus d'avance, il n'y a donc **pas de risque financier a priori** sauf difficultés rencontrées par l'établissement bancaire.

2.2. Le rendement et les risques des actions et titres de dette

2.2.1. Les actions et titres de dettes à taux variable

Pour ces instruments financiers, lorsqu'un investisseur achète un tel instrument financier, **il ne connaît pas les revenus futurs** qu'il percevra et encore moins le cours auquel il pourra revendre le produit financier sur le marché secondaire. **Il est donc en risque sur le capital.**

En revanche, une fois qu'il a revendu son titre ou est allé au remboursement dans le cas d'un titre de dette, il est alors en mesure de calculer **le rendement définitif**¹¹⁸ obtenu en **intégrant les revenus perçus** pendant la période de détention et **la plus ou moins-value réalisée à la cession ou à la fin du contrat.**

2.2.2. Les titres de dette à taux fixe

Pour les **titres de dette à taux fixe**, **le revenu est connu d'avance**. En revanche, **le risque de perte sur le capital subsiste** si l'on souhaite revendre son titre avant son échéance.

Pour les **titres composés comportant des bons de souscription** (ABSA, OBSA, OBSO), une fois émis, les bons de souscription sont détachés et cotés comme des titres à part des actions ou obligations. **Ces bons ont une durée limitée dans le temps. Leur prix peut varier de manière très brutale à la hausse ou à la baisse**, voire se retrouver à une valeur nulle. **Comme les options, ce sont des produits très risqués.**

¹¹⁸ On calcule aussi le rendement d'une action est comme étant égal au rapport du dividende sur le cours de l'action.

Les **obligations convertibles** sont à mi-chemin entre les actions et les obligations à taux fixe. C'est une obligation à laquelle est attaché un **droit de conversion** qui offre à son porteur le droit et non l'obligation d'échanger son obligation en actions de cette société. Elles comportent un **risque de perte en capital investi**.

La conversion se fait selon une parité de conversion préfixée et dans une période future prédéterminée. L'investisseur bénéficie de deux avantages par rapport à une obligation fixe :

- l'assurance de bénéficier d'un revenu fixe ;
- un potentiel de plus-value qu'offre la possibilité de conversion en cas de hausse du cours de l'action.

3. LE COUPLE RENDEMENT / RISQUE

Parler d'un instrument financier en évoquant seulement son rendement *a posteriori* n'a aucun sens si on ne prend pas soin de mesurer le risque que comporte cet instrument financier *a priori*. Tous les instruments financiers doivent donc être analysés à la lueur du couple rendement / risque.

Le rendement correspond à ce que rapporte un titre. Ce titre peut être un titre de propriété, une action, un titre de créance ou une obligation. Le **rendement d'un titre est mesuré en pourcentage**.

Le rendement courant d'une action sera égal au dividende versé / cours de l'action.

Le rendement d'une obligation est calculé à partir du prix de l'obligation et des flux futurs (coupons et remboursement) qui seront touchés dans l'avenir. Le **rendement** de l'obligation sera **plus élevé** si son **émetteur** présente un **risque important**.

L'erreur souvent commise est de penser que le **rendement** est **synonyme de rentabilité**. Pour une action, la rentabilité est égale au **rendement** courant auquel s'ajoute la plus ou moins-value réalisée lors de la vente du titre.

Sur une très longue période de plusieurs décennies, les actions offrent en moyenne un rendement supérieur aux obligations mais recèlent une part de risque plus importante.

Depuis la crise financière de 2007-2008, la **liquidité** est également devenue un **critère d'analyse incontournable**, qui vient compléter le couple rendement / risque.

4. LES DIFFÉRENTS TYPES DE RISQUES (RISQUES DE CRÉDIT, DE TAUX, DE LIQUIDITÉ, DE VOLATILITÉ, DE MARCHÉ, DE CONTREPARTIE, OPÉRATIONNEL, DE CHANGE)

■ Le risque de crédit

Le risque de crédit est le risque qu'un emprunteur ou un émetteur d'un titre de dette ne soit pas en mesure d'honorer les obligations liées à sa dette, coupons et remboursement du capital.

Plus l'échéance d'un titre de dette est lointaine, plus le risque de crédit est pris en considération par les investisseurs dans leur décision d'investissement.

Des organismes spécialisés appelés agences de notation analysent en permanence le risque de crédit de la plupart des emprunteurs et émetteurs de titres présents sur le marché. Ces agences de notation leur attribuent des notes en fonction de leur plus ou moins bonne capacité à faire face au paiement de leurs dettes dans le futur.

■ Le risque de liquidité

Pour un investisseur qui souhaite acheter (vendre) une quantité donnée d'un instrument financier, le risque de liquidité est lié à la **difficulté à certains moments à trouver une contrepartie susceptible de lui vendre (acheter) ladite quantité**. La **liquidité dépend donc du nombre d'intervenants sur le marché**, moins il y a d'intervenants, moins le marché est liquide. La liquidité d'un marché ou d'un titre peut se **mesurer par le volume échangé sur une période donnée**, la journée la plus souvent.

À l'extrême, l'**illiquidité** peut se traduire par l'**impossibilité de revendre un actif** alors que le produit de la cession est destiné à faire face à des engagements. Cette situation peut être particulièrement sérieuse pour le gérant d'un OPC qui souhaiterait revendre certaines lignes de son portefeuille pour pouvoir honorer les demandes de rachat des investisseurs.

■ Le risque de marché

L'achat d'un instrument financier comporte un certain nombre de risques dont le plus couramment évoqué est le **risque de fluctuation des prix, à la hausse ou à la baisse, appelé encore risque de marché**. Quel que soit l'actif considéré (action, titre de dette, devise, titre composé ou produit dérivé) le détenteur est susceptible de subir **une moins-value** liée à une évolution défavorable du prix.

On distingue en particulier le risque de taux d'intérêt et le risque de change :

- **Le risque de taux d'intérêt**

Le risque de taux est le **risque de variation des prix d'un titre de dette** (obligations, TCN), ou d'un titre composé ou d'un produit dérivé, **résultant d'une variation des taux d'intérêt**. Par exemple, la valeur d'une obligation à taux fixe baissera si les taux d'intérêt montent et inversement.

On parle aussi de risque de taux d'intérêt global (RTIG) pour exprimer le risque présent au sein du bilan des banques, en particulier la sensibilité de la marge nette d'intérêts à l'évolution des taux d'intérêts.

- **Le risque de change**

Lorsqu'on investit dans un instrument financier libellé dans une devise différente de la sienne, il y a le risque que **le cours de cet instrument varie dans le temps** (risque de marché) mais **aussi que le cours de change de la devise dans laquelle est libellé l'instrument varie par rapport à la devise nationale**. C'est ce qu'on appelle le risque de change.

- **Le risque de volatilité**, c'est l'ampleur des variations du cours d'un instrument financier sur son marché. Se reporter dans ce chapitre à *Les différents types d'actions et leurs caractéristiques*.

■ Le risque de contrepartie

Dans une transaction entre deux opérateurs sur un instrument financier, le règlement et la livraison du titre ne sont jamais immédiats : cela peut prendre quelques jours (opération au comptant) voire quelques semaines ou quelques mois (opération à terme). Il y a **un risque pour l'acheteur (vendeur) que le vendeur (acheteur) soit défaillant** (mise en liquidation...) **entre la date de négociation et le versement des flux financiers, et qu'il n'honore pas ses engagements**. C'est le risque de contrepartie.

Sur les marchés organisés, le risque de contrepartie est assumé par une chambre de compensation qui assure la bonne fin des transactions.

■ Le risque opérationnel

Pour un établissement financier, le risque opérationnel est le **risque de pertes directes ou indirectes liées à une inadéquation ou à une défaillance des procédures** mises en place (analyse ou contrôle absent ou incomplet, procédure non sécurisée), de son personnel (erreur, malveillance ou fraude) ou des systèmes internes (défiance ou panne de l'informatique...).

Sur les marchés financiers, le risque opérationnel est par exemple lié à des erreurs d'exécution d'ordres ou encore à des retards dans la procédure de règlement-livraison.

Concernant le risque lié aux fraudes, il convient de souligner l'impact de la cybercriminalité. Celle-ci vise les établissements financiers ainsi que les sociétés de gestion et concerne principalement le vol de données. Elle concerne également les marchés financiers avec l'apparition de faux communiqués concernant des sociétés cotées. Elle touche enfin les épargnants, attirés par des offres d'investissement frauduleuses sur Internet. Les cybercriminels sont organisés et font preuve d'une grande agilité, surfant sur les tendances de l'actualité et mettant en œuvre des techniques d'hameçonnage sophistiquées. L'AMF se mobilise pour face à ce risque : elle fait évoluer ses outils de veille et d'alerte et s'emploie à sensibiliser le grand public le plus en amont possible.

■ Les risques spécifiques liés aux biens divers et aux placements atypiques

Parfois appelés placements atypiques, les placements dans les « biens divers » se rapportent aux énergies renouvelables, œuvres d'art, vin, timbres, métaux précieux, bois, huiles précieuses, cheptels ou encore diamants.

Les offres sont nombreuses sur Internet. Elles attirent le grand public car elles correspondent à des placements « plaisir » et mettent en avant des rendements attractifs par rapport aux placements traditionnels. Toutefois, le risque associé à ces produits est souvent peu expliqué et la qualité de l'information est rarement de bonne facture. Parfois, il s'agit d'escroqueries pures et simples.

Ces placements atypiques relèvent de l'intermédiation en biens divers. À cet égard, les acteurs proposant ces placements ont l'obligation de faire enregistrer auprès de l'AMF un document d'information présentant leur offre de placement. Toute communication promotionnelle ou démarchage est interdit tant que ce document n'est pas enregistré par l'AMF.

Dans le cas de ces placements atypiques, **ne seront garantis ni le rendement, ni le capital. Quant à la revente (risque de liquidité) elle peut être très difficile.**

Certaines offres peuvent dissimuler des escroqueries qui exposeront à des risques additionnels : les sommes investies peuvent ne pas l'avoir été effectivement, la valorisation de l'investissement peut être totalement déconnectée de la réalité du marché, la société peut faire faillite voire disparaître, etc.

Pour aller plus loin

- Site Internet de l'AMF : <https://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Proteger-son-epargne/Placements-atypiques/Des-investissements-a-considerer-avec-prudence>
- Code monétaire et financier, article D. 211-1A
- Position-recommandation AMF n° 2009-15, Guide relatif à la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels
- Position de l'AMF n° 2010-05 relative à la commercialisation des instruments financiers complexes, 15 octobre 2010
- Position AMF n° 2013-13, Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés
- Communiqué de presse de l'Autorité des marchés financiers et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution se coordonnent afin d'harmoniser leurs attentes en matière de communication publicitaire, 19 février 2015
- Communiqué de presse de l'AMF du 25 octobre 2017, relatif aux placements atypiques et à la recommandation de l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité (ARPP)
- Institut national la consommation et AMF, fiche pratique Investir dans les placements atypiques
- Pour une première approche des produits dérivés et de leur utilité, vidéo « Que sont les produits dérivés », disponible à l'adresse <https://www.youtube.com/watch?v=zxK22V3cj0M>

LES DIFFÉRENTS TYPES D' ACTIONS ET LEURS CARACTÉRISTIQUES, LES PRINCIPES DE VALORISATION DES ACTIONS

1. DÉFINITIONS

Les actions représentent l'équivalent en titres des fonds apportés par les actionnaires à la constitution du capital social de l'entreprise. **L'action confère à son détenteur un droit de propriété sur l'entreprise.**

Une action représente les droits détenus par son propriétaire sur la société et lui confère la qualité d'associé.

La **responsabilité de l'actionnaire** dans la gestion de l'entreprise n'est **engagée qu'à hauteur de son apport**, quels que soient les engagements contractés par la société.

Si l'entreprise est cotée en bourse, ses actions peuvent être négociées à tout moment entre acheteurs et vendeurs à un prix qui découle de la confrontation entre l'offre et la demande.

La valeur nominale des actions d'une société est fixée par les statuts de la société, approuvés par l'assemblée générale extraordinaire.

Les actions sont le plus souvent détenues au porteur. Les actions des sociétés anonymes peuvent être négociées sur un marché réglementé. Dans le cas d'une augmentation du capital d'une société anonyme, les actions sont négociables à compter de la réalisation de l'augmentation de capital.

Les niveaux de prix émis par des vendeurs en attente dans le carnet d'ordres permettent de déterminer le prix auquel un investisseur pourra acheter une action à un moment donné sur un marché donné.

2. LES DIFFÉRENTS TYPES D' ACTIONS

Depuis l'ordonnance de juin 2004, il existe trois types d'actions.

2.1. Les actions ordinaires

Le détenteur d'une action ordinaire est, au même titre que les autres actionnaires, propriétaire d'une partie de la société. Il possède l'intégralité des droits attachés à une action.

■ Le droit de vote¹¹⁹, moyen de contrôle de la gestion de la société

Ce droit dit « droit de vote » s'exerce au sein des Assemblées générales de la société qui réunissent ainsi l'ensemble des actionnaires. Les assemblées d'actionnaires dans les sociétés anonymes nomment, révoquent ou remplacent les conseils d'administration.

À chaque action est attaché un droit de vote mais l'article L. 225-123 du Code de commerce permet aux sociétés d'accorder un droit de vote double aux actionnaires détenant les actions au nominatif depuis plus de deux ans. C'est une manière pour la société de les remercier de leur fidélité.

Pour exercer ce droit de vote en connaissance de cause, **l'actionnaire a un droit à l'information**. Il peut se faire communiquer tous les documents indispensables à son information : comptes annuels, chiffres d'affaires trimestriels, etc.

Depuis février 2011, les emprunteurs de titres ont l'obligation et uniquement en période d'assemblées d'actionnaires de se déclarer auprès de l'AMF si le nombre d'actions empruntées est supérieur à 0,50 % des droits de vote de la société. Cette déclaration doit se faire au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée générale et être publiée sur le marché. En cas de manquement, les actions empruntées sont privées de droit de vote. **Ce dispositif de transparence sur les acquisitions et cessions temporaires de titres doit empêcher les abus dans l'usage des droits de vote lors des assemblées générales.**

¹¹⁹ Les certificats d'investissement sont des actions sans droit de vote. Les certificats coopératifs d'investissement émis par les banques coopératives, sont émis sans droit de vote.

Les assemblées d'actionnaires dans les sociétés anonymes nomment, révoquent ou remplacent les conseils d'administration.

■ Le droit au dividende, participation aux bénéfices réalisés

Lorsqu'une société réalise des bénéfices, ceux-ci sont d'abord soumis au taux de l'impôt sur les sociétés. **L'assemblée générale des actionnaires doit alors se prononcer sur l'affectation de la somme restant après impôt.** Deux solutions existent :

- distribuer cette somme aux actionnaires ;
- la mettre en réserve, la société conservant ainsi cette somme pour ses besoins de financement.

Dans la majorité des cas, le bénéfice après impôt¹²⁰ est pour partie mis en réserve et, pour partie, distribué aux actionnaires. La **somme revenant ainsi à chaque actionnaire s'appelle le dividende**. Le dividende est par nature fonction des résultats de l'entreprise et n'est pas identique d'une année sur l'autre. C'est la raison pour laquelle **l'action se définit comme une valeur mobilière à revenu variable**.

Depuis 1983, les sociétés peuvent proposer à leurs actionnaires une option pour le paiement du dividende, en espèces ou en actions nouvelles. L'Assemblée générale ordinaire vote l'option qui est ensuite exercée par chaque actionnaire.

Le paiement du dividende en actions aboutit à l'émission par la société d'actions nouvelles pour payer le dividende, ce qui revient à une augmentation de capital. Il en résulte un effet mécanique de dilution de la participation de l'actionnaire qui choisit de recevoir le dividende en espèces et ne lève donc pas l'option.

■ Un droit sur l'actif social

L'actionnaire possède un droit sur l'actif de l'entreprise, proportionnel au nombre de titres qu'il détient. Par actif, on entend son patrimoine, à savoir les terrains, construction, outillage, trésorerie dont il faudra retrancher les dettes. Il existe deux types de droit sur l'actif social :

- lorsque la société procède à une augmentation de capital, les anciens actionnaires sont évidemment associés à l'opération et possèdent un droit préférentiel de souscription ou d'attribution ;
- si l'entreprise venait à être mise en liquidation, les biens qui resteraient après paiement des dettes seraient répartis entre les actionnaires, chacun ayant un droit proportionnel au nombre d'actions détenues. Ce sont des bonis de liquidation.

2.2. Les actions de préférence

■ Qu'est-ce qu'une action de préférence ?

Les actions de préférence sont des actions dont la société émettrice a fixé les **droits financiers et politiques spécifiques** et dont il est fait mention dans les statuts ou le contrat d'émission.

Le capital social d'une entreprise peut donc être composé à la fois d'actions ordinaires et d'actions de préférence. Cependant, ce type d'actions ne peut représenter plus de 25 % du capital social d'une société cotée et 50 % d'une société non cotée mais il n'y a pas de limitation au nombre de catégories d'actions pouvant être créées.

L'Assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider l'émission, le rachat et la conversion de ce type d'actions.

■ Droits financiers

Il existe une diversité de **droits financiers susceptibles d'être attachés ou modifiés**. En général, **ces droits confèrent des priorités pour leurs porteurs par rapport aux porteurs d'actions ordinaires**. Ces droits peuvent porter sur :

- l'attribution d'un dividende prioritaire ;
- l'attribution d'une priorité sur le boni de liquidation, en cas de dissolution ou de liquidation amiable de la société ;
- une priorité en cas de rachat d'actions par la société.

¹²⁰ Le bénéfice net par action se calcule ainsi : bénéfice net (après impôts) / nombre d'actions.

■ Droits politiques

Des prérogatives autres que pécuniaires peuvent être accordées ou supprimées.

- L'aménagement du droit de vote est l'exemple le plus courant :
 - le porteur d'action de préférence se voit attribuer un dividende prioritaire avec pour corollaire la suppression du droit de vote ;
 - le droit de veto sur certaines décisions ;
 - des droits de vote double¹²¹ dans d'autres cas.
- On peut aussi citer d'autres possibilités de modification telles :
 - demander un audit portant sur la situation économique de la société ;
 - la possibilité pour des actionnaires de bénéficier de droits spécifiques en contrepartie de leur participation minoritaire. Il peut s'agir de droits d'information spécifiques (situation comptable périodique, état mensuel ou trimestriel, rapports spécifiques sur l'activité de la société) ;
 - l'attribution de sièges au conseil d'administration ou au conseil de surveillance.

2.3. Les actions à bons de souscription d'actions (ABSA)

Voir les explications dans ce chapitre, *Les titres hybrides et composés*.

3. LES PRINCIPES DE VALORISATION DES ACTIONS

3.1. Cours de bourse et capitalisation boursière

Le cours de bourse est la valeur de marché d'une action¹²².

La capitalisation boursière d'une société est égale au cours de bourse multiplié par le nombre total d'actions existantes. Elle représente la « valeur de marché » de la société.

Le ratio du « rendement bénéficiaire » (*earning yield*) correspond au revenu potentiel de l'action rapporté à son prix.

Lorsque la valeur fondamentale d'une action est supérieure à sa valeur de marché, on peut anticiper une hausse du cours de l'actions.

Lors du détachement du dividende, le cours d'une action connaît une baisse mécanique du montant du dividende versé.

3.2. Approche patrimoniale

La valeur patrimoniale d'une société est égale à la somme de ses actifs (immeubles, brevets, créances, trésorerie...) **diminuée de toutes ses dettes** : c'est ce que l'on appelle aussi la méthode de l'actif net réévalué.

Pour une société cotée en bourse, on constate le plus souvent un cours de bourse supérieur à la valeur patrimoniale par action. En effet, la valeur patrimoniale ne prend pas en compte la valeur du portefeuille clientèle, le savoir-faire de l'entreprise, son emprise sur un secteur économique... et **a tendance à sous-estimer la véritable valeur de marché**. Sauf circonstances particulières, il faut plutôt la voir comme un prix plancher, plus particulièrement dans un contexte de cessation d'activité.

¹²¹ Les actions à droit de vote double permettent à l'actionnaire d'avoir deux fois plus de droits de vote qu'avec les actions ordinaires.

¹²² Le bêta d'un actif financier permet de comparer les mouvements effectués par cet actif par rapport à son marché de référence, ce qui permet de déterminer son niveau de risque par rapport aux autres actifs de référence. Lorsque le bêta d'une action est supérieur à 1, l'action va amplifier les mouvements du marché et inversement si le bêta est inférieur à 1.

3.3. Approche financière

Dans l'approche financière ou méthode dite des *cash flows*, la société est analysée comme une entité économique susceptible de générer un flux de revenu chaque année. La valeur financière de l'entreprise est alors égale à la somme de tous les revenus qu'elle sera en mesure de dégager dans le futur. Cette méthode suppose de faire des hypothèses sur le chiffre d'affaires, les charges... pour simuler des revenus futurs. Ensuite, pour tenir compte du prix du temps (taux d'inflation, taux d'intérêt), il est nécessaire d'actualiser les revenus futurs à la date d'aujourd'hui.

À partir de ces quelques idées de base, de nombreux modèles financiers sophistiqués ont été élaborés pour valoriser au mieux la société à partir de données connues ou simulées.

3.4. Approche simple du *price earning ratio* (PER)

Pour simplifier les choses, disons finalement que dans l'approche financière précédemment décrite, c'est la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur qui lui donne de la valeur. Un outil simple mais facilement compréhensible rend compte de cette notion, le *price earning ratio* (PER) ou **multiple de capitalisation**.

Le *price earning ratio* correspond au **cours de bourse divisé par le bénéfice net par action** ou, ce qui revient au même, à la **capitalisation boursière (valeur de marché de la société) divisée par le bénéfice**.

3.5. Le contexte économique

L'entreprise possède des **valeurs intrinsèques** qui font sa force, son organisation, ses hommes, ses produits, ses clients, ses réseaux de distribution etc. Mais elle est aussi **dépendante d'un contexte économique général** (moral des consommateurs, niveau des taux d'intérêt, cours de change si elle exporte...) qui vont jouer sur son cours en bourse.

D'autres facteurs spécifiques peuvent jouer. Par exemple, si une société est « opéable » c'est-à-dire susceptible de faire l'objet d'une offre publique d'achat (OPA) de la part d'une autre société (concurrent, fonds d'investissement...), son cours de bourse risque de monter, parfois sur de simples rumeurs. Son PER peut alors se situer à un niveau anormalement élevé par rapport aux références historiques.

4. LES INDICES ACTIONS

Les indices actions sont présentés dans le Chapitre 9, *Les sources de données de marché*.

5. LE RISQUE DE VOLATILITÉ

La volatilité est une mesure du risque de marché. Elle correspond **au risque de fluctuation des prix dans le temps** et est plutôt utilisée pour les actions.

Un titre a un cours volatil lorsque ce dernier monte ou baisse rapidement avec de fortes amplitudes sur des périodes de temps relativement courtes.

Depuis quelques années, la pratique de la négociation à haute fréquence s'est développée, et représente jusqu'à 50 % des volumes outre-Atlantique. Ce mode d'intervention piloté par des modèles mathématiques, ajoute de la liquidité aux marchés mais peut ponctuellement provoquer une volatilité inhabituelle, liée à un afflux d'ordres de même sens (acheteurs ou vendeurs).

La volatilité des actions peut être mesurée titre par titre, ou bien à partir des indices de référence tels le CAC 40, DAX 30, S&P 500...

Pour aller plus loin

■ Site Internet AMF : www.amf-france.org

LES DIFFÉRENTS TYPES D'OBLIGATIONS ET LEURS CARACTÉRISTIQUES, LES PRINCIPES DE VALORISATION, LE TAUX DE RENDEMENT

Une obligation est une part d'un emprunt émis par un émetteur c'est-à-dire une entreprise, une entité du secteur public ou l'État. Le montant de cette part est appelé la valeur nominale de l'obligation. L'acheteur d'obligations devient créancier de l'émetteur. En contrepartie du prêt, l'acheteur d'obligations reçoit généralement un intérêt versé périodiquement (le coupon). Le capital (montant nominal) est en principe remboursé à l'échéance. Les émetteurs à haut risque affectés d'une mauvaise notation émettent des obligations dites « à haut rendement ».

Une obligation est un titre négociable sur le marché boursier. La valeur des obligations (leur cours) évolue chaque jour en fonction des échanges. Les obligations sont en général cotées en pourcentage de leur valeur nominale. Ce principe de cotation facilite la comparaison entre les obligations de caractéristiques différentes (maturité, identité de l'émetteur, etc.).

1. LES OBLIGATIONS À TAUX FIXE ET LEUR VALORISATION

1.1. Définition

Une **obligation à taux fixe** est une obligation dont le coupon est fixé à l'avance dans le contrat d'émission. Les intérêts seront le plus souvent versés annuellement à la date anniversaire prévue dans le contrat d'émission.

Prenons l'exemple d'une émission d'un emprunt obligataire à taux fixe, *in fine*, sans clause de rachat, lancé le 15 janvier, avec les caractéristiques suivantes :

- durée de vie initiale : 10 ans, valeur nominale d'une obligation : 1 000 € ;
- quantité d'obligations émises : 100 000 ;
- encours de l'emprunt : 100 millions d'euros représentés par 100 000 obligations d'une valeur nominale de 1 000 euros chacune ;
- prix d'émission : au pair, soit 100 % de la valeur nominale. Le montant déboursé par un investisseur pour acheter 1 obligation à l'émission est donc de 1 000 euros ;
- taux nominal ou facial : 5 % ce qui signifie que le coupon versé chaque année le 15 janvier au porteur de l'obligation sera de 5 % de 1 000 euros (valeur nominale) soit 50 euros ;
- remboursement : au pair, *in fine*, soit 1 000 euros par obligation dans 10 ans.

Comme c'est le cas dans l'exemple ci-dessus, le remboursement (ou amortissement) des obligations se fait généralement *in fine*, ce qui signifie que toutes les obligations d'une même émission sont remboursées en même temps à la date d'échéance.

Le prix auquel ces obligations sont remboursées est le plus souvent la valeur nominale du titre (le « pair »).

D'autres modalités de remboursement sont aussi possibles :

- remboursement par tranches égales avec un nombre constant d'obligations remboursées chaque année ;
- possibilité donnée à l'émetteur de rembourser par anticipation à certaines dates à des prix, généralement, supérieurs au pair.

Il est aussi possible qu'il n'y ait pas de coupon versé pendant la vie de l'obligation. On parle alors d'obligation « zéro-coupon »¹²³. Pour compenser l'absence de coupon, le prix d'émission de ces obligations est inférieur à la valeur nominale du titre.

¹²³ Pour les obligations à zéro coupon indexées sur un indice actions, la prime de remboursement versée à l'échéance de l'obligation est calculée en fonction de l'évolution de l'indice retenu.

Les obligations ne sont pas systématiquement émises au pair car elles peuvent être assorties de prime d'émission et/ou de remboursement. La prime d'émission est la différence entre la valeur nominale et le prix d'émission d'une obligation.

1.2. Cotation et calcul pour l'achat et la vente d'obligations en cours de vie

Le **cours des obligations** est toujours **présenté en pourcentage de la valeur nominale de l'obligation** et « **pied de coupon** ».

Pour calculer le montant à payer à l'achat d'une obligation, il faut ajouter au cours de l'obligation le montant du coupon couru puis multiplier cette somme par la valeur nominale de l'obligation.

L'investisseur paiera ou encaissera l'addition des deux éléments soit l'obligation dite « **coupon attaché ou inclus** » **en tenant compte de la date de règlement** sur le marché des obligations qui consiste à rajouter 2 jours de plus au calcul du coupon couru.

Reprenons l'exemple du paragraphe précédent en prenant une négociation le 26 janvier et en supposant que le cours du titre soit de 92,65 %.

- **1^{re} étape** : calculer le **coupon couru**¹²⁴ :

Le coupon couru est calculé en se situant à la date de règlement de l'obligation soit 2 jours ouvrés après la négociation.

$$CC = \frac{\text{nb. de jours exact depuis le dernier coupon}^{(1)}}{365 \text{ (ou 366)}} \times \text{taux nominal}$$

(1) Nombre de jours d'intérêt couru entre 15/01 et 28/01 : 13 jours

$$CC = 5 \% \times 13 / 365 = 0,178 \%$$

- **2^e étape** : calculer le **prix à payer pour acheter une obligation** (règlement au 28 janvier) coupon couru inclus :

$$\begin{aligned} &= \text{valeur nominale} \times (\text{prix} + CC) \\ &= 1\,000 \text{ €} \times (92,65 + 0,178) \% \\ &= 928,28 \text{ €} \end{aligned}$$

- **3^e étape** : calculer le montant à déboursier pour **l'achat de 100 titres** :
 $= 100 \times 928,28 \text{ €} = 92\,828 \text{ €}$

1.3. Le rendement d'une obligation

1.3.1. Le principe

Pour calculer ce que rapporte une obligation, on utilise la méthode des intérêts composés car les obligations sont des produits à durée de vie supérieure à un an.

En intérêt composé, l'intérêt est réintégré chaque année au capital et porte lui-même intérêt.

Avec la méthode de l'intérêt composé, on répond à l'interrogation suivante de l'investisseur : *je place 100 € aujourd'hui, quelle sera la valeur acquise dans 10 ans à 5 % ?* Ainsi 100 euros placés à 5 % auront une valeur future :

- dans 1 an de : $100 \text{ €} + (100 \text{ €} \times 5 \%) = 105 \text{ €}$;
- dans 2 ans de : $(100 \text{ €} + 5 \text{ €}) + [(100 \text{ €} + 5 \text{ €}) \times 5 \%] = 110,25 \text{ €}$;
- dans 10 ans de : $100 \text{ €} (1 + 5 \%)^{10} = 162,89 \text{ €}$.

Dans cet exemple, on peut dire que 162,89 € est la valeur future de 100 € ou que 100 € est la valeur actuelle de 162,89 €.

¹²⁴ Le coupon couru correspond donc au prorata d'intérêt depuis le dernier paiement de coupon.

1.3.2. Méthode de calcul du prix d'une obligation

■ L'actualisation ou valeur actuelle

Avec cette méthode, on répond à l'interrogation suivante de l'investisseur : *je veux obtenir 10 000 € dans 10 ans à 10 %, quel est le prix de mon obligation, aujourd'hui, en **valeur actuelle** ou quel est le **prix, aujourd'hui, de mon obligation** ?*

■ Taux de rendement actuariel d'une obligation (TRA)

Le taux de rendement actuariel d'une obligation est tel que la valeur actuelle du prix payé en achetant le titre soit égale à la **somme des valeurs actuelles des flux futurs reçus** (les coupons et le prix de remboursement).

Le **taux de rendement actuariel** (TRA), appelé plus simplement **rendement** dans le langage courant, est **utilisé pour pouvoir comparer des titres dont les coupons et les prix sont différents**.

Le **taux de rendement actuariel est le véritable rendement de l'obligation**.

- Lorsque le **prix d'une obligation augmente**, son **taux de rendement actuariel diminue** puisqu'en la payant plus cher, on aura un rendement plus faible (le coupon étant fixe).
- Lorsque le **prix d'une obligation diminue**, son **taux de rendement actuariel augmente** puisqu'en la payant moins cher, on aura un rendement plus élevé.

1.4. La sensibilité d'une obligation

Le prix d'une obligation dépend de la hausse ou de la baisse des taux d'intérêt de marché, soit la relation suivante :

hausse des taux de marché = baisse du prix

baisse des taux de marché = hausse du prix

Pour l'investisseur qui achète une obligation, **le risque est donc bien de voir le taux actuariel de son obligation monter ou ce qui est équivalent le prix de l'obligation baisser**.

La sensibilité d'une obligation, c'est la mesure de l'impact d'un mouvement de taux du marché d'1 % sur le prix de l'obligation.

La sensibilité d'une obligation est principalement liée à la durée résiduelle de l'obligation. Plus l'obligation a une durée résiduelle longue, plus elle sera sensible à un mouvement de taux d'intérêt.

1.5. La notion de *spread*

Pour une durée résiduelle des titres fixée, les titres dont les taux de rendement actuariels sont les plus faibles sont les titres émis par l'État car leur signature est considérée comme la plus sûre.

Pour les autres titres donnant donc un rendement supérieur, on peut calculer le ***spread***.

Le ***spread*** est la différence de taux de rendement actuariel entre le titre concerné et le titre d'État dont la durée résiduelle est la plus proche. Le ***spread*** peut aussi se calculer par rapport aux taux des *swaps*.

2. LES OBLIGATIONS À TAUX FLOTTANT

2.1. Définition

Les obligations à taux flottant sont des obligations dont le **coupon est indexé sur un indice de taux** mentionné dans le contrat d'émission et qui **varie au cours d'une période de référence**.

Le coupon peut être trimestriel, semestriel ou annuel. Il peut comporter une rémunération complémentaire à l'indice appelée **la marge faciale** (ex. : EURIBOR 3 mois + 0,20 %).

On distingue deux grands types d'obligations à taux flottant, celles à taux révisable et celles à taux variable.

■ Les obligations à taux révisable (coupon prédéterminé)

L'**indice de référence** servant de base de calcul au coupon **est connu au début de la période de référence** et **révisé à chaque fin de période**. Le montant réel du coupon est donc définitif tout au long de la période de référence.

■ Les obligations à taux variable (coupon post-déterminé)

L'**indice de référence** servant de base de calcul au coupon **n'est pas connu quand la période de référence commence à courir**. Tout au long de cette période de référence, le montant du coupon varie car il est calculé sur une estimation basée sur l'indice de référence de la période passée. **Le taux de référence et donc le montant réel du coupon plein ne seront définitifs qu'en fin de période**.

2.2. Les indices de référence des obligations à taux flottant

■ Les indices monétaires

Les deux principaux indices monétaires de la zone euro sont l'*Euro short term rate* (€STR) qui a succédé à l'EONIA en octobre 2019 et l'EURIBOR. Ils sont définis et détaillés dans ce chapitre dans le paragraphe sur *les indices de référence*. **Les obligations à taux révisables sont indexées sur ces taux toujours prédéterminés.**

■ Les indices obligataires

Le principal indice obligataire utilisé est le TEC 10, taux de l'échéance constante à 10 ans.

Il est calculé chaque jour à partir des cotations des deux OAT (obligations assimilables du Trésor) encadrant la durée de 10 ans, ces cotations étant communiquées par les Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).

Les taux TEC sont calculés en utilisant la même méthode sur des durées de 1 an, 2 ans, 3 ans, 5 ans, 7 ans, 15 ans, 20 ans, 25 ans et 30 ans.

Les obligations à taux flottant sont indexées sur les taux TEC toujours post-déterminés.

Des informations supplémentaires sur les indices obligataires sont présentées dans le Chapitre 9, *Les sources de données de marché*.

3. LES OBLIGATIONS ASSIMILABLES DU TRÉSOR (OAT)

3.1. Définition

Les obligations assimilables du Trésor (OAT) sont des emprunts obligataires émis par la République française. Leur émission est organisée par l'Agence France Trésor (AFT) et le service du ministère de tutelle.

Les obligations assimilables du Trésor sont proposées par adjudications (ventes aux enchères sur le marché primaire) mensuelles aux investisseurs français et étrangers. L'État annonce quelques jours à l'avance les caractéristiques des titres émis et une indication de volume.

Afin d'organiser les soumissions, l'État a créé le statut de Spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).

Ces derniers sont des établissements financiers ayant signé un cahier des charges avec l'État. Ils sont tenus de participer aux adjudications mensuelles (marché primaire) en présentant à l'AFT des volumes d'achat et des prix de soumission puis d'animer le marché secondaire en proposant en continu des prix à l'achat et à la vente aux investisseurs professionnels ou particuliers.

3.2. Caractéristiques générales

Quel est l'avantage pour l'État comme pour les investisseurs d'émettre des obligations assimilables ?

Plus une ligne obligataire a un encours important, plus elle fera l'objet de transactions régulières et importantes sur le marché secondaire, plus les SVT seront poussés à animer le marché en affichant un écart faible entre les prix qu'ils proposent à l'achat et à la vente et plus les investisseurs seront alors enclins à se porter acheteurs sur le marché primaire ou secondaire. C'est le cercle vertueux de la liquidité.

Or, pour bien vendre la dette de l'État aux investisseurs français ou étrangers, il faut que le marché des OAT soit liquide.

Pour cela, l'État procède en créant une nouvelle ligne obligataire d'OAT à intervalles réguliers. Puis, lors des adjudications mensuelles, il émet des titres dont les caractéristiques sont en tout point identiques à celles des OAT déjà existantes et cotées sur le marché secondaire. De ce fait, on les « assimile » sur un code ISIN identique et les nouveaux volumes émis viennent alors s'ajouter à l'encours déjà existant pour finalement ne constituer qu'une seule et même ligne obligataire, à l'encours plus élevé et à la liquidité plus importante.

En résumé, les obligations assimilables du Trésor constituent la part essentielle de la dette négociable de l'État français et forment un gisement de titres standardisés (nominal de 1 euro, remboursement *in fine*) bénéficiant d'une excellente liquidité sur le marché secondaire.

3.3. Typologie des obligations assimilables du Trésor

Les OAT peuvent prendre trois formes :

- **à taux fixe, avec les caractéristiques des obligations à taux fixe ;**
- **indexées sur l'inflation** (cf. dans ce chapitre, le paragraphe *Les obligations à taux flottant*) ;
- **démembrées.**

3.3.1. Les obligations assimilables du Trésor indexées à taux fixe

Les OAT à taux fixe revêtent les caractéristiques des obligations décrites au paragraphe 3.1 ci-dessus. Elles représentent la grande majorité des OAT émises par l'État français.

À l'émission, le taux facial s'ajuste progressivement à l'évolution des taux de marché mais le processus d'assimilation conduit l'État à abonder des souches précédemment émises dont le taux facial peut ainsi s'éloigner du taux de marché.

En janvier 2017, l'État français a lancé sa première **OAT verte** à taux fixe pour un montant de 7 milliards d'euros, devenant ainsi le premier État au monde à émettre un emprunt vert de taille significative.

Exemples :

- l'OAT 2,00 % 25 mai 2048 (FR0013257524) ;
- l'OAT verte 1,75 % 25 juin 2039 (FR0013234333).

3.3.2. Les obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation (OATI ou OATEI)

Ce sont des obligations dont le montant des coupons ainsi que le montant de capital remboursé à l'échéance sont fonction du niveau de l'inflation dans le futur.

L'État français émet de manière régulière depuis quelques années :

- des OATi, dont les coupons sont indexés sur l'indice français des prix à la consommation hors tabac ;
- des OAT€i indexées sur l'indice harmonisé des prix de la zone euro hors tabac.

Les OATi et OAT€i sont destinées à toutes les catégories d'investisseurs désirant protéger le pouvoir d'achat de leurs investissements ou diversifier la composition de leur portefeuille.

Exemple : l'OATi 0,1 % 1^{er} mars 2028 (FR0013238268).

S'il n'y a aucune évolution de l'indice des prix pendant la durée de l'emprunt (inflation nulle), l'État versera chaque année exactement le taux facial prévu au contrat d'émission et remboursera exactement le nominal à l'échéance.

3.3.3. Les obligations de la finance durable

■ Les obligations vertes

Une **obligation verte** ou « green bond » est une obligation pour laquelle **l'usage des fonds est dédié à un projet (ou ensemble de projets) générant un impact environnemental positif**. Elle se distingue d'une obligation classique par une information précise et spécifique sur les investissements qu'elle finance et leur caractère vert tout en impliquant un risque financier identique pour les investisseurs.

Depuis les premières émissions aux États-Unis d'obligations vertes, ce segment de marché des obligations n'a cessé de se développer en lien avec le développement de la finance durable (cf. le Chapitre, *Finance durable : investissement socialement responsable et critères environnement / social / gouvernance, notation extra-financière*). L'État français, en 2017 a été un des premiers États à émettre un emprunt vert significatif (cf. *supra*).

Parmi les obligations de la finance durable, ce sont les obligations vertes qui sont le plus utilisées.

■ Les obligations liées au développement durable (*sustainability-linked bonds*)

L'émetteur doit justifier d'une activité respectant durablement les critères ESG mais les fonds recueillis lors de l'émission obligataire ne sont pas dédiés à un projet ESG.

C'est le taux de rémunération de l'obligation qui se trouve lié à un des objectifs de développement durable en matière environnementale, sociale et/ou de gouvernance.

Tout comme les obligations indexées sur l'inflation, le coupon -donc la performance- de l'obligation peut être diminué, en cas d'atteinte de l'objectif ou augmenté, si l'objectif n'est pas atteint. D'autres impacts non financiers sont aussi envisageables.

■ Les obligations sociales

Dans le sillage des obligations vertes, ont vu le jour les obligations sociales et leur encours progresse régulièrement. Une **obligation sociale** a pour objectif de **financer des projets ayant un impact social, comme par exemple favoriser l'accès à l'éducation, à la santé ou à l'emploi, ou soutenir des campagnes de vaccination**. Ces projets concernent plus particulièrement les populations les plus fragiles.

En France, on peut citer l'émetteur UNEDIC, qui a levé plusieurs milliards d'euros en 2020, destinés à financer une partie du chômage partiel décidé par l'État, suite à la crise sanitaire du coronavirus.

L'*International capital market association* (ICMA), association internationale fondée en 1969, couvrant 62 pays¹²⁵ travaille sur des questions de réglementation et de pratiques de marché. Elle promeut la résilience et le bon fonctionnement des marchés de dettes internationaux.

¹²⁵ Source : site Internet ICMA, décembre 2020, 600 membres et 62 pays.

Elle a édicté :

- un certain nombre de principes de transparence d'informations¹²⁶ auxquels les émetteurs, publics ou privés, se soumettent volontairement lors de l'émission d'emprunt obligataire favorisant l'environnement ;
- l'obligation d'utiliser des indicateurs mesurables et vérifiables comme objectifs de performance.

3.4. Les obligations assimilables du Trésor démembrées (*strips* ou *zéro coupon*)

Les OAT démembrées sont créées à partir des OAT à taux fixe en séparant le coupon (certificat de coupon) du nominal ou principal (certificat de principal). Chaque certificat peut être négocié séparément.

Ces certificats ne versant qu'un seul flux à l'échéance s'apparentent à des obligations zéro coupon. Leur prix sera inférieur au pair (100 % du nominal) et l'investisseur sera remboursé au pair (valeur nominale) à l'échéance.

Pour l'investisseur, en l'absence de tout revenu intermédiaire, le rendement naît de la différence entre le prix d'achat et le prix de remboursement.

Exemple : l'OAT zéro coupon 28 mars 2028 (FR0000571226).

¹²⁶ Les principes publiés par l'ICMA sont les suivants : *Green bond principles*, *Social bond principles*, *Sustainability-linked bond principles*.

LES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES ET LES INSTRUMENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE, LES INDICES DE RÉFÉRENCE

Le marché monétaire est diversifié et complexe. Il est ouvert pratiquement à toutes les catégories d'agents économiques professionnels. Il prend la forme :

- d'emprunts ou prêts classiques ;
- de titres de créances négociables.

1. LA STRUCTURE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Les opérations effectuées sur ce marché monétaire au sens large peuvent se faire sur des durées allant d'un jour à plusieurs années sans limite de durée *a priori*.

On peut distinguer sur ce grand marché monétaire **deux compartiments** en fonction du type d'intervenants et de la nature des instruments financiers utilisés : le marché interbancaire et le marché des titres de créances négociables.

■ Le marché interbancaire

Il n'y a pas d'émission de titres sur ce marché ; il permet aux banques d'échanger des liquidités entre elles et de se refinancer auprès de la Banque centrale européenne puisque c'est le lieu d'exercice de la politique monétaire de la BCE (cf. le Chapitre 1, *La politique économique et monétaire, le rôle de la BCE*).

■ Le marché des titres de créances négociables (TCN)

Il permet à un large éventail de professionnels d'emprunter de l'argent directement auprès d'investisseurs par l'émission d'instruments financiers, les TCN.

■ Le marché des bons du Trésor

Il permet à l'État de se financer sur des durées comprises entre quelques semaines et un an.

2. LE MARCHÉ DU REFINANCEMENT ENTRE LA BCE ET LES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS

(Cf. le Chapitre 1, *La politique économique et monétaire, le rôle de la BCE*.)

Pour toutes les opérations de refinancement (opérations d'*open market* et facilités permanentes), la BCE ne prête aux établissements de crédit qu'avec des garanties. Les actifs apportés en garantie doivent remplir des critères précis pour être éligibles aux opérations de refinancement de la Banque centrale européenne.

3. LE MARCHÉ INTERBANCAIRE ET LES INDICES DE RÉFÉRENCE €STR ET EURIBOR

Le marché interbancaire est le lieu de rencontre de l'offre et de la demande de liquidités bancaires.

3.1. Les intervenants

Les établissements admis à traiter sur le marché interbancaire sont les établissements de crédit, les institutions de l'article 8 de la loi bancaire de 1984 (Banque de France, Trésor public, Caisse des dépôts et consignations) et les entreprises d'investissement. Mais ces dernières ne sont pas admises aux opérations de refinancement de la Banque centrale européenne.

Pour schématiser, les banques qui ont plus de dépôts qu'elles ne font de crédits ont des excès de liquidités qu'elles prêtent aux autres banques et inversement.

3.2. L'organisation

Le **marché interbancaire est un marché de gré à gré** où les intervenants traitent directement et librement entre eux des opérations de prêt ou d'emprunt « en blanc », c'est-à-dire sans garantie et à court terme.

La **majorité des opérations ont une durée d'un jour à un an**. Le calcul des intérêts se fait, au *pro rata temporis*, sur la base du nombre de jours exacts rapporté à une année forfaitairement évaluée à 360 jours.

3.3. Les opérations

Les opérations traitées sur le marché interbancaire de la zone euro concernent des montants considérables. Les taux d'intérêt qui y sont pratiqués sur les diverses durées constituent ensuite des références pour les opérations de prêt ou d'emprunt que les banques appliquent tous les jours à leurs clients.

3.4. Les indices

À partir des taux pratiqués sur le marché interbancaire, les autorités monétaires procèdent quotidiennement au calcul des indices €STR, EONIA et EURIBOR qui servent ensuite d'indices de référence pour certains prêts à taux variable proposés par les établissements de crédit à leurs clients.

3.4.1. L'Euro short term rate (€STR), taux en euro à court terme

L'Euro short term rate a succédé à l'EONIA (*Euro overnight index average*) en octobre 2019.

Il représente le taux d'intérêt des échanges de capitaux interbancaires **au jour le jour** dans la zone euro.

Le taux €STR est calculé et publié chaque jour à 8 h (CET) par la Banque centrale européenne, en résultat des transactions interbancaires au jour le jour exécutées la veille par un panel d'une cinquantaine de banques, choisies parmi les plus actives sur le marché des prêts-emprunts en euros.

L'€STR est la moyenne des taux de ces banques, pondérée par les montants, arrondie à 3 décimales.

L'€STR d'un jour non ouvré est égal à l'€STR du jour ouvré précédent.

Entre octobre 2019 et janvier 2022, une période de transition a été instituée pendant laquelle les deux indices cohabitent. L'EONIA est calculé forfaitairement sur la base de l'€STR plus un *spread* fixe de 8,5 points de base.

Corrélativement, l'EONIA reste donc publié chaque jour à 9 h 15 (CET) jusqu'au 31 décembre 2021. À compter du 3 janvier 2022, seul l'€STR subsistera.

3.4.2. Les indices EURIBOR ou *European interbank offered rate*

En français, on traduit taux interbancaire offert en euro ou Tibeur. Il fait partie des nombreux taux *interbank offered rate* (IBOR), taux interbancaire offert, c'est-à-dire taux d'intérêt auquel une banque de première catégorie, à un moment donné et pour une échéance donnée, prête en blanc à une autre banque de première catégorie.

L'EURIBOR est le **taux moyen calculé chaque jour ouvré, pour une échéance donnée**, auquel un panel de grandes banques prête en blanc à d'autres grandes banques.

Le taux Euribor (Euro Interbank Offered Rate) est calculé sur la base de 360 jours. Le **panel de banques utilisé est le même que pour l'€STR**.

Pour calculer les taux EURIBOR, il faut qu'au moins 50 % des banques aient fourni les données.

Après élimination des 15 % les plus élevés et des 15 % les plus bas, une moyenne des taux est réalisée et publiée par la Fédération bancaire européenne à 11 h 30 ; les taux sont arrondis commercialement à 3 décimales.

Depuis le 1^{er} novembre 2013, l'EURIBOR est passé de quinze à huit taux. Chaque jour ouvré sont donc calculés et publiés ces huit taux dont l'EURIBOR 1 & 2 semaines, l'EURIBOR 1, 2, 3, 6, 9 & 12 mois.

En juillet 2014, l'organisme en charge de la publication des taux EURIBOR, EURIBOR-EBF est devenu l'EMMI (*European money markets institute*). Le *European money markets institute* est une association de droit belge dont les membres sont les associations professionnelles bancaires des États membres.

Ce changement s'accompagne d'une période de réforme importante de l'Institut afin de renforcer la transparence et la fiabilité de l'administration des indices en vue de restaurer la confiance dans les indices clés tels que l'EURIBOR.

Le *European money markets institute* publie l'EURIBOR, l'EONIA, l'€STR et l'EUREPO.

Des éléments supplémentaires sur les indices sont présentés dans le Chapitre 9, *Les sources de données de marché*.

3.5. Les titres de créances négociables (TCN) et bons du Trésor

Les titres de créances négociables sont des instruments financiers **émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé, qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée**¹²⁷.

L'émetteur qui désire proposer ses TCN doit établir une documentation financière (décrivant notamment le programme d'émission et une présentation succincte de l'entité émettrice) adressée à la Banque de France. À l'issue de la première émission, la documentation financière de l'émetteur est mise en ligne sur le site de la Banque de France.

Depuis la disparition des BTAN, les bons du Trésor ne comprennent plus que les bons du Trésor à taux fixe (BTF) dont la durée à l'émission est inférieure à un an.

L'encadrement et la surveillance du marché sont assurés par la Banque de France.

3.5.1. Les différents types de titres de créances négociables et bons du Trésor

Une nouvelle réglementation du marché des titres de créances négociables est entrée en vigueur le 1^{er} juin 2016. L'essentiel de cette réforme a consisté à regrouper les titres de créances négociables uniquement en deux catégories en fonction d'un seul critère, leur **maturité** : inférieure ou supérieure à un an.

DURÉE	TITRES	ÉMETTEURS
< 1 AN	Bon du Trésor à taux fixe (BTF)	État
	<i>Negotiable european commercial paper</i> (NEU CP)	Entreprises Sociétés de financement Établissements bancaires
> 1 AN	<i>Negotiable european medium term note</i> (NEU MTN)	Tout type d'émetteur, y compris sociétés de financement, sauf État

¹²⁷ Ils sont émis au pair, en dessous du pair ou avec une prime de remboursement.

Les sociétés de financement sont aussi autorisées à émettre des titres de créances négociables dans des limites fixées par un décret, à condition que le produit de ces émissions ne constitue pas des fonds remboursables du public tel que prévu à l'article L. 312-2 du Code monétaire et financier.

La nomenclature des TCN en vigueur avant la réforme de 2016 a donc disparu. Toutefois, même si leurs émissions ont cessé, les appellations des ex-« billets de trésorerie », « certificats de dépôts » et « bons à moyen terme négociables (BMTN) » restent assez couramment utilisées par les professionnels, par facilité de langage.

3.5.2. Caractéristiques communes aux TCN

En dehors des caractéristiques particulières indiquées dans le tableau, ils possèdent tous les caractéristiques suivantes :

- montant minimum : 150 000 euros ou l'équivalent en toute devise étrangère ;
- ils sont ouverts à toutes catégories de souscripteurs ;
- ils sont négociables à tout moment ;
- ils ont une durée minimale de 1 jour ;
- ils ont un traitement comptable et fiscal uniforme ;
- ils sont dématérialisés ;
- ils peuvent être à taux fixe ou indexé ;
- obligation de domiciliation auprès d'un établissement de crédit spécialisé français ou étranger ;
- possibilité de rédiger le prospectus d'émission dans une langue autre que le français (dans ce cas le montant minimum est porté à 200 000 euros ou la contrevaletur de ce montant en devises) ;
- obligation de notation de l'émetteur (les établissements de crédit sont exemptés de cette obligation).

3.5.3. Le cas particulier des EMTN

Apparus aux États-Unis, les **Euro medium term notes** (EMTN) sont **des instruments de dette émis par les entreprises ou par les établissements financiers**. La durée des EMTN est généralement comprise entre celle des titres de court terme (NEU CP) et celle des titres à long terme (obligations).

L'originalité des EMTN réside dans leur **flexibilité** :

- l'émetteur publie un prospectus validé par une autorité de marché (l'AMF en France) et ce document sera valable pour l'ensemble du programme d'émissions à venir ;
- l'émetteur peut alors solliciter le marché par étapes et par montants discrétionnaires, selon ses besoins de financement ;
- chaque émission donne également à l'émetteur la possibilité d'adapter les caractéristiques de ses titres à la tendance du marché.

Comme pour les autres titres de créances, les EMTN doivent être enregistrés auprès d'un dépositaire central (Euroclear France par exemple).

Au fil des ans, le marché des EMTN a évolué et ce support est désormais largement utilisé pour offrir aux investisseurs des solutions de placement structurées. On parle alors d'**EMTN structurés** (voir le paragraphe qui leur est consacré dans ce chapitre, *Titres hybrides / composés*).

3.5.4. Négociation sur le marché secondaire

Les titres de créances négociables sont **négociables sur le marché secondaire** mais il n'y a réellement que le marché des bons du Trésor qui soit actif.

Les professionnels échangent ces titres la plupart du temps **de gré à gré** « à la voix », mais de nouvelles places de marché numériques ambitionnent de fournir un accès facile au marché des TCN.

Dans tous les cas, les titres sont obligatoirement enregistrés chez Euroclear via un code ISIN (*International securities identification number*). Ils bénéficient ainsi de la sécurité du système de règlement-livraison du dépositaire central.

LES TITRES HYBRIDES ET LES TITRES COMPOSÉS

La possibilité d'émission de bons de souscription d'actions attachés à des émissions de titres financiers, actions ou obligations date de janvier 1983. C'est ainsi qu'ont été créées les actions à bons de souscription d'actions (ABSA) et les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) dénommées **titres composés** depuis l'ordonnance du 24 juin 2004.

La créativité des ingénieurs financiers a ensuite permis le développement d'autres produits hybrides comme par exemple les obligations convertibles en actions, les obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCÉANES), les titres subordonnés remboursables (TSR), les EMTN structurés ou encore plus récemment les obligations contingentes convertibles (Cocos).

1. LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS

1.1. Définition

Un **bon de souscription d'actions** (BSA) est un titre donnant un accès différé au capital social. Il permet de souscrire dans le futur à de nouvelles actions :

- à un prix donné, c'est le **prix d'exercice du bon** ;
- pour une période définie, c'est la période d'exercice (ou période de souscription) du bon.

1.2. Les caractéristiques

Il peut y avoir plusieurs périodes d'exercice, par exemple à chaque date anniversaire de l'émission du bon, et ceci pendant plusieurs années. Le **prix d'exercice doit être au moins égal au nominal de l'action** et **peut varier à chaque période d'exercice en fonction d'un indice** (tel que la moyenne d'un nombre donné de cours de bourse qui précède la période d'exercice).

Les bons de souscription d'actions sont généralement créés lors de l'émission d'ABSA (Actions à bons de souscription d'actions) ou d'OBSA (Obligations à bons de souscription d'actions). Ils sont alors **détachés de l'action ou obligation support et sont cotés séparément**. Ils ont **une vie boursière autonome et leur propre code ISIN** (*International securities identification number*).

Le **détenteur de bons de souscription** a la possibilité de souscrire à de nouvelles actions dans le futur, qu'il **exercera naturellement si le prix d'exercice est intéressant**, c'est-à-dire inférieur au cours de bourse de l'action au moment de sa décision.

En attendant de pouvoir éventuellement l'exercer, **le détenteur a toujours la possibilité de le vendre sur le marché secondaire (en bourse) à un prix qui dépend de l'offre et de la demande. Plus le cours de l'action monte, plus le bon devient intéressant et voit son cours monter**. Il en résulte un fort effet de levier qui donne **au bon un caractère spéculatif**.

Inversement, si le cours de l'action baisse, la valeur du bon diminue. À l'approche de la dernière période d'exercice, la valeur du bon devient quasi-nulle dans le cas où le cours de l'action reste en-deçà du prix d'exercice du bon.

Dans le cas de l'exercice du bon de souscription par son détenteur lors des périodes d'exercice prévues à cet effet, cela revient pour **l'émetteur à procéder à une augmentation de capital**.

2. LES ABSA, ACTIONS À BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS

Dans le cas d'une ABSA, chaque action, émise lors d'une augmentation de capital, est assortie d'un ou plusieurs bons de souscription d'actions donnant un accès différé au capital.

Pour la société qui émet des ABSA, **il y a donc augmentation de capital**, c'est-à-dire apport d'argent frais, en deux temps :

- lors de l'émission des ABSA proprement dites ;
- lors de l'éventuel exercice des bons impliquant la création d'actions nouvelles.

3. LES OBSA, OBLIGATIONS À BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS

Analogue dans son fonctionnement à l'ABSA, **l'OBSA est une obligation, en général à taux fixe, à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons de souscription donnant un accès différé au capital.**

Pour la société qui émet des OBSA, il y a donc :

- **un apport immédiat d'argent provenant de l'émission des obligations.** La société rémunère périodiquement le détenteur de l'obligation via **un taux d'intérêt fixe inférieur à celui qu'elle aurait pratiqué si elle avait émis des obligations classiques sans bons de souscription.** C'est un avantage immédiat pour l'émetteur et *a contrario* une perte d'opportunité pour le détenteur. C'est pour cette raison que les obligations supports des OBSA cotent généralement un cours inférieur au pair (100 %) une fois que les bons ont été détachés ;
- une augmentation de capital dans le cas où le détenteur des bons exerce effectivement son droit de souscrire à des actions nouvelles dans les conditions prévues dans le contrat d'émission. Lors de cette augmentation de capital, le détenteur du bon se retrouve finalement à acquérir de nouvelles actions à un prix plus favorable que celui coté en bourse à ce moment-là. C'est un avantage différé pour le détenteur du bon et, *a contrario*, une perte d'opportunité pour l'émetteur qui ne reçoit pas autant d'argent frais que s'il avait procédé à une augmentation de capital sur la base du prix des actions à ce moment-là.

4. LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

L'obligation convertible en action est une obligation assortie d'un droit à convertir cette obligation dans le futur contre un nombre défini d'actions de la même société.

Contrairement aux OBSA, **ce droit de conversion est indissociable du titre obligataire.** Il en fait partie intégrante et n'est donc pas détachable.

Lors de l'émission d'une obligation convertible, le prix proposé pour la conversion est toujours supérieur au cours de l'action.

La rémunération de la composante obligataire d'une obligation convertible est habituellement plus faible que celle dont pourrait bénéficier l'investisseur de la part d'une obligation classique.

Les entreprises cotées et non cotées peuvent avoir recours aux obligations convertibles en actions.

Une obligation convertible peut donc être, à l'initiative du porteur, convertie en action(s) suivant des modalités fixées dans le contrat d'émission :

- **parité de conversion :** le rapport de conversion est le plus souvent de 1, c'est-à-dire 1 action obtenue pour 1 obligation présentée à la conversion. **Mais ce n'est pas une règle générale**, le nombre d'actions pouvant ne pas être entier ;
- **durée de convertibilité :** l'obligation peut être convertible à tout moment ou seulement à des époques déterminées appelées périodes de conversion.

En conclusion, **une obligation convertible est, pour un investisseur, un excellent moyen de profiter de la hausse du cours de l'action tout en étant protégé si celui-ci baisse**, l'obligation convertible retrouvant alors son caractère « obligataire » avec un revenu fixe (taux d'intérêt prévu dans le contrat d'émission).

Si le détenteur de l'obligation convertible décide, lors d'une période de conversion, de la convertir en action(s), **cette conversion correspond alors à une augmentation de capital.** L'émetteur n'a plus de sortie d'argent à effectuer pour rembourser l'emprunt obligataire, ce qui améliore la situation de ses actionnaires ; en revanche, le capital se retrouve réparti entre plus d'actionnaires (dilution du capital).

Pour une société, l'émission d'obligations convertibles ou d'OBSA, réservée à des sociétés « amies », peut s'avérer être une arme anti OPA efficace.

5. LES OBLIGATIONS CONTINGENTES CONVERTIBLES

Les obligations contingentes convertibles sont des titres hybrides.

Ce sont des obligations émises par les banques qui peuvent être converties en titres de capital lorsque certaines conditions prévues dans le contrat d'émission se réalisent.

Ce nouveau type d'instrument hybride a fait son apparition afin de permettre aux banques de répondre à des besoins de capitaux réglementaires et notamment en cas de difficultés de refinancement. Il s'agit des obligations contingentes convertibles (les « cocos¹²⁸ » en anglais).

Ces obligations sont converties d'office en actions lorsque certains événements se produisent par exemple lorsqu'une banque franchit à la baisse un ratio réglementaire. Ces événements sont fixés à l'avance dans le contrat d'émission. Cela permet donc à la banque de lever rapidement des fonds sans recourir à une augmentation de capital.

■ À retenir :

- **conséquence importante pour les porteurs, la conversion s'effectue uniquement à l'initiative de l'émetteur ;**
- en contrepartie du risque pris, le taux d'intérêt prévu dans le contrat devrait être plus élevé ;
- au vu de la complexité de ce produit, **cet instrument n'est réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs expérimentés, en mesure d'évaluer le risque effectivement pris.**

6. LES OCÉANES, OBLIGATIONS CONVERTIBLES OU ÉCHANGEABLES EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES

Les OCÉANES (obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes) ont pour caractéristique la double option suivante :

- l'**option** pour l'investisseur de demander à l'émetteur la conversion de son obligation en actions ;
- l'**option** pour l'émetteur de choisir l'origine des actions remises en contrepartie des obligations :
 - soit ce sont des actions nouvelles émises en tant que de besoin à chaque demande de conversion. Les OCÉANES ressemblent dans ce cas aux obligations convertibles classiques,
 - soit ce sont des actions déjà existantes et rachetées par la société sur le marché secondaire. On parle alors d'obligations échangeables. Dans ce cas, la société émettrice évite une augmentation de capital et donc une dilution du bénéfice global entre un plus grand nombre d'actions ainsi qu'une dilution du contrôle pour les actionnaires qui n'ont pas souscrit à ces OCÉANES.

7. LES TITRES SUBORDONNÉS

Les titres subordonnés sont des titres de créance dont le remboursement est subordonné au remboursement des autres créanciers.

Ces titres ont un rang de créance moins bon que les titres obligataires classiques. Ils sont donc censés offrir une rémunération supérieure à celle des obligations classiques émises par la même entreprise.

Ils permettent de renforcer la structure financière de l'émetteur car bien qu'étant des titres représentatifs d'une dette, ils peuvent être assimilés à des fonds propres.

Les titres subordonnés présentent un risque de non remboursement plus important que les obligations classiques.

Ils sont principalement émis par des banques et des établissements financiers.

¹²⁸ Ce sont les *contingent convertibles bonds*, les « cocos ».

■ Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)

En théorie, les titres subordonnés à durée indéterminée ne seront jamais remboursés sauf si la société est liquidée. L'émetteur peut cependant prévoir une clause de rachat en bourse.

La rémunération peut être à taux fixe ou variable. Elle peut être reportée si aucun dividende n'est versé.

Ces titres sont à réserver aux investisseurs avertis car ils sont peu liquides. Il est conseillé de bien lire le contrat d'émission.

■ Les titres subordonnés remboursables (TSR)

Ils sont proches des titres subordonnés à durée indéterminée mais ont une échéance de remboursement connue.

8. LES EURO MEDIUM TERM NOTES (EMTN) STRUCTURÉS

Les *Euro medium term notes* (EMTN) sont des titres de créances décrits dans ce chapitre, *Titres de créances négociables*. Souples d'utilisation, les banques s'en servent souvent comme supports juridiques pour proposer aux investisseurs des **produits structurés**, issus de la combinaison d'un EMTN et d'un ou plusieurs produits dérivés. Les investisseurs achètent ainsi le produit packagé et non ses différentes composantes séparément.

Les EMTN structurés offrent la possibilité de **construire des produits calibrés sur mesure** pour répondre à des objectifs précis de performance et de profil de risque.

Ils s'intègrent dans les stratégies d'investissement à la fois des **particuliers** et des **investisseurs institutionnels**.

Les particuliers peuvent détenir ces produits soit via des comptes titres ordinaires, soit via des unités de compte (les unités de compte logées dans les contrats d'assurance-vie), soit via des parts de fonds à formule et dans certains cas via un Plan d'épargne en actions (PEA).

Les EMTN structurés entrent toutefois dans la classification des **produits complexes**. De ce fait, **leur commercialisation est strictement encadrée afin que les investisseurs puissent comprendre et apprécier au mieux les risques attachés à ces produits**.

Il existe plusieurs types de produits EMTN structurés, différenciés notamment par :

- la nature de la performance attendue (fixe conditionnelle, variable, immédiate ou différée) ;
- le niveau de garantie sur le capital (réelle garantie ou simple protection) ;
- la maturité prévisionnelle (présence ou non de remboursements anticipés).

■ Exemple :

Le produit prévoit à son échéance la restitution à l'investisseur du capital investi, majoré d'un pourcentage de la performance positive (le cas échéant) enregistrée par un indice boursier.

Ces solutions de placement permettent d'investir dans un large éventail d'actifs : actions, indices boursiers, devises, matières premières... En ce sens, ils favorisent la diversification des portefeuilles.

Le principal risque porte sur le capital engagé par l'investisseur à l'émission. Par ailleurs, les produits structurés sont globalement assez peu liquides, même s'il existe un marché secondaire tenu par l'établissement promoteur.

LES AUTRES INSTRUMENTS (CONTRAT D'ASSURANCE-VIE, COMPTE À TERME, PRODUIT DE BILAN, INSTRUMENTS SUBSTITUABLES), LES PARTS OU ACTIONS DES ORGANISMES DE TITRISATION

1. LES CONTRATS D'ASSURANCE-VIE

1.1. Définition

Le contrat d'assurance-vie est un contrat régi par le Code des assurances et soumis au régime fiscal de l'assurance-vie.

Par ce contrat, l'assureur s'engage, **en contrepartie du paiement de prime(s)**, à **verser une rente ou un capital** à une (ou plusieurs) personne(s) désignée(s) dans le contrat.

Le contrat d'assurance-vie est ainsi un outil de transmission de capital (en cas de décès), mais il est aussi un outil d'épargne (en cas de vie).

Dans tous les cas, il a pour objet la **constitution d'un capital**, par des versements libres ou réguliers. À terme, ce capital peut être converti en rente, ce qui permet de se constituer un complément de retraite.

Le **souscripteur du contrat acquiert automatiquement la qualité d'assuré et de bénéficiaire en cas de vie**. En **cas de décès avant terme**, les **capitaux sont versés au(x) bénéficiaire(s)** de l'assurance-vie désigné(s) dans le contrat.

Un contrat d'assurance-vie doit avoir une durée déterminée à la souscription, reconductible ou non selon les contrats par prorogation d'année en année.

Les gains en capital et/ou intérêts d'un contrat d'assurance-vie sont soumis aux prélèvements sociaux dans tous les cas.

Pour une banque, un contrat d'assurance-vie n'est pas un produit de bilan.

Les contrats d'assurance-vie peuvent être :

- **individuels** : la conclusion du contrat est opérée directement entre l'assureur et le souscripteur ;
- **collectifs** : le contrat d'assurance est un contrat cadre conclu entre l'assureur et une personne morale chargée de le distribuer. L'adhésion à ce contrat peut être facultative ou obligatoire ;
- **associatifs** : la souscription s'opère entre un assureur et une association d'épargnants.

1.2. Les supports d'investissement

On distingue deux types de supports d'investissements, les fonds en euros et les unités de compte.

■ Le fonds en euros

Les sommes placées sont investies en majorité sur des titres sans risque : obligations d'entreprises et emprunts d'États. **Le capital investi est garanti à tout moment par l'assureur** et les intérêts de l'année sont définitivement acquis à l'épargnant via un mécanisme appelé « effet de cliquet ». Ces intérêts constituent le rendement du fonds en euros et peuvent être décomposés en un taux technique (taux minimum garanti) et une participation aux bénéfices.

■ Les unités de compte (UC)

Ce sont des supports d'investissement de type SICAV ou fonds communs de placement. Ces supports peuvent être ciblés sur le marché actions ou obligataire ou immobilier. Ils peuvent également être diversifiés. **Pour les unités de compte, le capital investi n'est pas garanti par l'assureur** et le risque de fluctuation de la valeur des unités de compte est supporté, à la hausse comme à la baisse, par l'investisseur.

1.3. Les différents de contrats d'assurance-vie commercialisés

Les contrats commercialisés se distinguent selon les modalités des supports d'investissements offerts.

■ Les contrats monosupport

Ce sont des contrats dans lesquels l'investissement est effectué sur un seul support, qui est le fonds en euros. Cette limitation dans le choix d'investissement a conduit les assureurs à proposer les contrats dits multisupport. Cette tendance a été renforcée par l'évolution baissière des taux d'intérêts, qui a engendré une diminution régulière des rendements des fonds en euros depuis quelques années.

■ Les contrats multisupport

Ce sont des contrats qui comportent à la fois un fonds en euros et des unités de compte (UC), c'est-à-dire des supports de type SICAV ou fonds communs de placement. L'accès aux UC permet à l'épargnant de diversifier son patrimoine et d'escompter des rendements meilleurs que sur le fonds en euros. En contrepartie, il doit accepter **une éventuelle perte financière**, en cas d'évolution défavorable des marchés financiers, donc une baisse de la valeur des unités de compte sur lesquelles il a investi.

■ Les contrats « euro croissance »

Ce type de contrat associe les caractéristiques des deux types de contrat traditionnels, mono et multisupport. En effet, ils permettent à un assuré de bénéficier d'une garantie du capital s'il reste investi au moins huit ans. Ces contrats visent à allier la sécurité des contrats monosupport à la souplesse et à des niveaux de rémunérations proches de celle des contrats multisupport. Du fait de sa complexité, le contrat euro croissance n'a pas connu le succès commercial espéré. Pour améliorer son attractivité, la loi PACTE de 2019 a modifié ses modalités de fonctionnement entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2020.

■ Les contrats « Vie Génération » ou « euro transmission »

Ce contrat créé en 2014 vise à favoriser le financement de certains secteurs de l'économie (économie sociale et solidaire, petites et moyennes entreprises, logement social et intermédiaire) par l'épargne des ménages. Il s'agit d'un contrat en UC qui doit être investi pour une fraction d'au moins 33 % dans les secteurs économiques ciblés. En contrepartie de ce cadre d'investissement, les capitaux transmis par le décès du souscripteur bénéficient d'un abattement supplémentaire de 20 % des sommes soumises à imposition.

La commercialisation de ce type de contrat est restée pour l'heure confidentielle et centrée sur la clientèle patrimoniale.

■ Le plan épargne retraite (PER)

La loi PACTE de 2019 a instauré le Plan épargne retraite qui a été commercialisé dès octobre 2019. Produit dédié à la préparation financière de la retraite, **il a remplacé tous les produits** antérieurs (PERP, contrat Madelin, PERCO...).

Le Plan épargne retraite peut prendre soit la forme :

- d'un contrat d'assurance-vie ;
- d'un compte-titres ;
- d'épargne salariale.

Les fonds investis sont bloqués jusqu'au départ à la retraite du souscripteur (hors situations dérogatoires). La sortie peut s'effectuer en rente ou en capital.

La fiscalité du PER dépend de l'enveloppe dans laquelle il est souscrit mais aussi du caractère déductible ou non des versements effectués par l'épargnant.

1.4. Les modes de gestion des contrats multisupport

Le souscripteur peut choisir entre plusieurs modes de gestion proposés dans les contrats multisupport :

- la **gestion profilée**, le souscripteur laisse aux experts financiers le soin de choisir les valeurs et la répartition des actifs (actions, obligations, etc.) selon le profil qu'il a déterminé, du plus prudent au plus dynamique ;
- la **gestion libre**, le souscripteur choisit lui-même les fonds sur lesquels il va investir ;
- la **gestion à horizon ou pilotée**, la répartition entre les classes d'actifs se fait selon un schéma dépendant de l'âge du souscripteur, très risquée au début puis de plus en plus sécuritaire lorsque le contrat arrive à son terme.

La détention d'un contrat d'assurance multisupport expose aux mêmes risques que la détention directe d'instruments financiers.

La fiscalité des contrats d'assurance-vie est présentée dans le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

1.5. Les frais

Les frais que l'on trouve habituellement dans un contrat d'assurance-vie sont souvent exprimés en pourcentage des sommes investies.

■ Frais sur versements ou frais d'entrée

Ce sont des **frais appliqués à l'occasion des versements effectués sur le contrat** d'assurance-vie, que ce soit à l'ouverture du contrat ou lors des versements suivants. Ils servent en principe à rémunérer le distributeur du contrat. Ils **sont variables d'un contrat à l'autre**, négociables et compris entre 0 % et 5 % du montant des fonds versés sur l'assurance-vie. L'émergence des courtiers et banques en ligne a favorisé l'apparition de contrats à frais d'entrée réduits ou nuls.

■ Frais de gestion

Les frais de gestion sont payés **annuellement sur les sommes en compte**. Il s'agit d'un **pourcentage de la valeur acquise du contrat d'assurance-vie**. Ces frais oscillent entre 0,5 et 1 % selon les contrats. Ils portent sur la totalité des sommes nettes versées (frais de versements déduits) ainsi que sur les intérêts générés. S'agissant du fonds en euros, ils sont prélevés sur les intérêts servis. S'agissant des supports en unités de compte, ils sont prélevés par diminution du nombre d'UC détenues par l'épargnant.

■ Frais d'arbitrage

Ils sont payés en cas de changement de support d'investissement dans un contrat multisupport. L'assuré peut supporter des frais d'arbitrage, calculés sur les sommes transférées : il s'agit soit d'un pourcentage (entre 0 % et 1 % du montant) sur le montant arbitré (avec quelques fois un montant de frais plancher ou plafonné), soit d'un montant forfaitaire.

Dans le cadre d'un contrat multisupport, **certains frais n'apparaissent pas forcément dans les relevés annuels**. C'est le cas des frais de gestion prélevés par les sociétés de gestion qui diminuent la performance du fonds ou de la SICAV. Ils sont mentionnés dans le DICI (document d'information clé de l'investisseur) des supports concernés et **représentent des frais supplémentaires pour l'épargnant**.

Une nouvelle classification de ces coûts a été introduite par le Règlement transsectoriel PRIIPs. Elle est présentée au Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*.

1.6. La réglementation de la commercialisation des contrats d'assurance-vie

À l'instar des produits financiers, la commercialisation de l'assurance-vie est encadrée par un ensemble de dispositions visant à protéger le client épargnant, en particulier vis-à-vis **des risques financiers** qu'il est amené à prendre lors de la souscription du contrat et dont il ne mesure pas forcément la portée.

Ces dispositions ont pour objectif de réduire les effets de l'asymétrie d'information et de connaissances qui existe entre le professionnel et son client.

L'année 2018 fut riche en évolutions réglementaires relatives à la commercialisation des solutions de placement, avec la version 2 de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF II ou MiFID II), le Règlement PRIIPs (*Package retail and insurance based investment product*) et la Directive sur la distribution d'assurances (DDA).

Schématiquement, **la protection de l'investisseur** repose sur la mise en œuvre de quelques valeurs et principes fondamentaux, repris dans ces différentes réglementations : **la gouvernance produit, le devoir d'information et le devoir de conseil en constituent les piliers.**

1.6.1. La notion de « la gouvernance et la surveillance produit » ou (*product oversight and governance – POG*)

Il s'agit d'intégrer, au cœur de la gouvernance, des règles de conduite visant à s'assurer que **le client** est bien au centre des préoccupations de l'entreprise.

Les distributeurs doivent ainsi revoir la façon dont ils **conçoivent** et **distribuent** les produits financiers.

La Directive sur la distribution d'assurances (Directive n° 2016/97), adoptée en janvier 2016 est entrée en vigueur en France le 1^{er} octobre 2018 (Ordonnance 2018-361 du 16 mai 2018 et Décret 2018-431 du 1^{er} juin 2018). Elle précise les actions à mener par les concepteurs et distributeurs, afin de garantir les intérêts du client dans le cadre de cette gouvernance et surveillance produit (illustrée ci-après).

Phases et obligations de la gouvernance et surveillance produit (GSP)



Rappelons que la distribution de produit d'assurance-vie est soumise à la signature entre l'organisme d'assurance (le concepteur) et l'intermédiaire (le distributeur), d'une convention qui précise entre autres, les règles de conduite des distributeurs. Ainsi, le concepteur doit :

- **déterminer un marché-cible** (les clients à qui les produits peuvent être proposés) ;
- mettre en place des processus de conception des produits prenant en compte les risques que le produit peut faire encourir au marché-cible ;
- sélectionner des stratégies de distribution adaptées ;
- suivre ses produits dans la durée (c'est-à-dire après leur commercialisation).

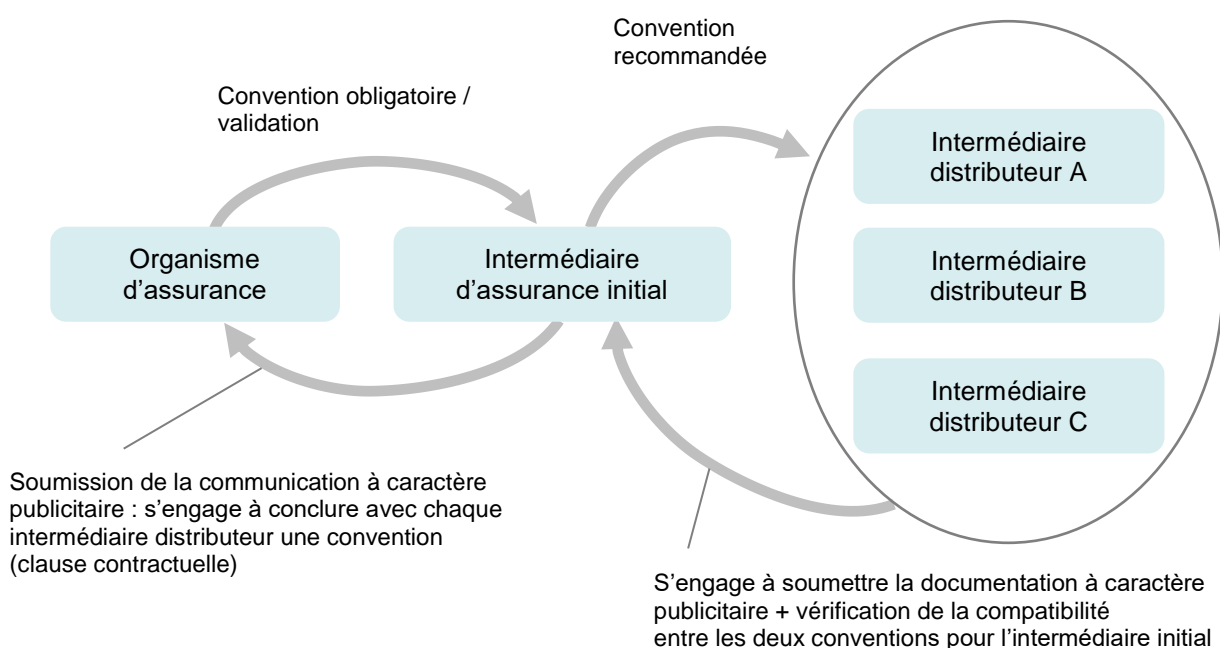
Le distributeur doit quant à lui :

- prendre connaissance des informations sur le produit et le marché-cible ;
- s'assurer en tout temps, de **l'adéquation du produit au marché-cible** ;
- faire valider au producteur l'information publicitaire et s'engager à n'utiliser pour la commercialisation de chaque produit que les supports publicitaires validés par son concepteur ;
- remonter au concepteur toutes les informations nécessaires (par exemple si le produit n'est plus adapté au marché-cible initial).

Lorsque le distributeur a recours à d'autres intermédiaires, il doit signer avec chacun de ceux-ci une convention leur définissant les obligations similaires à celles qu'il a vis-à-vis de l'organisme d'assurance (marché-cible, validation, règles de distribution, surveillance, adaptation).

Ces contraintes vont donc bien **au-delà de la seule conformité** du contrat et des supports de communication. Par exemple, les comités produits ont désormais vocation à devenir de véritables instances de pilotage et les procédures précédant le lancement d'un produit doivent être renforcées.

Nous pouvons résumer la situation par le schéma suivant :



La gouvernance produit vise à assurer la protection des intérêts du client à travers des pratiques honnêtes et loyales. Elle ne remplace pas le devoir de conseil, mais elle en facilite l'exercice et en est le socle.

1.6.2. Le devoir d'information et le devoir de conseil

La commercialisation des produits d'assurance, comme celle des autres produits financiers, est en effet soumise à un devoir d'information et de conseil.

■ Le devoir d'information

L'information précontractuelle communiquée au client doit être la plus claire possible, exacte, facile à lire et non trompeuse. Dans ce cadre, la Directive sur la distribution de l'assurance veut encore améliorer la qualité et l'accessibilité des informations données au public en amont d'une souscription, par la remise d'un document d'information standardisé. Pour cela, la Directive sur la distribution d'assurances a prévu un format de présentation normalisé, appelé **document d'information sur le produit d'assurance (DIP)** ou *product information document* – PID en anglais. Le document d'information sur le produit d'assurance doit donner au client en **langage simple et sans jargon** les « **informations objectives** » sur le contrat d'assurance, afin de lui permettre de prendre une décision en connaissance de cause.

Le fait que **la forme et le contenu** du document d'information sur le produit d'assurance soient **standardisés** à l'échelle européenne¹²⁹, donne au client la **possibilité de comparer des produits proposés par différents distributeurs sur l'ensemble du marché communautaire**.

Avec la Directive sur la distribution de l'assurance, **l'information communiquée au client va au-delà des caractéristiques financières des produits**. En effet, **l'investisseur en assurance-vie a désormais connaissance des frais prélevés par le courtier ainsi que du lien capitalistique entre l'assureur et le courtier**.

La remise d'autres documents d'information précontractuels peut être requis notamment dans le cas de produits d'investissements packagés fondés sur l'assurance, considérés comme des produits complexes.

Ainsi, le Règlement européen PRIIPs (*package retail and insurance based investment products*, n° 1286/2014), adopté en 2014 et entré en vigueur en 2018, tend à **uniformiser la documentation précontractuelle des produits dont la performance est fonction d'actifs sous-jacents**, parmi lesquels figurent les contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Concrètement, le **Règlement met en place le document d'information clé** (DIC ou KID – « key information document ») **à remettre au client non professionnel**. Il doit permettre au **client de renforcer sa compréhension du risque financier qu'il encourt**, par exemple en cas de défaut de performance du produit ou de faillite de l'assureur. **Le risque est illustré par des scénarios de performance**.

En France, les contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC) pourraient continuer à utiliser jusqu'au 31 décembre 2021 les actuels documents d'information standardisés (DICI) lorsque l'unité de compte est un fonds disposant d'un tel document d'information clé pour l'investisseur, conforme à la Directive OPCVM IV. Un document d'information clé générique est également utilisé pour le contrat d'assurance lui-même.

L'ensemble de ces documents prévus par la réglementation est présenté au Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*.

■ Le devoir de conseil

En France, le devoir de conseil est largement entré dans les pratiques commerciales depuis l'entrée en application de la Directive sur les Marchés financiers (MIF ou MiFID) en novembre 2007.

Dans le domaine de l'assurance, le législateur a déjà tenu compte du devoir de conseil en France, d'une part en 2005 par la loi portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine de l'assurance, dite DDAC (n° 2005-1564), d'autre part en 2009, par l'ordonnance 2009-106 du 31 janvier 2009. Le 8 janvier 2013, l'ACPR a également publié une recommandation sur ce thème.

Le conseil, qui ne s'arrête pas à la simple remise d'une documentation, doit être délivré en tenant compte des informations données par l'assuré sur sa situation financière et ses objectifs de souscription et après s'être enquis de ses connaissances et de son expérience en matière financière. (Cf. le paragraphe *Le test d'adéquation*, dans le Chapitre 6, *L'obligation d'agir au mieux des intérêts du client, l'obligation de vérifier le caractère adéquat ou approprié du produit / service*.)

Pour l'assurance-vie, les informations à recueillir, les méthodes de collecte de ces informations et le contenu du questionnaire sont identiques à ceux définis pour les services d'investissement.

Alors qu'en France, le législateur a déjà tenu compte du devoir de conseil, ce dernier est renforcé et uniformisé en assurance-vie au niveau européen par la Directive sur la distribution d'assurances, en terme de **formalisation** et de **traçabilité**. Le distributeur doit ainsi être en mesure de **prouver** qu'il a proposé une solution adaptée aux besoins et aux exigences du client investisseur. Pour cela, il doit initialement procéder à des tests, portant sur la cohérence, le caractère approprié et/ou l'adéquation du projet de placement. Par la suite, le conseil doit être périodiquement réévalué.

L'organisme ou l'intermédiaire est également tenu à une **obligation de mise en garde** lorsque l'assuré ne lui communique pas les informations nécessaires à la délivrance du conseil ou lorsque l'assuré souhaite opter pour une solution qui n'est pas conforme aux préconisations du distributeur. Cette obligation de mise en garde est renforcée lorsque le client non professionnel est dit non averti, ou profane.

À noter enfin que la collecte et le traitement des données nécessaires à l'exercice du devoir de conseil doivent s'insérer dans le dispositif et les limites du nouveau Règlement général sur la protection des données (RGPD), applicable lui aussi en 2018 et de la Position-recommandation n° 2017-08 du 18 juillet 2017.

¹²⁹ Règlement d'exécution (UE) 2017/1469 de la Commission du 11 août 2017 établissant un format de présentation normalisé pour le document d'information sur le produit d'assurance.

1.6.3. Les autres obligations relatives aux contrats d'assurance-vie

■ Contrats en déshérence

La première évolution concerne le sort des sommes dues au titre de contrats d'assurance-vie ou de capitalisation **en déshérence**.

La loi n° 2014-617 du 13 juin 2014 relative aux comptes bancaires inactifs et aux contrats d'assurance-vie en déshérence, dite loi Eckert, applicable depuis le 1^{er} janvier 2016, impose des obligations aux organismes d'assurance :

- les organismes d'assurance vérifient tous les ans que leurs assurés ne sont pas décédés, en consultant le Répertoire national d'identification des personnes physiques (RNIPP). Cette obligation a été étendue par la loi Eckert aux contrats de capitalisation nominatifs ;
- ils recherchent les bénéficiaires du contrat afin de leur verser les capitaux si un décès de leurs assurés était constaté ;
- ils inséreront dans les rapports annuels une série d'informations sur les contrats « non réglés » ;
- ils ne pourront plus prélever des frais de recherche de bénéficiaires ;
- ils devront déposer à la Caisse des dépôts et consignations les sommes des contrats « non réglés » à l'issue d'un délai de dix ans à compter de la date de prise de connaissance par l'assureur du décès de l'assuré ou de l'échéance du contrat.

Parallèlement, un fichier des contrats d'assurance-vie (ou Ficovie) a été mis en place et les organismes d'assurance devront le renseigner. Ce fichier, en vigueur également depuis le 1^{er} janvier 2016, recense tous les contrats d'assurance-vie de plus de 7 500 €.

Si les sommes n'ont pas été réclamées à compter du dépôt à la Caisse des dépôts et consignations alors l'État deviendra « propriétaire » des sommes non réglées au bout d'un délai de trente ans à compter de la date d'échéance du contrat ou de la date du décès de l'assuré.

■ Mesures conservatoires en cas de crise financière

Depuis la loi Sapin II (loi du 9 décembre 2016), les assureurs peuvent être amenés à prendre des mesures conservatoires lorsque leur situation de solvabilité ou de liquidité se dégrade significativement. Ces mesures peuvent consister par exemple à suspendre, retarder ou limiter, le paiement des valeurs de rachat, la faculté d'arbitrages, le versement d'avances sur contrat ou la faculté de renonciation.

Ces mesures peuvent être imposées à l'ensemble du secteur en cas de menace grave sur le système financier, et ce, sur une période de trois mois renouvelable sans excéder six mois consécutifs. Il revient au Haut conseil pour la stabilité financière (HCSF) de déterminer si le système financier fait face à une menace « grave et caractérisée », et ainsi de décider de la mise en application des mesures conservatoires.

Ces mesures ne concernent que les actions déclenchées par le souscripteur. En conséquence, les paiements de capitaux décès ne sont pas concernés.

2. LES PRODUITS DE BILAN

2.1. Le compte à terme (CAT)

■ Définition

Le compte à terme, appelé également dépôt à terme, est un compte épargne où l'argent investi est bloqué pendant une certaine période contre une rémunération prévue au départ. Cette période peut aller d'un mois à plusieurs années¹³⁰.

Le compte à terme est donc une forme d'épargne qui offre une **rémunération et un capital garantis**, et plus la **durée d'immobilisation des fonds est longue**, plus la **rémunération est élevée**.

À l'ouverture du compte à terme, un contrat est signé, dans lequel sont précisées toutes les caractéristiques du dépôt.

¹³⁰ Mais à la différence du Livret A, les caractéristiques de ce compte d'épargne n'est réglementé par la loi où les fonds versés sont plafonnés à 22 950 euros et la détention limitée à un seul compte par personne physique. Pour mémoire, le compte d'épargne logement (CEL) a une durée illimitée. Les livrets d'épargne populaire sont réservés aux personnes ne dépassant pas un certain plafond de revenu. Le taux d'intérêt d'un livret jeune est librement fixé par chaque établissement bancaire mais ne peut être inférieur à 0,75 %. Les intérêts de ce livret jeune sont calculés selon la règle de la quinzaine.

2.2. Les deux types de rémunération

■ Les comptes à terme à taux fixe

La rémunération du compte à terme est constante pendant toute sa durée de vie.

■ Les comptes à terme à taux progressif

La rémunération augmente régulièrement par paliers (trimestre ou semestre).

Dans les deux cas, la rémunération est liée aux taux d'intérêt à court et moyen terme. Lorsque ces taux sont bas, le compte à terme n'est pas particulièrement intéressant. Inversement, lorsque les taux sont élevés, le compte à terme devient attractif, car il offre une bonne rémunération pour une prise de risque quasi nulle.

2.2.1. L'utilisation du compte à terme

Le recours à un compte à terme de courte durée s'envisage lorsque l'on **dispose de fonds que l'on ne peut pas investir immédiatement de façon durable**, ou encore lorsque l'on est **dans l'attente d'une opportunité de placement**.

Le compte de moyen terme est un placement qui se rapproche d'un placement obligataire mais qui ne fait pas l'objet de cotation.

Les souscripteurs de comptes à terme peuvent être des personnes physiques ou morales (entreprises, associations).

Lorsque l'investisseur veut débloquer ses fonds avant le terme du compte à terme, la banque peut appliquer des pénalités ou réduire les intérêts servis, selon les termes du contrat. La mise à disposition des fonds peut être immédiate, ou faire l'objet d'un préavis, généralement fixé à un mois.

2.2.2. La fiscalité d'un compte à terme

■ Personnes physiques

La rémunération d'un compte à terme est soumise à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux.

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

■ Personnes morales

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des sociétés*.

2.3. Les bons de caisse

Il s'agit d'un produit de placement comparable au dépôt à terme.

Qu'il s'agisse des bons de caisse ou des bons d'épargne, ces produits sont de moins en moins utilisés au profit de produits financiers plus souples.

2.3.1. Définition

Un bon de caisse n'est pas un instrument financier. Il s'agit d'un placement à terme en contrepartie d'un dépôt effectué auprès d'un établissement de crédit ou de personnes physiques ou sociétés qui exercent en qualité de commerçant.

Le souscripteur reçoit un bon représentatif de sa créance et un certificat d'inscription dans le registre de l'émetteur. Celui-ci s'engage à rembourser au déposant le capital et les intérêts à une date donnée.

Les bons de caisse peuvent faire l'objet d'une offre par l'intermédiaire de plates-formes de financement participatif. Ils prennent alors la dénomination de **minibons** et sont destinés au financement des TPE et PME.

En général, **le bon est émis pour une durée de cinq ans** (durée maximum possible). Le remboursement du titre est possible avant son terme, trois mois minimum après la souscription du bon de caisse. Le souscripteur reçoit alors la valeur du bon, plus les intérêts correspondant à la période de détention du titre à un taux d'autant plus réduit que la période de placement aura été courte.

Certaines banques proposent également des formules de bons de caisse à taux non progressif et pour une durée inférieure à cinq ans (à partir d'un mois).

Jusqu'au 1^{er} octobre 2016, le souscripteur d'un bon de caisse pouvait choisir l'option d'anonymat, c'est-à-dire qu'il n'autorisait pas l'établissement à communiquer son identité à l'administration fiscale. Depuis le 1^{er} octobre 2016, cette option n'est plus possible et tous les bons de caisse sont souscrits obligatoirement au nominatif.

2.3.2. Nature du bon de caisse

Un bon de caisse est **nominatif et non négociable**¹³¹.

Il porte le nom du souscripteur et est inscrit sur un registre tenu par l'émetteur.

Un certificat d'inscription est remis par l'émetteur au propriétaire du bon de caisse lors de la souscription.

Le caractère non négociable du bon de caisse rend sa cession délicate car soumise à un formalisme écrit, en particulier vis-à-vis de l'émetteur.

Concernant les minibons qui ont été enregistrés dans une *blockchain*, le transfert de propriété résulte de l'inscription de la cession dans la *blockchain*. L'opération doit être notifiée non seulement à l'émetteur, mais aussi à la plate-forme.

2.3.3. La rémunération du bon de caisse

Les intérêts sont calculés en fonction de la durée du placement et peuvent être selon les cas :

- **précomptés**, c'est-à-dire calculés et payés d'avance pour les deux premières années. Dans ce cas, le versement initial correspond au montant du bon moins les intérêts précomptés ;
- **post-comptés**, c'est-à-dire calculés et payés à l'échéance ou au-delà des deux ans. Dans ce cas, le versement initial est le montant du bon, les intérêts seront ajoutés au moment du remboursement.

Dans les deux cas, les intérêts sont imposables à l'impôt sur le revenu et le capital placé quel qu'il soit est assujéti à l'impôt sur la fortune.

2.4. Les bons d'épargne

2.4.1. Définition

Ce sont des produits de placement à terme semblables aux bons de caisse. Leur porteur peut demander le remboursement à tout moment à partir de l'expiration du troisième mois suivant la souscription.

Le montant des intérêts varie en fonction de la durée réelle du placement. Les intérêts sont post-comptés et payés au moment du remboursement, c'est-à-dire à l'échéance ou bien suite au remboursement anticipé souhaité par le souscripteur.

2.4.2. Les principales caractéristiques

Les bons d'épargne sont émis pour des valeurs prédéterminées généralement des montants unitaires peu élevés.

La durée d'un bon d'épargne est comprise entre un mois et cinq ans.

La rémunération est fonction notamment du montant des sommes placées et de la durée du bon. Elle est exprimée en taux de rendement actuariel annuel brut.

¹³¹ Article L. 223-1 modifié par l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse.

2.4.3. La fiscalité des bons de caisse et des bons d'épargne

■ Personnes physiques

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

■ Personnes morales

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des sociétés*.

3. LES INSTRUMENTS SUBSTITUABLES

■ Définition

Produit pouvant être acheté en lieu et place d'un autre, pour des raisons économiques, fonctionnelles, ou simplement de disponibilité matérielle, sans que la satisfaction des besoins de l'investisseur ne soit fondamentalement altérée. Dans le cadre d'une substitution à des instruments financiers, ces supports peuvent présenter des risques pour leur détenteur.

3.1. Les contrats de capitalisation et bons de capitalisation

3.1.1. Les contrats de capitalisation

■ Définition

Le contrat de capitalisation est un produit d'épargne très proche de l'assurance-vie.

Il constitue une enveloppe juridique et fiscale destinée à réaliser des opérations d'épargne à long terme pour une clientèle patrimoniale.

En pratique, les contrats de capitalisation offerts sont des déclinaisons de contrats d'assurance-vie. Ils présentent les mêmes caractéristiques de fonctionnement et sont décrits avec le même vocabulaire.

3.1.2. Les principales caractéristiques

Le contrat de capitalisation permet de capitaliser une ou plusieurs sommes versées par un souscripteur à l'intérieur d'un contrat qui peut être investi dans divers types de supports financiers, diversifiés ou non, et plus ou moins risqués. L'épargne reste disponible.

Le contrat de capitalisation peut être monosupport ou multisupport, en euros ou en unités de compte.

Le contrat de capitalisation est également le socle du **PEA assurance**, qui combine à la fois les caractéristiques du PEA (à travers les unités de compte éligibles au PEA) et celles du contrat de capitalisation.

Une personne physique ou une **personne morale** peut **souscrire un contrat de capitalisation**.

En cas de vie, le contrat de capitalisation présente la même fiscalité que l'assurance-vie.

Toutefois, à la différence de l'assurance-vie :

- il n'y a pas de clause bénéficiaire dans un contrat de capitalisation ;
- le contrat de capitalisation ne présente donc pas d'avantage successoral au décès du souscripteur, et il est intégré à la succession selon le régime de droit commun ;
- mais le contrat de capitalisation peut être transmis par donation ou legs (ou succession) sans être dénoué. Il conserve ainsi son antériorité fiscale.

3.1.3. La fiscalité des contrats de capitalisation

■ Personnes physiques

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

■ Personnes morales

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des sociétés*.

3.2. Les bons de capitalisation

3.2.1. Définition

Un bon de capitalisation est dans sa forme équivalent à un bon de caisse. Il est émis par une compagnie d'assurance en contrepartie d'un versement (dit prime unique) effectué par un souscripteur. Ce produit est régi par le Code des assurances. Le souscripteur dispose d'un délai de rétractation de 30 jours.

3.2.2. Les principales caractéristiques

Les bons de capitalisation permettent **un placement à moyen ou long terme** (huit ans minimum) **associé à un rendement minimum garanti**. Les bons de capitalisation ne permettent donc pas d'accéder aux supports en unités de compte, contrairement aux contrats de capitalisation.

La rémunération de ces bons est calculée à partir de **deux éléments** : un taux garanti par contrat et une participation aux bénéfices de la compagnie d'assurance émettrice. Cette dernière est variable, son montant n'est pas garanti. Cette participation est capitalisée et versée à l'échéance du bon.

Dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement faible, de fin du régime de l'anonymat à la souscription, **la demande pour ce type de placement est devenue totalement atone**.

Dans le langage courant, les appellations contrats de capitalisation et bons de capitalisation sont devenues synonymes.

3.2.3. La fiscalité des bons de capitalisation

■ Personnes physiques

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

■ Personnes morales

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des sociétés*.

3.3. Les produits structurés

Les produits structurés se présentent souvent sous la forme de titres de créances émis par des institutions financières, intégrant des produits dérivés et une formule de calcul permettant de calculer une performance prédéfinie. Cette performance sera liée à l'évolution du prix d'un indice, d'un titre, de devises ou de matières premières.

Des produits structurés ont été progressivement proposés au grand public à des fins d'investissement, avec des profils plus ou moins risqués. Ils sont distribués par les réseaux bancaires et les conseillers en investissements financiers (CIF).

Compte tenu de la complexité des formules de calcul ou des indices utilisés dans la construction des produits structurés, l'AMF se montre particulièrement vigilante quant au contenu de la documentation commerciale, qui doit éclairer le souscripteur (dont le grand public) sur les risques pris. Ces produits entrent dans le champ du Règlement PRIIPs (voir notamment *supra* paragraphe 1.6.2 et Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*, paragraphe 2.1 *Le document d'information clé PRIIPs*).

Au-delà de la documentation communiquée au client, la commercialisation de cette catégorie de produit est soumise à devoir de conseil, en particulier lorsque le capital investi ne fait pas l'objet d'une garantie totale et lorsque le souscripteur est non averti.

4. LES PARTS OU ACTIONS DES ORGANISMES DE TITRISATION

4.1. Définition

La titrisation est une **technique de financement** qui consiste à **transformer des créances d'entreprises et de particuliers détenues par les banques en un titre financier négociable sur les marchés financiers**.

Cette technique financière s'est développée aux États-Unis dans les années 70 sur le marché du crédit hypothécaire.

Le principe de la titrisation

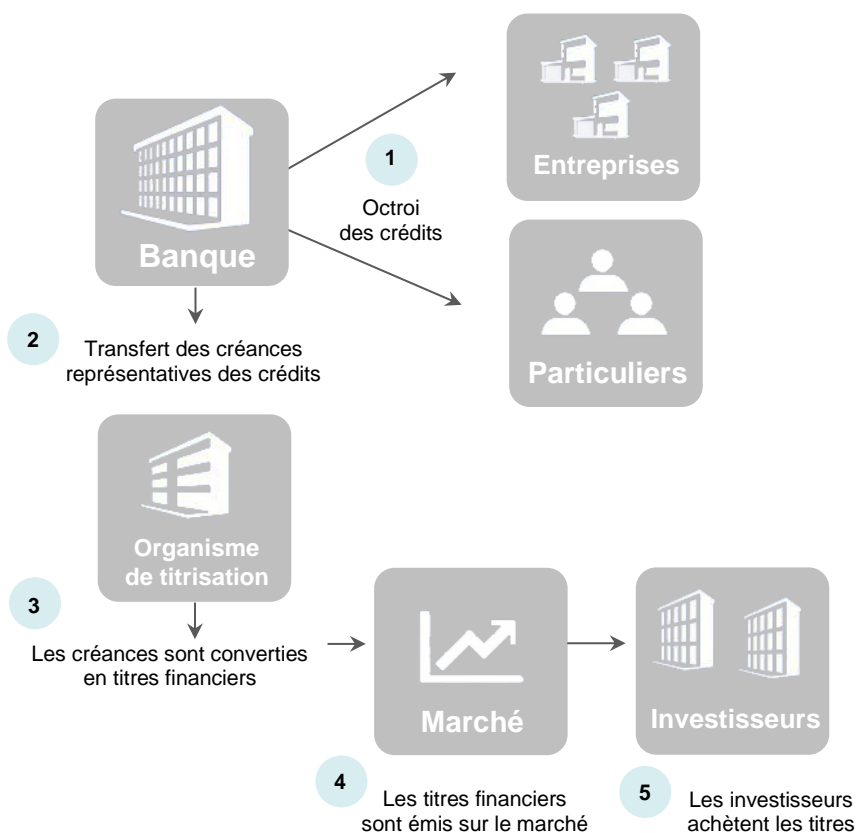
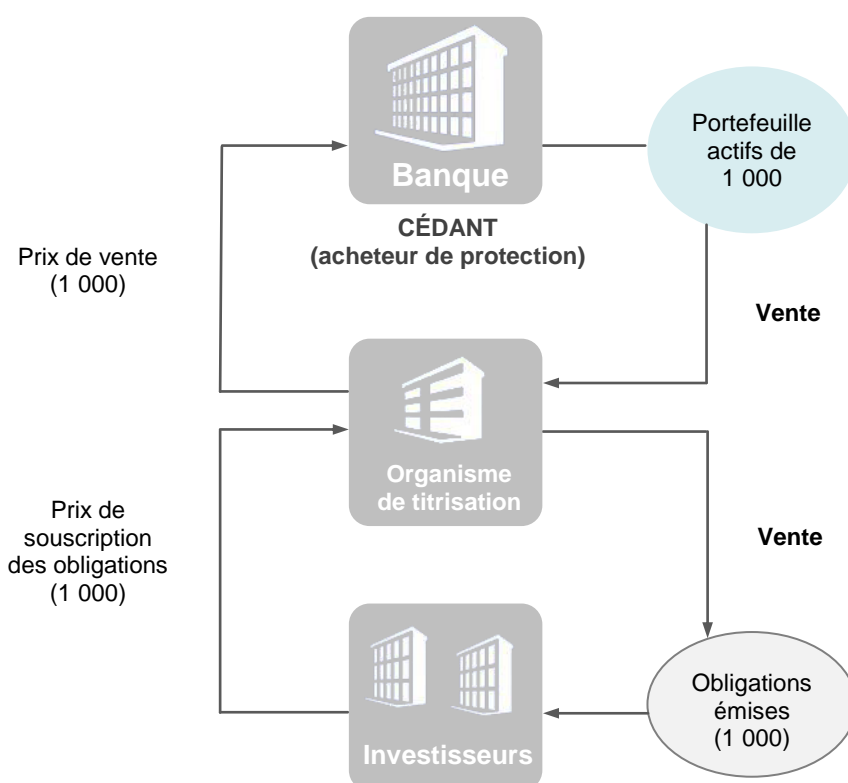


Schéma simplifié d'une opération de titrisation



Les organismes de titrisation peuvent prendre la forme soit :

- d'un **fonds commun de titrisation**, dépourvu de personnalité morale ;
- d'une **société de titrisation**, dotée la personnalité morale.

Ces deux formes ont remplacé le fonds commun de créances.

Les **organismes de titrisation** ont pour objet :

- d'**acquérir des créances ou de conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance tout en assumant les risques attachés à ces opérations ;**
- **et d'assurer totalement le financement ou la couverture de ces risques.**

Pour ce faire, les **organismes de titrisation** peuvent recourir :

- à l'**émission de parts ou de titres de créances**. Lorsque l'organisme de titrisation dispose de compartiments, chaque compartiment peut procéder à l'émission de parts, actions ou titres de créances ;
- à l'emprunt ;
- à d'autres formes de ressources.

Les parts ou actions d'organismes de titrisation peuvent être **souscrites par des institutionnels et par des investisseurs particuliers**. Elles peuvent être incluses dans les portefeuilles gérés.

4.2. Les caractéristiques des organismes de titrisation

À condition que les statuts de l'organisme de titrisation ou le règlement du fonds commun de titrisation le prévoient, les organismes de titrisation peuvent comporter deux ou plusieurs compartiments. Chacun d'eux, sauf stipulation contraire est responsable uniquement des dettes, engagements et obligations qui le concernent. Il ne bénéficie que des droits et actifs liés à sa propre activité.

L'ordonnance du 13 juin 2008¹³², dans son titre II « Réforme du cadre juridique des fonds communs de créances », également connus sous le nom de *special purpose vehicles* (SPV), **remplace les fonds communs de créances (FCC) par les organismes de titrisation (OT)**. Cette dénomination est reprise dans l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers. Les modifications apportées par cette ordonnance ont poursuivi un double objectif : sécuriser les investissements et créer un environnement juridique permettant la titrisation des risques d'assurance conformément à la Directive Réassurance.

Les organismes de titrisation sont gérés par des sociétés de gestion de portefeuille.

Les statuts ou le règlement des organismes de titrisation doivent mentionner la nature des risques auxquels l'organisme se propose de s'exposer, la stratégie de financement ou de couverture des risques, les garanties données et reçues, la stratégie d'investissement de ses actifs, les règles d'emploi des liquidités.

4.3. Les agréments requis

Les organismes de titrisation ne sont pas agréés par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Toutefois, la gestion des organismes de titrisation est assurée par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) qui nécessitent un agrément délivré par l'Autorité des marchés financiers. Ces SGP doivent disposer d'un programme d'activité spécifique.

4.4. Le prospectus et les modalités de commercialisation

L'instruction de l'Autorité des marchés financiers n° 2011-01 du 11 janvier 2011 (modifiée le 23 juillet 2015) relative aux organismes de titrisation a précisé :

- les conditions et les procédures de délivrance du visa sur le prospectus ;
- les modalités de commercialisation des titres financiers émis par des organismes de titrisation ;
- le contenu et les conditions de diffusion du prospectus et des documents périodiques publiés par la société de titrisation ou dans le cas d'un fonds commun de titrisation par la société de gestion.

On retiendra en particulier que les parts, actions et titres de créance que l'organisme est appelé à émettre ne peuvent pas faire l'objet d'une commercialisation par voie de démarchage bancaire ou financier. Ces produits entrent dans le champ du Règlement PRIIPs (voir notamment *supra* paragraphe 1.6.2 et Chapitre 6, *L'information à donner aux clients sur les instruments financiers et les services d'investissement*, paragraphe 2.1 *Le document d'information clé PRIIPs*).

(Cf. aussi dans le Chapitre 5, *Le prospectus et les documents d'information, les frais et obligations de communication*.)

4.5. Les émissions de parts, actions ou titres de créances

Les organismes de titrisation émettent des parts, actions ou titres de créances afin d'assurer leur financement et la couverture de leurs risques.

Ces titres financiers peuvent être placés en recourant à **l'offre au public** ou **donner lieu à une admission aux négociations sur un marché réglementé**.

Les parts, actions ou titres de créances peuvent donner lieu à des droits différents sur le capital et les intérêts.

Les titres issus de la titrisation de créances ont été désignés comme responsables de l'ampleur de la crise de 2007-2008, dite des *subprimes*. Leur opacité a notamment été critiquée.

En Europe, afin de relancer la titrisation, source supplémentaire de financement pour l'économie, les régulateurs travaillent au développement d'une titrisation simple, transparente et standardisée, à partir d'une liste de 14 critères.

Le placement des parts ou actions ne peut pas s'effectuer par démarchage sauf auprès des investisseurs qualifiés¹³³.

¹³² Cette ordonnance n° 2008-556 transpose la Directive 2005/68/CE du 16 novembre 2005 relative à la Réassurance réformant le cadre juridique des fonds communs de créances.

¹³³ Pour plus de précisions sur la notion d'investisseur qualifié, se reporter au Chapitre 6, *Les obligations en matière de connaissance, d'évaluation et de catégorisation du client*.

4.6. Protection des investisseurs détenteurs de parts d'organismes de titrisation

En cas de défaillance des débiteurs, les porteurs de parts doivent payer les dettes de l'organisme de titrisation à concurrence de son actif et en proportion de leur quote-part.

4.7. La fiscalité des parts ou actions des organismes de titrisation

■ Personnes physiques

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des particuliers*.

■ Personnes morales

Voir le Chapitre 12, *Aperçu de la fiscalité des sociétés*.

Pour aller plus loin

- Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil sur la distribution d'assurances, 20 janvier 2016
- Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, 26 novembre 2014
- Règlement d'exécution (UE) 2017/1469 de la Commission établissant un format de présentation normalisé pour le document d'information sur le produit d'assurance, 11 août 2017
- Loi n° 2016-1691 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, 9 décembre 2016
- Code monétaire et financier
 - Articles L. 214-168 à L. 214-190 relatifs aux organismes de titrisation
 - Article L. 612-33 du Code monétaire et financier modifié par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, article 12 (V)
 - Article L. 631-2-1 du Code monétaire et financier modifié par la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, article 49
- ACPR, Recommandation 2016-R-04 sur la commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de comptes constituées d'instruments financiers complexes, 13 décembre 2016
- Le guide des placements, hors-série du Dictionnaire permanent de l'épargne et des produits financiers, Éditions législatives

LES PRINCIPAUX PRODUITS DÉRIVÉS (TYPES ET UTILISATIONS)

1. DÉFINITION

Un produit dérivé est un contrat prévoyant le versement de flux financiers fermes ou optionnels dans le futur.

Il est généralement basé sur un « sous-jacent » qui peut être un produit de taux d'intérêt, un cours de change, une action, un indice boursier, une matière première¹³⁴.

1.1. Les différents types de contrats dérivés

Il existe deux grandes catégories de produits dérivés :

- **les contrats à terme ferme** dans lesquels les deux parties sont irrévocablement engagées à la date d'échéance. Le vendeur doit livrer et l'acheteur doit payer le prix et la quantité fixés d'avance quelles que soient les conditions du marché au moment du dénouement ;
- **les contrats à terme conditionnel ou optionnel** dits dissymétriques puisque seul le vendeur est irrévocablement engagé. L'acheteur a le droit mais pas l'obligation d'exercer son contrat. Afin de dédommager le vendeur, l'acheteur doit lui verser une prime ou premium dès le démarrage du contrat. Cette prime est calculée notamment en fonction du risque pris sur le sous-jacent par le vendeur.

1.2. Les marchés de négociation des contrats dérivés

Les contrats dérivés se négocient sur les deux types de marchés suivants : marchés de gré à gré (OTC, *over the counter*) et marchés organisés.

(Pour davantage de détails voir le Chapitre 1, *L'organisation de place et les associations professionnelles* et le Chapitre 9, *Les lieux et les modes d'exécution des ordres*.)

1.2.1. Les marchés de gré à gré (OTC¹³⁵)

Ce sont des marchés non réglementés où les conditions de négociation sont uniquement et directement conclues entre les deux parties.

Ce sont des marchés très souples mais sans protection sur le risque de défaillance de la contrepartie.

1.2.2. Les marchés organisés

Ce sont des marchés réglementés avec une chambre de compensation (LCH SA en Europe) qui est la contrepartie unique de l'acheteur et du vendeur afin de garantir le règlement et la livraison, c'est-à-dire la bonne fin de la transaction. Les produits négociés sur ces marchés sont des produits dits « listés ». Un dépôt de garantie sur ces marchés est exigé pour toute intervention à l'achat ou à la vente.

¹³⁴ Les contrats de différences ou « contracts for differences » relèvent de cette catégorie, ils génèrent à leur échéance le paiement ou la réception d'une somme, selon que la valeur de l'actif sous-jacent a monté ou baissé et sans le détenir. Ils sont souvent proposés avec un effet de levier risquant ainsi d'accroître les pertes.

¹³⁵ OTC : *over the counter*.

Le tableau ci-dessous croise les différents contrats dérivés et leurs marchés de négociation.

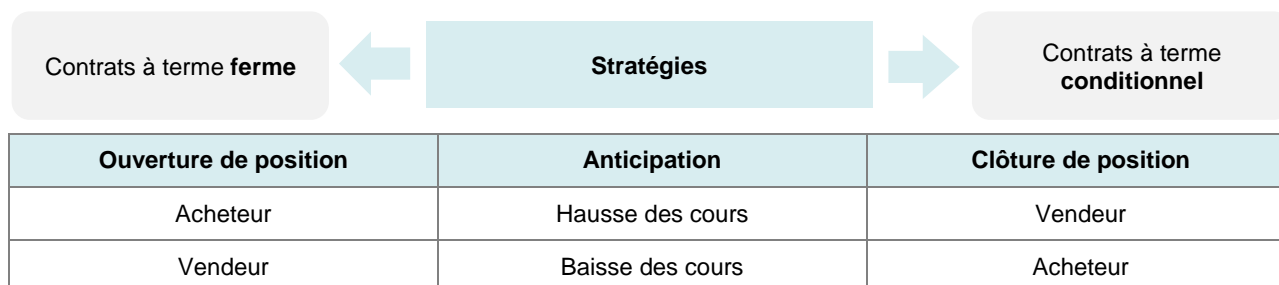
Contrats \ Marchés	De gré à gré	Organisés
Terme ferme	<i>Forward rate agreements</i> <i>Swaps</i> Contrat de différences	<i>Futures</i>
Terme conditionnel	<i>Swaption</i> <i>Cap, Floor, Collar</i> <i>Options, warrants</i> Dérivés de crédit	Options Warrants

Remarque : les warrants sont généralement assimilés à des produits dérivés bien qu'ils soient des instruments financiers. Ce sont des bons d'options cotés en bourse, donnant le droit (et non l'obligation) d'acheter ou de vendre un actif choisi, à un prix fixé dès l'émission et pendant une période déterminée. Ils sont émis par les établissements bancaires.

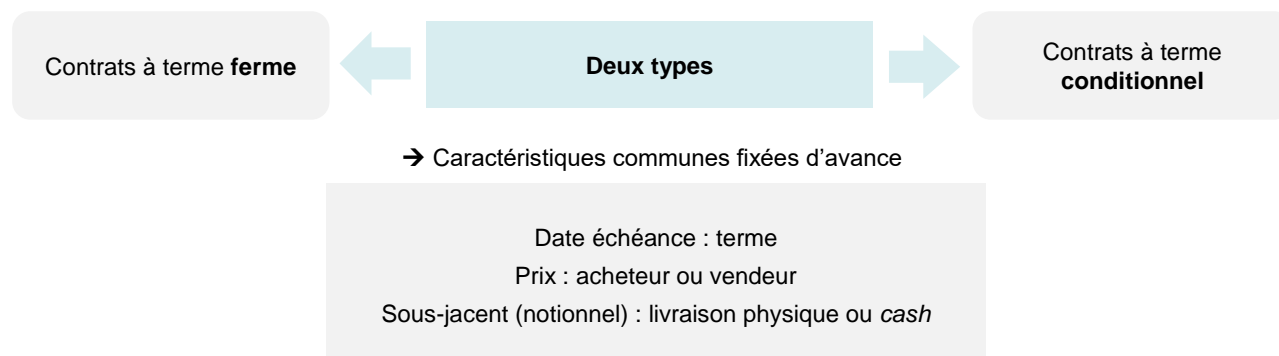
1.2.3. Les grands principes stratégiques des contrats dérivés

Les contrats dérivés permettent soit de couvrir son portefeuille du risque de marché soit de spéculer sur des anticipations de hausse ou de baisse des cours du sous-jacent au contrat.

Le schéma ci-dessous illustre ces stratégies.



2. LA DISTINCTION ENTRE OPÉRATIONS AU COMPTANT ET OPÉRATIONS À TERME





2.1. Les opérations au comptant ou *spot*

D'une manière générale et ceci quel que soit le marché, un produit peut être négocié pour un règlement et une livraison quasi-immédiate sachant qu'il y a toujours un délai administratif minimum nécessaire pour mettre en place les choses. Ainsi, une opération « spot » sur le change ou sur l'obligataire se règle en J+2.

■ Exemple :

Un opérateur peut traiter aujourd'hui une vente spot d'un million d'euros contre dollars au cours de 1,50. À J+2, il versera 1 million d'euros à sa contrepartie et recevra en échange 1,5 million de dollars. Le même jour, le même opérateur peut traiter une vente à terme d'1 million d'euros contre dollars au cours de 1,5040 à échéance 1 mois. Dans 1 mois, il versera 1 million d'euros à sa contrepartie et recevra en échange 1 504 000 dollars.

2.2. Les opérations à terme ou *forward rate agreement*

Par opposition au marché *spot*, on parle d'opération à terme ou *forward rate agreement* dès que le règlement et la livraison du produit que l'on vient de négocier ont lieu à une date éloignée dans le futur, de quelques jours à quelques années.

■ Exemple :

Un investisseur peut acheter en bourse des actions à un prix « spot » de 20 euros qui est la cotation actuelle... Il peut aussi l'acheter en règlement différé de 1 mois à un prix de 20,15 euros. Dans le cas de cette opération « à terme », l'acheteur est prêt à payer plus cher car il n'a pas besoin de déboursier l'argent maintenant mais seulement dans 1 mois.

Il est important de noter dans tous les cas que **le prix négocié aujourd'hui pour une opération « spot » et pour une opération « à terme » sont généralement différents bien que l'on négocie les deux opérations dans un même contexte de marché**. Ceci est dû en partie au coût de financement lié au caractère différé de l'opération, et au coût de stockage dans le cas d'une matière première.

3. LES CONTRATS À TERME FERME

3.1. Les *futures*

3.1.1. Définition

Les *futures* sont des contrats à terme ferme standardisés. Ils sont négociés sur des marchés organisés. Leur fonction économique est de permettre aux professionnels de ces marchés de gérer le risque lié à la fluctuation à la hausse ou à la baisse des prix ou des cours. Dans ce contrat, les acheteurs comme les vendeurs sont engagés irrévocablement et ne peuvent se dédire.

Si le sous-jacent traité est un produit financier (change, taux d'intérêt, action ou indice boursier...), on standardise la **valeur unitaire** du sous-jacent, la **quantité traitée** du sous-jacent, la **maturité et les échéances**. Sur les **marchés de matières premières**, sont également **standardisés la qualité et le lieu de livraison physique de la marchandise**.

3.1.2. La sécurisation des opérations

Tout acheteur ou vendeur de contrats à terme est **financièrement et juridiquement engagé vis-à-vis de l'entreprise de marché organisatrice du marché à terme** (dans notre exemple : Euronext) qui est finalement **l'unique contrepartie de tous les opérateurs qui ont pris des positions sur ce marché**.

Si donc un opérateur décide d'acheter des contrats à terme puis de revendre le même montant de contrats à terme avant la date d'échéance prévue au contrat, il « solde » sa position et se retrouve libre de tout engagement à l'échéance. Il obtient au final un gain ou une perte en fonction des prix auxquels il avait acheté puis vendu.

Afin de garantir la sécurité des transactions, **le marché à terme exige des opérateurs le versement d'un dépôt de garantie pour toute intervention à l'achat ou à la vente**. Celui-ci est restitué lorsque l'opérateur solde sa position ou honore ses engagements à l'échéance.

Un mécanisme dit « d'appels de marge¹³⁶ » est également **prévu pour éviter qu'une contrepartie qui aurait une position potentiellement perdante ne respecte pas ses engagements**. Chaque opérateur, en position ouverte, sur un marché à terme, **règle ou reçoit quotidiennement de l'organisateur du marché la perte ou le gain potentiel de sa position valorisée** au cours de compensation du jour.

Un opérateur qui serait dans l'impossibilité de faire face à ses engagements voit sa position soldée sans délai à l'initiative de l'organisateur du marché.

L'intervention sur un marché à terme nécessite un suivi très rigoureux sur le plan administratif et un grand professionnalisme.

3.2. Les swaps

3.2.1. Définition

Swap en anglais signifie échange. Ce sont des opérations conclues sur des marchés de gré à gré.

Un contrat de *swap* entre deux contreparties A et B est une opération dans laquelle A effectue simultanément un prêt et un emprunt avec la même contrepartie B.

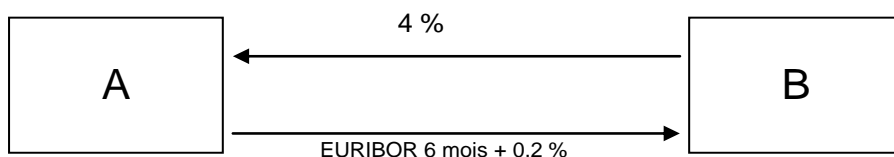
Dans le cas d'un *swap* de taux, le prêt et l'emprunt sont libellés dans la même devise mais l'un est à taux variable et l'autre à taux fixe. A et B n'échangeront que les intérêts.

Dans le cas d'un *swap* de devises, le prêt et l'emprunt sont libellés dans deux devises différentes. Il faudra alors échanger les montants nominaux et les intérêts. Ces derniers peuvent être à taux fixe ou à taux variable.

3.2.2. Exemple de swap taux

A et B signent un contrat de *swap* dans lequel A prête à B à taux fixe et simultanément A emprunte à B à taux variable.

- Durée : 5 ans
- Montant nominal : 100 millions d'euros
- Taux fixe : 4 % payable annuellement à une date fixée
- Taux variable : EURIBOR 6 mois + 0,20 % payable semestriellement à une date fixée



¹³⁶ L'appel de marge est calculé au cours de compensation du contrat en fin de journée.

Pendant 5 ans :

- **A** s'engage à payer chaque semestre à **B** des intérêts calculés à partir de l'EURIBOR 6 mois ;
- **B** s'engage à payer chaque année à **A** des intérêts calculés à 4 %.

Plusieurs expressions sont utilisées pour désigner A et B :

A	B
Payeur du variable Receveur du fixe ou Emprunteur du variable Prêteur du fixe	Receveur du variable Payeur du fixe ou Emprunteur du fixe Prêteur du variable

Lors de la conclusion du *swap*, A et B rempliront une confirmation d'opération, faisant le plus souvent référence à un contrat cadre.

Aucune mention n'est faite dans le *swap* pour préciser si les intervenants agissent en couverture ou en spéculation. Le fait que **A** cherche à couvrir un emprunt n'est pas connu de **B**.

À chaque période, **A** et **B** vont se verser les montants des intérêts et ne s'échangeront jamais le nominal qui sert uniquement de référence au calcul des intérêts.

Dans le cas où les taux variable et taux fixe sont versés à la même périodicité, seule la différence des flux d'intérêts est versée.

4. LES OPTIONS

4.1. Définition

Une option est un contrat à terme optionnel, destiné à des investisseurs avertis car ces contrats exigent une grande réactivité et un suivi attentif. C'est un outil qui permet potentiellement un gain à fort effet de levier moyennant une mise de fonds (la prime) limitée.

Ce contrat prévoit que :

- l'acheteur a le droit mais pas l'obligation d'exercer son contrat ;
- et le vendeur est irrévocablement engagé.

Il existe deux types de contrats d'options :

- le *call* qui est une option d'achat ;
- le *put* qui est une option de vente.

Ces contrats peuvent se négocier sur un marché organisé ou de gré à gré.

4.2. Les caractéristiques d'un contrat d'options sur marché organisé

- **Un sous-jacent** : les options sont les contrats portant sur une grande diversité de sous-jacents puisque viennent s'ajouter aux instruments financiers classiques et aux matières premières, des options sur FRA, *futures* ou *swap*.
- **Un prix d'exercice ou *strike*** : c'est le prix auquel l'acheteur de l'option a le droit d'acheter (cas d'un *call*) ou de vendre (cas d'un *put*).
- **La prime (*premium*)** : elle est toujours versée par l'acheteur de l'option au vendeur pour le dédommager de son engagement irrévocable. C'est la prime qui varie dans le temps. Elle « cote » en fonction de plusieurs éléments dont le prix au comptant du sous-jacent, l'écart par rapport au prix d'exercice, la durée restante avant l'échéance du contrat, la volatilité du sous-jacent, le taux d'intérêt sans risque.
- **Une échéance** : sur les marchés organisés, les échéances sont fixées d'avance par l'entreprise de marché.

- **L'exercice du contrat** : il existe deux possibilités :
 - pour les contrats **à l'américaine**, l'acheteur peut exercer à tout moment en cours de contrat ;
 - pour les contrats **à l'européenne**, l'acheteur ne peut exercer qu'à l'échéance du contrat.

4.3. Les stratégies de base

Il existe quatre stratégies de base décrites dans le tableau ci-dessous.

Sens de l'opération	Type contrat	Position sous-jacent	Prime	Risques	Stratégie
A +	CALL +	+ Acheteur	Paiement au vendeur	L'opérateur peut abandonner sa position et risque uniquement la perte de la prime.	Hausse des cours
V -	CALL +	- Vendeur	Prime encaissée par le vendeur	L'opérateur est engagé irrévocablement et a un risque de pertes illimitées.	Baisse des cours
A +	PUT -	- Vendeur	Paiement au vendeur	L'opérateur peut abandonner sa position et risque uniquement la perte de la prime.	Baisse des cours
V -	PUT -	+ Acheteur	Prime encaissée par le vendeur	L'opérateur est engagé irrévocablement et a un risque de pertes illimitées.	Hausse des cours

Légende : A : achat et V : vente

■ Quelques éléments pour comprendre ce tableau

La colonne « Position sous-jacent » est celle que **l'opérateur a sur le produit sous-jacent**. Cela permet de connaître son risque et ensuite la stratégie à appliquer.

L'utilisation des signes « + » et « - » est destinée à faciliter la compréhension des logiques :

- l'acheteur a le **droit d'abandonner sa position**, on lui attribue un **signe positif** puisque c'est la situation la plus favorable ;
- le **vendeur est engagé irrévocablement**, le **signe** est **négatif** car la situation est la moins favorable.

Les lignes du tableau se comprennent ainsi :

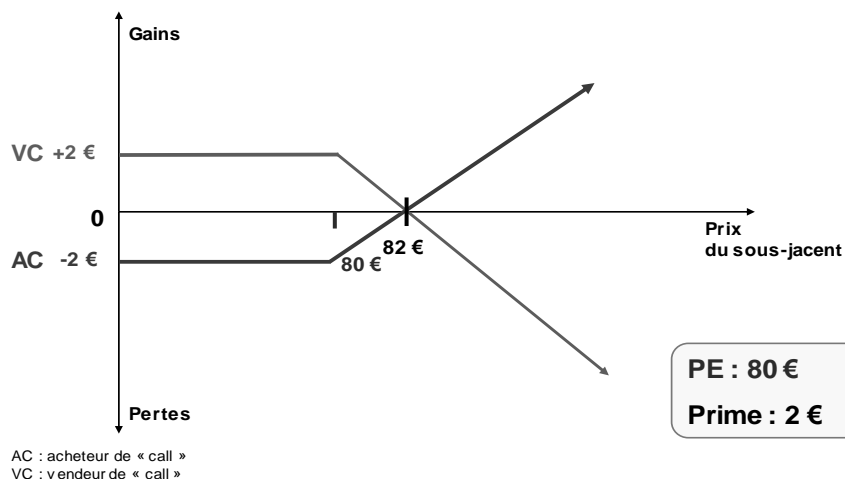
- A + et CALL + (option d'achat) : opération d'achat d'une option d'achat donc une position sous-jacente « acheteur ». L'opérateur anticipe une hausse des cours ;
- V - et CALL + (option d'achat) : opération de vente d'une option d'achat donc une position sous-jacente « vendeur ». L'opérateur anticipe une baisse des cours ;
- A + et PUT - (option de vente) : opération d'achat d'une option de vente donc une position sous-jacente « vendeur ». L'opérateur anticipe une baisse des cours ;
- V - et PUT - (option de vente) : opération de vente d'une option de vente donc une position sous-jacente « acheteur ». L'opérateur anticipe une hausse des cours.

4.3.1. Le call

Le *call* est, pour un investisseur averti, un outil qui permet, potentiellement, un gain à fort effet de levier moyennant une mise de fonds (la prime) limitée.

Contre le paiement d'une prime, l'acheteur du *call* obtient le droit d'acquérir une action à une valeur déterminée d'avance (prix d'exercice) à ou jusqu'à l'échéance convenue. L'acheteur espère donc une forte hausse de l'action.

Exemple d'un *call* de prix d'exercice 80 € (*CALL* 80) :



L'acheteur du *call* 80 paie la prime de 2 € et espère une forte hausse de l'action pour :

- soit revendre le call plus cher avant l'échéance ;
- soit exercer son option à l'échéance ; ce qu'il fera si le cours de l'action dépasse le prix d'exercice (80 €).

Le vendeur de *call* 80 encaisse la prime de 2 € et espère :

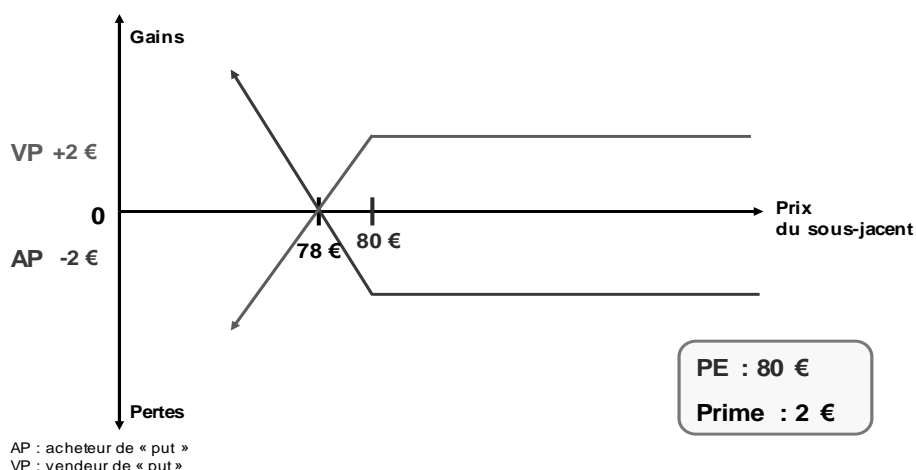
- soit racheter le call moins cher en cours de vie ;
- soit que l'acheteur n'exercera pas l'option auquel cas il aura gagné le montant de la prime. En cas d'exercice de l'option par l'acheteur, le vendeur sera obligé de vendre à 80 € une action dont le prix au comptant pourrait être très supérieur. Il a donc un risque de perte illimité.

Au final, l'acheteur et le vendeur de *call* ont le même point mort de 82 €, qui correspond au prix de l'action pour lequel leur gain net est nul.

4.3.2. Le *put*

En achetant un *put*, l'opérateur acquiert le droit de vendre à ou jusqu'à l'échéance, une action dont le sous-jacent a une valeur déterminée d'avance (prix d'exercice). Il espère donc une forte baisse.

Exemple d'un *put* de prix d'exercice 80 € (*PUT* 80)



L'acheteur de *put* paie la prime de 2 € et espère une forte baisse de l'action pour :

- soit revendre le put plus cher avant l'échéance ;
- soit exercer son option à l'échéance ; ce que l'acheteur fera si le prix de l'action est inférieur au prix d'exercice (80 €).

Le vendeur de *put* encaisse la prime de 2 € et espère :

- soit racheter le *put* moins cher en cours de vie ;
- soit que l'acheteur n'exercera pas l'option auquel cas le vendeur aura gagné le montant de la prime. En cas d'exercice de l'option par l'acheteur, le vendeur sera obligé d'acheter à 80 € une action dont le prix au comptant pourrait être très faible. Il a donc un **risque de perte important**.

Au final, l'acheteur et le vendeur de *put* ont le même point mort de 78 €, qui correspond au prix de l'action pour lequel leur gain net est nul.

(Remarque : pour plus de détails sur les ordres sur les marchés dérivés, se reporter au Chapitre 9, Typologie des ordres sur les marchés et leur traitement sur les marchés organisés, paragraphe 3, Le types d'ordres sur les marchés dérivés.)

5. LA MISE EN PLACE D'UNE OBLIGATION DE COMPENSATION CENTRALE

Le Règlement européen *European market infrastructures regulation* (EMIR) de 2012 sur les produits dérivés de gré à gré a notamment introduit une obligation de compensation centrale pour les contreparties à une transaction de tout dérivé de gré à gré jugé par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) suffisamment liquide et standardisé. Sont principalement concernés les *swaps* de taux, les *swaps* de base (crédit), les *forward rate agreement* (FRA)¹³⁷.

Cette compensation passe obligatoirement par une des chambres de compensation agréées et contrôlées par les régulateurs nationaux.

Ce Règlement instaure aussi une obligation de déclaration de toutes les transactions sur les marchés dérivés qu'ils soient organisés ou OTC.

Ces obligations visent à une meilleure transparence et à une sécurité accrue pour les transactions sur produits dérivés.

Pour aller plus loin

- Règlement délégué 2015/2205 sur la compensation centrale pour les contrats dérivés de taux libellés en euros, livres sterling, yens japonais et dollars, 6 août 2015
- Règlement délégué 2016/1178 sur la compensation centrale pour les contrats dérivés de taux libellés en couronnes norvégiennes, en zlotys polonais et couronnes suédoises, 10 juin 2016
- Rectificatif portant sur le Règlement délégué 2016/1178 sur la compensation centrale pour les contrats dérivés de taux libellés en couronnes norvégiennes, en zlotys polonais et couronnes suédoises, 10 juin 2016
- Règlement délégué 2016/592 sur la compensation centrale de certains dérivés de crédit (CDS), 1^{er} mars 2016
- Consultation de l'ESMA sur l'obligation de compensation pour les contreparties financières ayant un volume d'activité limité sur les dérivés, 13 juillet 2016
- Liste des chambres de compensation autorisées conformément au Règlement EMIR
- Registre public de l'ESMA pour la compensation centrale
- Consultations et standards techniques relatifs à l'obligation de compensation centrale

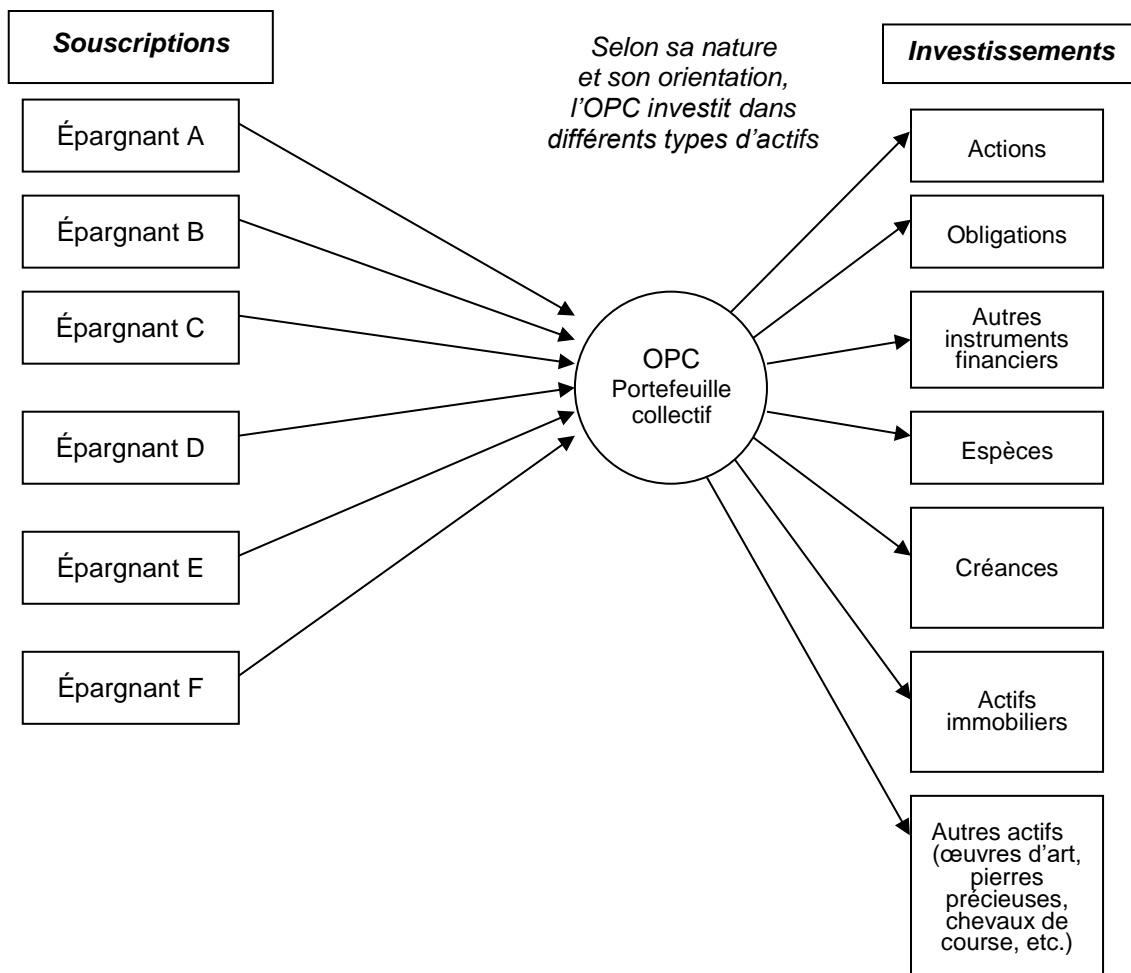
¹³⁷ Règlement délégué européen n° 2016/1178 du 10 juin 2016 sur l'obligation de compensation centrale sur certains dérivés de taux d'intérêt considérés comme d'importance systémique.
Règlement européen n° 2016/592 du 1^{er} mars 2016 sur l'obligation de compensation centrale sur certains contrats dérivés sur risque de taux.

LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (OPC)

1. DÉFINITION

Les OPC font partie de la famille générique des « placements collectifs ». Il s'agit de placements financiers par l'intermédiaire desquels les épargnants (particuliers, entreprises, institutions...) mettent en « commun » des capitaux pour investir, par exemple, dans un **portefeuille d'instruments financiers** (titres et contrats financiers), **d'actifs immobiliers** (notamment titres de sociétés financières ou immeubles) ou **d'autres types d'actifs**, par exemple les œuvres d'art ou les chevaux de course.

Les organismes de placement collectif



Le portefeuille de l'organisme de placement collectif est géré par la **société de gestion**, agréée par l'AMF, qui agit dans l'intérêt exclusif de l'épargnant.

Les organismes de placement collectif sont des **produits d'épargne offrant de nombreux avantages pour un investisseur** :

- le recours à des gestionnaires de métier ;
- le choix des investissements ;
- la diversification des risques ;
- l'équité des porteurs ;
- la simplicité d'utilisation ;
- la liquidité ;
- l'évaluation permanente des actifs ;
- la sécurité réglementaire.

L'Autorité des marchés financiers classe les OPCVM et les fonds d'investissement alternatifs à vocation générale selon la nature de la gestion et des risques qu'ils comportent, voir dans le Chapitre 8, *Les instruments de la gestion collective et la typologie des OPC*.

Les parts d'un organisme de placement collectif peuvent être détenues par des personnes morales, des personnes physiques ou des associations.

2. LE FONCTIONNEMENT

Toutes les fois qu'un épargnant souscrit à un organisme de placement collectif, celui-ci émet, en contrepartie de la somme souscrite, de nouvelles parts dont l'épargnant devient propriétaire. Une part d'organisme de placement collectif constitue elle-même une valeur mobilière. Pour les **OPC non cotés**, on parle de la valeur de souscription et de rachat **ou valeur liquidative**, pour les **OPC cotés** (*Exchange traded funds-trackers*) il s'agit de la **valeur d'achat ou de vente**.

Les parts de ce portefeuille collectif (OPC) peuvent – sauf dispositions particulières de la réglementation – être **à tout moment et à l'initiative de l'épargnant, rachetées à sa valeur liquidative, diminuée des éventuelles commissions de rachat**.

L'investissement réalisé dans un organisme de placement collectif n'est pas toujours moins risqué que de détenir des titres en direct sur un compte titres car l'OPC peut suivre une stratégie de gestion offensive (risquée) pour obtenir des rendements.

3. LES PRINCIPAUX ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

La nomenclature des organismes de placement collectifs est détaillée dans la partie législative du Code monétaire et financier **qui se subdivise en trois catégories** :

- les **OPCVM** (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) relevant de la Directive UCITS (*Undertaking for collective investment in transferable securities*) ;
- les **fonds d'investissement alternatifs** (FIA) relevant de la Directive sur les Gestionnaires des fonds d'investissement alternatifs ;
- les **autres placements collectifs** qui, par défaut, ne relèvent d'aucune des deux Directives précédentes.

Lors de la transposition en droit français, l'appellation OPC (organismes de placement collectif) a été conservée dans le Code monétaire et financier pour désigner à la fois les OPCVM et les fonds d'investissement alternatifs régulés.

Le tableau ci-dessous donne une vue d'ensemble de la nomenclature française des placements collectifs.

PLACEMENTS COLLECTIFS (COMOFI L214-1 I et RG AMIF chap IV)																	
UCITS OPCVM (1) (COMOFI L214-II° et section 1)	AIFM/FIA (2) (L214-1/2° et section 2)											Autres placements collectifs					
	Fonds ouverts à des investisseurs non professionnels							Fonds ouverts à des investisseurs professionnels			Fonds d'épargne salariale		Organismes de financement		Autres FIA		
	Fonds d'investissement à vocation générale		Fonds de capital investissement		OPCI	SCPI	SEF (3)	SICAF (4)	Fonds de fonds alternatifs	Fonds agréés	Fonds déclarés		Organismes de financement spécialisés (OFS)	OT sans risque d'assurance	OT avec risque d'assurance		
		FCPR	FCPI	FIP						Fonds pro à vocation générale	OPPCI (5) pro	fonds pro spécialisés	fonds pro de capital investissement			fonds visés par la section III du COMOFI	SICAV et SPICAV (7) SASU (8) fermées
OPC (6) (COMOFI L214-1 II et RG AMIF chap IV)																	

Grâce au passeport européen et après notification à l'AMF, un OPC de droit étranger peut être commercialisé en France.

Les parts d'OPC peuvent être détenues en direct sur un compte-titres, un PEA ou bien en unités de compte dans un contrat d'assurance-vie.

3.1. Les caractéristiques communes aux OPC

Il existe deux types juridiques d'OPC :

- les SICAV (Société d'investissement à capital variable) qui possèdent la personnalité morale propre. Les investisseurs détiennent des actions de la SICAV ;
- les FCP (Fonds communs de placement) qui sont des copropriétés de valeurs mobilières. Ici, les porteurs sont détenteurs de parts du FCP.

Pour davantage de détails sur les OPC, se reporter, dans le Chapitre 8, *Les principaux éléments du cadre réglementaire des OPC et Les instruments de la gestion collective, typologie des OPC de la gestion.*

3.2. Les OPCVM (les organismes de placement collectif en valeurs mobilières)

Un point important de la nouvelle typologie des OPC est la restriction de l'appellation « OPCVM » aux seuls organismes de placement collectif (FCP et SICAV) relevant de la Directive UCITS.

Ils sont soumis à des règles d'investissement harmonisées au niveau européen avec pour objectif de mieux protéger l'investisseur.

Les OPCVM, comme la société de gestion qui les gère, sont obligatoirement agréés par l'AMF.

Les OPCVM disposent automatiquement et dès leur agrément par leur régulateur local d'un passeport européen permettant une libre commercialisation dans l'Espace économique européen.

3.3. Les fonds d'investissement alternatifs (FIA)

La définition d'un fonds d'investissement alternatif (FIA) est donnée dans le Code monétaire et financier : « *il lève des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, dans l'intérêt de ces investisseurs, conformément à une politique d'investissement que ces FIA ou leurs sociétés de gestion définissent.* »

Ces OPC ne sont pas des OPCVM puisque non conformes à la Directive UCITS. Ils doivent être détenus par au moins deux investisseurs.

Un fonds d'investissement alternatif relève de la Directive sur les Gestionnaires de fonds alternatifs (*Alternative investment fund managers directive – AIFMD*) n° 2011/61 du 8 juillet 2011 applicable obligatoirement dans tout l'Espace économique européen depuis le 22 juillet 2013.

Tous les OPC autres que les OPCVM sont donc des fonds d'investissement alternatifs. Il existe deux catégories de fonds d'investissement alternatifs qui se subdivisent eux-mêmes en plusieurs sous-catégories :

- **les fonds d'investissement alternatifs « régulés » comprenant :**
 - les fonds ouverts à des investisseurs non professionnels dont il existe sept types :
 - les fonds d'investissement à vocation générale : recouvrant les anciens OPCVM non coordonnés à vocation générale,
 - la gamme des fonds de capital investissement agréés : FCPR, FCPI, FIP,
 - les organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI),
 - les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI),
 - les sociétés d'épargne forestière (SEF),
 - les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF),
 - les fonds alternatifs ;

- les fonds ouverts à des investisseurs professionnels¹³⁸, dont il existe deux types :
 - les fonds agréés : les fonds professionnels à vocation générale et les OPPCI professionnels (organismes professionnels de placement collectif dans l'immobilier),
 - les fonds déclarés : les fonds professionnels spécialisés et de capital investissement ;
- les fonds d'épargne salariale ;
- les organismes de financement dont il existe deux types :
 - les organismes de financement spécialisés,
 - les organismes de titrisation avec ou sans risque d'assurance ;
- **les autres fonds d'investissement alternatifs.**

Sont d'autres fonds d'investissement alternatifs, les fonds non mentionnées dans la liste limitative des fonds d'investissement alternatifs du Code monétaire et financier. Cf. dans le Chapitre 8, *Les fondamentaux de la gestion collective* et *Les instruments de la gestion collective, typologie des OPC*.

4. LA VALEUR LIQUIDATIVE DES PARTS D'UN ORGANISME DE PLACEMENT COLLECTIF

La souscription et le rachat de parts ou actions d'un organisme de placement collectif se font sur la base d'un prix calculé, la **valeur liquidative** (VL), le cas échéant augmentée (à la souscription) ou diminuée (au rachat) des frais d'entrée et/ou de sortie, présentés toutes taxes comprises.

La valeur liquidative, à la création de l'organisme de placement collectif ou valeur liquidative d'origine, est choisie par la société de gestion.

Par la suite, la valeur liquidative évolue en fonction des performances du portefeuille, c'est une spécificité propre aux OPC.

4.1. Calcul de la valeur liquidative

Périodiquement, la société de gestion évalue le portefeuille, de chaque OPC, aux cours de bourse du jour¹³⁹. Concrètement :

- **elle additionne tous les actifs** (titres et espèces) valorisés à leur prix de marché du jour ;
- **elle retire les dettes et ajoute les créances** ce qui donne **l'actif net** ;
- puis divise cet actif net par le nombre de parts ou d'actions existantes ce jour et obtient **le prix d'une part ou action** du portefeuille ; c'est **la valeur liquidative**.

$$\text{Valeur liquidative} = \frac{\text{Titres valorisés} + \text{Espèces}}{\text{Nombre de parts (FCP) ou d'actions (SICAV)}}$$

On peut représenter ce calcul de la manière suivante :

EMPLOIS de l'OPC	RESSOURCES de l'OPC
Portefeuille valorisé au prix du marché	Capital Souscriptions - rachats Commission de souscriptions et rachats
Créances et dettes	+/- values réalisées et potentielles Frais de négociation en bourse
Espèces	Résultats Revenus - Charges
ACTIF NET	ACTIF NET

¹³⁸ Ce type de fonds n'a pas besoin de l'agrément *a priori* de l'AMF.

¹³⁹ Après l'heure ou la date limite de centralisation des ordres.

La valeur liquidative varie en fonction de ses composantes :

- le **portefeuille est valorisé** de façon permanente suivant les variations des marchés et génère donc des plus ou moins-values latentes et réalisées lors des ventes de titres ; elles font évoluer l'actif net à la hausse (plus-values) ou à la baisse (moins-values) ;
- l'OPC provisionne quotidiennement puis encaisse **les dividendes, coupons et autres rémunérations** des titres contenus dans son portefeuille. Ces événements font monter la valeur liquidative ;
- l'OPC provisionne quotidiennement puis paie **ses charges** administratives et financières, ces opérations font baisser l'actif net.

Un épargnant qui **souscrit ou rachète** ses parts influence le solde de parts existantes mais dans le même temps, il apporte ou retire des liquidités, il n'y a donc aucun impact sur l'évolution de la valeur liquidative.

4.2. Périodicité du calcul de la valeur liquidative

Un des principaux atouts d'un organisme de placement collectif est sa grande liquidité.

En effet, les organismes de placement collectif sont tenus d'établir régulièrement leur valeur liquidative. Le document d'information clé pour l'investisseur et le prospectus doivent obligatoirement mentionner la périodicité du calcul de la valeur liquidative. Des normes précises ont été édictées par l'AMF :

- **les OPC à vocation générale souscrits par le grand public** doivent publier leur valeur liquidative au moins deux fois par mois (bimensuelle). Ils peuvent modifier la périodicité et notamment opter pour une valeur liquidative quotidienne sans contraintes d'actifs gérés ;
- **les OPC spécifiques ou destinés à des investisseurs avertis** ont des périodicités plus souples.

Avant toute diffusion aux porteurs, la valeur liquidative est toujours validée par la société de gestion qui reste responsable même en cas d'externalisation du calcul à un valorisateur externe.

Elle doit être communiquée à toute personne qui en fait la demande.

4.3. Les souscriptions et rachats de parts ou d'actions

Ils sont effectués aux conditions mentionnées dans le document d'information clé pour l'investisseur et le prospectus (frais d'entrée et de sortie, minimum d'investissement, critères d'éligibilité...) :

- soit sur la base de **la dernière valeur liquidative publiée** : l'investisseur rachète ou souscrit à cours connu ;
- soit sur la base d'une **valeur liquidative future** : l'investisseur rachète ou souscrit alors à cours inconnu.

Un ordre de souscription ou de rachat est irrévocable.

Les actions (Sicav) ou parts (FCP) sont émises au fur et à mesure des souscriptions et supprimées au fur et à mesure des rachats.

4.4. Les sommes distribuables par un OPC

Les sommes distribuables par un OPC à ses porteurs sont :

- le résultat net de l'exercice, c'est-à-dire tous les revenus du portefeuille diminués des charges et augmenté du report à nouveau ;
- les plus-values réalisées, nettes de frais, diminuées des moins-values réalisées nettes de frais constatées au cours de l'exercice et augmentées des plus-values nettes de même nature n'ayant pas été distribuées antérieurement.

Pour aller plus loin

■ Site Internet de l'AMF, www.amf-france.org

■ Site Internet de l'AFG, www.afg.asso.fr

Textes réglementaires cf. dans le Chapitre 8, *Les principaux éléments sur le cadre réglementaire applicable à la gestion sous mandat, les directives européennes*, le paragraphe *Pour aller plus loin*

LES BIENS DIVERS, LE RÉGIME D'INTERMÉDIATION EN BIENS DIVERS ET LES COMPÉTENCES DE L'AMF

La législation encadrant l'activité des intermédiaires proposant des opérations sur des produits d'investissement *atypiques* date des années 1980. Un intermédiaire en biens divers était toute personne physique ou morale qui proposait des opérations sur des produits d'investissement « atypiques », nommés « biens divers », à défaut d'une terminologie plus précise. Mais la définition de l'activité était contournée assez facilement compte tenu de son champ d'application. Face à la multiplication des scandales (notamment les manuscrits Aristophil, l'affaire Madoff caractéristique de ventes pyramidales). La législation a donc été revue.

1. DÉFINITIONS

L'article L. 551-1 du Code monétaire et financier définit à la fois la notion de biens divers et la **notion d'intermédiaire en biens divers**.

1.1. Les biens divers

Les biens divers sont :

- les rentes viagères ;
- les droits sur **des biens mobiliers ou immobiliers** lorsque les acquéreurs n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsque le contrat leur offre une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi.

Dans le langage courant on utilise aussi le terme placement atypique. Toutefois un placement atypique peut l'être parce qu'il n'est pas fréquent et sert à diversifier son patrimoine, par exemple des parts de SOFICA¹⁴⁰.

Ces biens sont présentés avec une perspective de rentabilité souvent élevée mais ils comportent également des risques importants de perte.

Liste non exhaustive de biens divers :

- des pierres précieuses (diamant notamment) ;
- or : lingot, or papier (obligations de fonds aurifères sans date de remboursement, *trackers* suivant le cours de l'or) ;
- du vin : achat de bouteilles de vin, vigne papier (achat de parts d'un groupement foncier viticole) achat de parts de fonds communs de placement dans des crus français ou étrangers achat d'un domaine viticole ;
- un cheptel ;
- des chevaux de course ;
- des panneaux photovoltaïques ;
- une forêt ;
- des œuvres d'art ;
- des crypto-actifs ;
- des lettres et manuscrits.

Les intermédiaires en biens divers doivent fournir les informations utiles sur l'opération proposée préalablement à toute communication à caractère promotionnel ou à tout démarchage.

¹⁴⁰ Créées par la loi du 11 juillet 1985, elles permettent de collecter des fonds privés pour financer la production cinématographique et audiovisuelle. Les SOFICA peuvent être créées par des professionnels du cinéma ou de l'audiovisuel ou par des établissements financiers.

Les communications à caractère promotionnel portant sur ces biens divers doivent être clairement identifiables en tant que telles, présenter un contenu exact, clair et non trompeur et permettre raisonnablement de comprendre les risques afférents au placement. L'information préalable est donnée aux épargnants souhaitant souscrire des biens divers en matière de revente. Le document d'information précise les modalités de revente des droits et des biens acquis.

Un conseiller en investissements financiers, avant de conseiller à un client l'investissement dans un bien divers, doit lui faire signer une lettre de mission décrivant, entre autres, les nature et modalités de la prestation (voir dans le Chapitre 1, *L'ensemble des acteurs de l'intermédiation et de la distribution des instruments financiers*).

Les risques spécifiques liés aux biens divers et aux placements atypiques sont détaillés dans ce chapitre, *Les différents instruments financiers, le couple risque / rendement, risques de perte, de revente, opérationnel, risques spécifiques liés aux biens divers et placements atypiques*.

1.2. Les intermédiaires en biens divers

Les intermédiaires en biens divers sont les personnes qui proposent à titre habituel de souscrire ces biens divers ou qui recueillent des fonds à cette fin, mais aussi les personnes chargées de la gestion desdits biens (régime normal).

■ Attention

Selon le Code monétaire et financier « est également un intermédiaire en biens divers toute personne qui propose à un ou plusieurs clients ou clients potentiels d'acquérir des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire » (régime allégé).

2. RÉGIME D'INTERMÉDIATION EN BIENS DIVERS RÉGI PAR LA LOI SAPIN II

2.1. Les intermédiaires en biens divers

Ils présentent en matière d'organisation, d'honorabilité, de compétence et d'expérience des garanties suffisantes et adaptées à la nature de l'opération. Ils justifient de la souscription d'une assurance de responsabilité civile professionnelle adaptée aux risques liés aux activités exercées auprès d'une entreprise d'assurance.

Ils agissent dans l'intérêt exclusif des investisseurs et n'exercent aucune activité susceptible d'être source de conflits d'intérêts de nature à porter atteinte aux intérêts des investisseurs.

2.2. Le processus d'une opération en biens divers

L'intermédiaire en biens divers qui prend l'initiative d'une opération doit créer une société par actions au capital minimum de 37 000 €.

Il ouvre un compte unique dédié à l'opération auprès d'un établissement de crédit habilité, sur lequel sont déposées les sommes correspondant aux souscriptions des investisseurs et aux versements des produits de leurs placements. Il justifie de la souscription d'une assurance des biens.

Il met en place une procédure permettant de déterminer un profil type d'investisseurs adapté au risque afférent au placement en biens divers (équivalent MIF II).

Il justifie aussi la tenue de registres permettant de distinguer les montants des souscriptions de chaque investisseur, les versements des produits de ses placements et les droits à percevoir la rente viagère ou les droits sur les biens détenus par chaque investisseur.

Il transmet aux investisseurs un justificatif de leurs droits à percevoir une rente viagère ou des droits sur les biens, dès qu'ils les ont acquis.

S'il est en régime normal, l'intermédiaire en biens divers met aussi en place un mécanisme garantissant la liquidité des droits sur les biens, assuré par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance.

Enfin, à la clôture de chaque exercice, il établit un inventaire des biens et un état des sommes perçues pour le compte des titulaires de droits. Il établit un rapport d'activité et de gestion, un bilan et un compte de résultat. Ces comptes sont contrôlés par un commissaire aux comptes qui en certifie la sincérité et la régularité. Ces documents sont transmis aux détenteurs des droits et à l'AMF dans les trois mois suivant la clôture de l'exercice.

3. LES COMPÉTENCES DE L'AMF : OBLIGATIONS D'ENREGISTREMENT DES OFFRES

3.1. Communication préalable des documents promotionnels et enregistrement des offres

La loi Sapin II a étendu le contrôle *a priori* des communications promotionnelles sur les biens divers. Il est maintenant applicable à tous les intermédiaires qu'ils soient soumis au régime normal ou au régime allégé.

Les projets de documents d'information et de contrats types doivent être déposés préalablement à tout démarchage auprès de l'AMF.

Ils doivent comporter toutes les indications utiles à l'information des épargnants :

- nature et objet de l'opération proposée ;
- identité de l'initiateur et des personnes qui seront chargées de la gestion des biens ;
- montant des frais de toute nature qui seront supportés directement ou indirectement par l'épargnant ;
- modalités de revente des droits et des biens acquis.

Ces documents sont accompagnés d'un rapport établi par un expert indépendant et reconnu sur le marché considéré. Ce rapport atteste l'existence des biens commercialisés ou des biens sur lesquels des droits sont proposés à la commercialisation, donne un avis sur la liquidité des droits sur les biens et un avis sur la valorisation et la procédure de valorisation.

Pour une opération donnée, l'AMF exerce son contrôle auprès de l'ensemble des entreprises qui participent à l'opération et détermine si l'opération présente le minimum de garanties exigé d'un placement destiné au public. L'AMF examine le document d'information et détermine ces garanties.

L'AMF dispose d'un délai de **deux mois**, à compter du dépôt, pour formuler ses observations. Le démarchage et la publication des communications à caractère promotionnel ne peuvent commencer qu'après l'attribution par l'AMF d'un numéro d'enregistrement sur le document d'information à destination des investisseurs.

L'AMF précise les règles d'enregistrement dans son instruction AMF 2017-06.

Les décisions d'enregistrement sont publiées et consultables sur la base GECO¹⁴¹.

3.2. Information régulière de l'AMF et suivi des modifications

■ Information régulière

Chaque semestre, l'intermédiaire en biens divers transmet à l'AMF un état des montants de capitaux recueillis et le nombre d'investisseurs concernés.

À la clôture de chaque exercice annuel, il transmet dans un délai de trois mois, en plus de l'inventaire des biens, un rapport sur son activité et sur la gestion des biens, ainsi que le bilan et le compte de résultat et l'annexe.

¹⁴¹ https://geco.amf-france.org/Bio/BIO/BIO_PDFS/LISTE_PRODUITS_BIENS_DIVERS/produits_biens_divers.pdf

■ Suivi des modifications

Les modifications substantielles des conditions dans lesquelles est assurée la gestion des biens ou l'exécution des engagements donnent lieu au dépôt auprès de l'AMF d'un nouveau document d'information. Les modifications mineures donnent lieu à une simple information *a priori* de l'AMF.

Si l'AMF constate que l'opération n'est plus conforme au contenu du document d'information ou ne présente plus les garanties prévues, elle peut ordonner qu'il soit mis fin à tout démarchage ou communication à caractère promotionnel concernant l'opération.

■ Listes blanche et noire des investissements en biens divers

L'AMF tient à la disposition du public sur son site Internet la liste des investissements en biens divers dûment enregistrés (liste blanche).

L'AMF recense également les acteurs intervenant sans autorisation (liste noire). Enfin, elle publie au fil de l'eau des mises en garde sur son site Internet.

3.3. Sanctions

L'intermédiaire en biens divers peut encourir une sanction pécuniaire décidée par la Commission des sanctions d'un montant maximal de 100 millions d'euros.

Le non-respect de l'obligation d'enregistrement au préalable d'une action de démarchage ou de promotion d'une opération sur biens divers est passible d'un emprisonnement de 5 ans et d'une amende de 18 000 euros.

Le non-respect des obligations d'information sur les produits de placements relevant des biens divers et des obligations annuelles de publication des comptes, inventaire et rapport de gestion est puni d'un emprisonnement de 5 ans et d'une amende de 18 000 euros.

Enfin, le Code de la consommation punit d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros les pratiques commerciales trompeuses.

Pour aller plus loin

■ Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 (Sapin II) – article 79

■ Code monétaire et financier, articles L. 551-1 à L. 551-5

■ AMF

- Règlement général, articles 441-1 à 441-3
- Instruction AMF 2017-06 : Procédure d'enregistrement et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF par les intermédiaires en biens divers, 17 mai 2017 modifiée le 11 mars 2020



DESCRIPTIF DES CRYPTO-ACTIFS, MARCHÉS PRIMAIRE ET SECONDAIRE, COMMERCIALISATION

1. DÉFINITIONS

Un **crypto-actif** est un **actif numérique virtuel** qui s'appuie sur la technologie des chaînes de blocs (*blockchain*) mettant en œuvre un registre décentralisé et un procédé informatique de cryptage. Il n'y a pas dans cet univers de tiers de confiance, comme une banque centrale pour une monnaie.

L'ACPR et l'AMF rappellent qu'un **crypto-actif n'est pas une monnaie** et que **sa valeur est uniquement fonction de l'offre et de la demande**.

Plus de 1 300 crypto-actifs sont recensés¹⁴², les plus connus sont le Bitcoin, le Ripple, l'Ether, le Litecoin, le Nem et le Dash.

On distingue :

- **les crypto-actifs d'infrastructures** modifiant des procédures habituelles.
Exemples : les systèmes de vote décentralisé, un registre de certifications, la place de marché au fonctionnement décentralisé... ;
- **les crypto-actifs pour systèmes de paiement** qui constituent l'application la plus connue des chaînes de blocs.
Le jeton ou *token* permet d'échanger avec des caractéristiques spécifiques en fonction du jeton. Exemple : l'Ether de la plate-forme Ethereum permet d'ajouter dans les échanges des conditions suspensives à l'exécution du contrat ;
- **les crypto-actifs à usages spécifiques** qui vont permettre aux utilisateurs d'utiliser leurs jetons pour obtenir des informations ou l'entrée dans un système spécifique.

Le précurseur fut le Bitcoin dont les caractéristiques vont permettre l'émergence d'autres actifs virtuels. Inventée en 2008, Le Bitcoin a été la première crypto-monnaie désintermédiée s'échangeant entre individus sans tiers de confiance, de façon transparente, instantanée et surtout permettant une traçabilité et une immuabilité de l'information.

2. LES TYPES DE JETONS



Le Code monétaire et financier définit ainsi un jeton :

« Constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien. »

Les caractéristiques des différents cryptos-actifs, dits aussi *tokens* ou jetons, mettent en évidence des usages différents. Il existe une grande variété de jetons mais trois familles représentent la plus grosse partie des émissions : jetons monétaires, jetons utilitaires et jetons « titres ».

¹⁴² Cf. <https://www.abe-infoservice.fr/epargne/autres-placements-risque/investir-dans-les-crypto-actifs-quels-sont-les-risques-0#1>, 18 septembre 2019.

2.1. Le jeton monétaire

Il permet d'échanger des jetons et de tracer les opérations. **Sa seule fonction est le transfert de valeur monétaire d'un portefeuille digital (*wallet*) à un autre portefeuille digital**, de conserver l'historique de la transaction ainsi que son immuabilité.

2.2. Le jeton utilitaire (*utility token*)

Il donne accès à des services qui sont développés par l'émetteur. En échange d'un nombre déterminé de jetons, il est possible d'obtenir le service proposé par la plate-forme choisie.

2.3. Le jeton « titre » (*security token*)

Il représente l'actif financier de l'émetteur et est considéré comme un réel actif financier avec ses avantages et inconvénients :

- la participation aux votes des assemblées générales de l'entreprise ;
- la participation aux résultats ;
- l'exposition au risque lié à la société.

■ La différence entre jeton utilitaire et jeton « titre »

	Jeton utilitaire	Jeton « titre »
But	Utilisation lors des <i>initial coin offerings</i> ¹⁴³ (ICO) Permet de faire fonctionner l'écosystème <i>blockchain</i> mis en place	Contrat d'investissement représentant la propriété légale de l'actif physique ou digital qui a été contrôlé dans la <i>blockchain</i>
Valorisation	Aucun lien entre la valeur du jeton et la valorisation de la société initiatrice	La valeur du jeton est corrélée à la valeur de l'actif sous-jacent
Fraude	Possible car peu de réglementation	Très rares fraudes car ces jetons sont régulés
Réglementation	Sous le coup de la loi PACTE de mai 2019	La société ainsi que les investisseurs sont contrôlés par les instances de réglementation locales

2.4. Le *stablecoin*

C'est un nouveau type de jeton mixte, mélange de jeton utilitaire et jeton titre. Il est adossé à un actif sous-jacent, devise ou physique (matières premières, métaux, etc.). Il est conçu pour minimiser la volatilité de sa valeur.

Le plus connu est le projet **Libra**, rebaptisé **Diem**, de **Facebook** qui entend créer un système de paiement mondial et l'infrastructure financière pour le gérer. La crypto-monnaie serait adossée au dollar et non plus à un panier de monnaies comme initialement prévu.

D'autres *stablecoins* existent comme : **Tether**, l'**USD Coin** de **Circle**, **TrueUSD**, **DAI**.

Mais, **il n'existe pas de réglementation permettant une protection des utilisateurs :**

- pas de garantie de remboursement en cas de fraude ;
- pas de convertibilité ;
- porte d'entrée possible au blanchiment des capitaux et du financement du terrorisme.

¹⁴³ L'*initial coin offering* (ICO) est une opération de levée de fonds par émission de crypto-actifs (jetons ou *tokens*).

3. LE FONCTIONNEMENT DES CHAÎNES DE BLOCS

Il existe plusieurs catégories de *blockchains*, reposant sur des protocoles propres à chacune d'elles. Elles peuvent être soit :

- publiques :
 - tout le monde peut participer au consensus en validant des blocs,
 - tout le monde peut initier des transactions,
 - tout le monde peut voir les transactions.Exemple : *blockchain* du Bitcoin ;
- privées : il s'agit d'une infrastructure partagée entre quelques acteurs, l'accès est donc privé ;
- hybrides : l'accès est géré par l'organisme qui autorise l'accès à certains utilisateurs.

Toutes les transactions sont inscrites dans des blocs puis ces blocs sont vérifiés et validés par l'ensemble des acteurs. Une fois validé, le bloc est inscrit dans le registre et devient immuable. Un autre bloc est alors en attente de validation et ainsi de suite. La chaîne de blocs s'allonge sans modification des blocs précédents.

L'activité de vérification-sécurisation-enregistrement est appelée « minage ».

4. LE MARCHÉ PRIMAIRE DES CRYPTO-ACTIFS : LA LEVÉE DE FONDS SUR UNE CHAÎNE DE BLOCS (*INITIAL COIN OFFERING - ICO*)

4.1. Définition

Une offre au public de jetons (ou *initial coin offering*) est une opération de levée de fonds par émission d'actifs numériques qui sont échangeables contre des crypto-actifs.

Ces jetons permettront d'accéder à des produits ou services de cette société, la chaîne de blocs assure la sécurité du dispositif. La valeur des jetons va évoluer selon l'offre et la demande, témoins de la réussite du projet lancé par la société émettrice.

4.2. Réglementation applicable

En France, le cadre réglementaire des *levées de fonds* est composé de trois textes :

- la loi PACTE de mai 2019 posant le cadre général de la réglementation des *initial coin offerings* et des prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) ;
- le livre VII du Règlement de l'AMF consacré aux émetteurs de jetons et aux prestataires de services sur actifs numériques, exposant les grands principes de ce nouveau cadre juridique ;
- l'instruction de l'AMF DOC-2019-06 précisant la procédure d'instruction et l'établissement d'un document d'information qui doit être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons.

L'émetteur d'une ICO doit être une personne morale établie ou immatriculée en France uniquement. Lorsque le nombre de personnes à qui elle est proposée est supérieure à un seuil fixé par le Règlement général de l'AMF, l'opération peut être qualifiée d'offre publique de jetons (ICO).

Un intermédiaire financier proposant l'achat ou la vente de crypto-monnaies doit obligatoirement être enregistré auprès de l'AMF. Il en est de même pour ceux qui offrent des services de conservation de crypto-actifs.

Les prestataires de services sur actif numériques, y compris ceux proposant les services d'achat et de vente et de conservation de crypto-actifs, peuvent demander un agrément optionnel à l'AMF (voir *infra*).

4.3. Le document d'information demandé par l'AMF

Une société émettrice réalisant une offre au public de jetons (*initial coin offering*) peut solliciter le visa de l'AMF avant de réaliser cette opération. Ce visa a vocation à sécuriser les épargnants. Il autorise l'émetteur à faire du démarchage.

Le document appelé également *white paper* doit comporter les informations suivantes :

- la description du projet de l'émetteur de jetons et l'utilisation prévue des fonds et des actifs numériques recueillis ;
- les droits et obligations des jetons et leurs conditions d'exercice ;
- les caractéristiques de l'offre de jetons et leur prix d'émission ;
- les caractéristiques techniques de l'émission des jetons ;
- des informations sur l'émetteur des jetons et les moyens alloués au suivi et à la sauvegarde des fonds et actifs numériques recueillis.

La durée de ce visa (sur le projet uniquement) ne peut pas excéder six mois. Sont publiées par l'AMF, une liste blanche des sociétés ayant suivi les recommandations ainsi qu'une liste noire des acteurs ne respectant pas le Règlement général de l'AMF.

5. LE MARCHÉ SECONDAIRE DES CRYPTO-ACTIFS

5.1. Définition des services sur actifs financiers

Selon le Code monétaire et financier, ces services sont les suivants :

- le **service de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques ou d'accès à des actifs numériques**, le cas échéant sous la forme de clés cryptographiques privées, en vue de détenir, stocker et transférer des actifs numériques ;
- le **service d'achat ou de vente d'actifs numériques** en monnaie ayant cours légal ;
- le **service d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques** ;
- l'**exploitation d'une plate-forme de négociation d'actifs numériques** ;
- les services suivants :
 - la **réception et la transmission d'ordres sur actifs numériques** pour le compte de tiers,
 - la **gestion de portefeuille d'actifs numériques** pour le compte de tiers,
 - le **conseil aux souscripteurs d'actifs numériques**,
 - la **prise ferme d'actifs numériques**,
 - le **placement garanti d'actifs numériques**,
 - le **placement non garanti d'actifs numériques**.

5.2. Les acteurs

5.2.1. Les prestataires de services sur actifs numériques soumis à enregistrement obligatoire

Lorsqu'ils offrent les services suivants :

- le **service de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques ou d'accès à des actifs numériques** ;
- le **service d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal** ;

les prestataires ont l'obligation d'être enregistrés par l'Autorité des marchés financiers qui vérifiera leur compétence et honorabilité, la composition du capital et des droits de vote ainsi que leurs procédures et dispositif de contrôle interne.

Cet enregistrement implique aussi le respect des obligations au titre de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Les pertes d'un investisseur n'entrent pas dans le champ d'intervention du Fonds de garantie des dépôts et de résolution si la plate-forme sur laquelle il a stocké ses crypto-monnaies venait à faire défaut.

Les prestataires exerçant sans être enregistrés encourent une peine de deux d'emprisonnement et 30 000 euros d'amende.

5.2.2. L'agrément AMF facultatif

Les autres prestataires de services sur actifs numériques établis en France et fournissant à titre de profession habituel un des huit services ci-dessous peuvent solliciter l'**agrément facultatif** auprès de l'AMF :

- le service d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques ;
- l'exploitation d'une plate-forme de négociation d'actifs numériques ;
- la réception et la transmission d'ordres sur actifs numériques pour le compte de tiers ;
- la gestion de portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers ;
- le conseil aux souscripteurs d'actifs numériques ;
- la prise ferme d'actifs numériques ;
- le placement garanti d'actifs numériques ;
- le placement non garanti d'actifs numériques.

Les règles de fonctionnement applicables aux plates-formes d'actifs numériques sont comparables à celles qui prévalent pour les plates-formes de négociation traditionnelles.

5.2.3. Les obligations vis-à-vis des clients

Les prestataires de services sur actifs numériques s'engagent **communiquer à leurs clients des informations claires, exactes et non trompeuses**, notamment s'agissant d'informations à caractère promotionnel, qui doivent être identifiées en tant que telles.

Ils doivent **avertir leurs clients des risques associés aux actifs numériques**.

Les OPCVM peuvent investir dans des crypto-actifs.

Pour aller plus loin

- **Loi n° 2019-486 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi PACTE, 22 mai 2019**
- **Décret n° 2019-1213 relatif aux prestataires de services sur actifs numériques, 21 novembre 2019**
- **Code monétaire et financier, Les intermédiaires en biens divers et émetteurs de jetons**
- **Autorité des marchés financiers**
 - **Modifications du Règlement général de l'AMF, homologuées par l'arrêté du 27 mai 2019 ; création du livre VII dans le Règlement général de l'AMF**
 - **Instruction DOC-2019-06, Procédure d'instruction et établissement d'un document d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de l'obtention d'un visa sur une offre au public de jetons, du 6 juin 2019**
 - **Position, Construire une stratégie numérique européenne dans les services financiers, du 6 juillet 2020**