

Chapitre 1

L'entreprise et la Bourse

Jusqu'au XVIII^e siècle, les activités de production et d'échange sont presque exclusivement assurées au sein de la famille ou dans le cadre des corporations de métiers (les guildes) et il n'existe pas vraiment d'entreprises, au sens moderne du terme. Certes, l'Histoire regorge de personnages mi-négociants, mi-aventuriers, animés d'un véritable esprit d'entreprise et que l'on peut qualifier d'entrepreneurs. Mais les premières entreprises n'apparaissent qu'au XVIII^e siècle¹. Elles sont alors dirigées par leur propriétaire, véritable « homme-orchestre » qui possède le savoir-faire technique, organise la production, anticipe les évolutions du marché, recrute et dirige la main-d'œuvre et trouve les financements...

À partir du XIX^e siècle, l'industrialisation modifie profondément l'organisation des entreprises : les usines se développent, la division du travail gagne du terrain et la classe ouvrière apparaît. Malgré tout, on confond encore l'entreprise avec l'entrepreneur. La direction des entreprises reste essentiellement une affaire de famille ; on considère alors que seul le cadre familial permet d'assurer l'identité, la continuité et le contrôle de l'entreprise sur plusieurs générations. En particulier, l'organisation familiale joue un rôle essentiel dans l'obtention de financements qui reposent sur des relations de confiance entre personnes. On voit toutefois poindre les premières sociétés anonymes. Et certaines entreprises, dans la sidérurgie, les chemins de fer ou les banques, s'émancipent du cadre restreint de la famille. Ces quelques cas préfigurent l'entreprise moderne.

Pour les historiens, la « grande entreprise moderne » apparaît véritablement à partir de 1880. Elle a généralement le statut de société anonyme : les associés ne sont responsables des pertes de l'entreprise qu'à hauteur du capital investi. La reconnaissance de ce principe a permis un développement sans précédent de l'offre de capitaux. Cela a aussi conduit à des bouleversements dans l'organisation du pouvoir au sein de l'entreprise.

La première section de ce chapitre propose plusieurs définitions de l'entreprise et présente ses différentes formes juridiques, en mettant l'accent sur les sociétés par actions. Deux des caractéristiques essentielles des sociétés par actions sont : d'une part la séparation entre la propriété de l'entreprise et son contrôle ; d'autre part la facilité avec laquelle les titres de propriété peuvent s'échanger, en particulier sur les marchés boursiers. Ces deux caractéristiques font l'objet des sections 2 et 3.

1. P. Verley (1997), *Entreprises et entrepreneurs du XVIII^e siècle au début du XX^e siècle*, éd. Hachette, coll. « Carré Histoire ».

1.1. Nature et forme des entreprises

L'Insee définit l'entreprise comme « une unité économique, juridiquement autonome, organisée pour produire des biens ou des services pour le marché ». Cette définition, de nature administrative, doit être explicitée et précisée. À cet effet, il convient de croiser différents critères pour décrire ce que sont les entreprises aujourd'hui.

Les entreprises dans la théorie économique

Aussi étrange que cela puisse paraître, les économistes sont longtemps restés indifférents à la façon dont les entreprises étaient organisées, privilégiant dans leur approche la figure de l'entrepreneur. Il faut attendre l'article de Ronald Coase, en 1937, pour que l'on s'interroge sur la nature des entreprises – c'est d'ailleurs le titre même de son article². En effet, dans la théorie microéconomique standard, c'est le marché qui coordonne les actions des agents. Quel rôle attribuer dans ce cadre aux structures collectives, au premier rang desquelles les entreprises ? Pour Coase, la raison d'être des entreprises tient à l'existence de coûts qui font obstacle à certaines transactions de marché. Ces coûts peuvent être classés en trois catégories : les coûts de recherche et d'information (trouver le meilleur rapport qualité-prix), les coûts de négociation et de décision (parvenir à un accord entre acheteur et vendeur) et les coûts de surveillance et d'exécution (vérifier que le vendeur respecte les termes du contrat). Lorsque ces coûts sont élevés, les mécanismes de marché ne fonctionnent pas de manière satisfaisante. L'organisation de ces transactions au sein d'une institution hiérarchique, telle qu'une entreprise, peut alors se révéler plus efficace. Ainsi, marché et entreprises sont deux formes alternatives et complémentaires de coordination des activités de production. Par exemple, une entreprise ayant besoin de boulons a le choix entre les acheter sur le marché – ce qui implique de trouver un sous-traitant, de négocier un contrat et de payer le prix de marché de ces boulons – ou les produire elle-même – ce qui implique d'embaucher des salariés, de les former, d'acheter des machines et alourdit l'organisation de l'entreprise. Face à cette alternative, l'entreprise choisira l'option la moins coûteuse. Les travaux de Coase ont donné naissance, à partir des années 1970, à la théorie des organisations³ et lui ont valu le prix Nobel d'économie en 1991. L'analyse économique reconnaît désormais le rôle clé joué par les entreprises.

Les entreprises en France : un ensemble hétérogène

En France, en 2006, on compte (hors exploitations agricoles et sociétés financières) près de trois millions d'entreprises. Chaque année, en moyenne depuis 2000, plus de 250 000 entreprises nouvelles sont créées et 40 000 disparaissent. Ces entreprises forment un ensemble très hétérogène. Elles diffèrent par leur type d'activité, leur taille et leur objectif.

Le secteur économique et le secteur d'activité. Les trois grands secteurs économiques sont le secteur primaire (agriculture, sylviculture, extraction minière), le secteur secondaire (industrie, bâtiment et travaux publics) et le secteur tertiaire (services). Dans tous les pays développés, le secteur tertiaire est le principal secteur économique, tant en termes d'emplois qu'en termes de richesse créée.

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

3. Cf. C. Ménard (2004), *L'Économie des organisations*, La Découverte, coll. « Repères ».

Le secteur d'activité regroupe l'ensemble des entreprises ayant la même activité principale : il permet un découpage plus fin. Ainsi, en France, l'Insee distingue une quinzaine de secteurs d'activité qui vont de l'industrie automobile aux services aux entreprises, en passant par l'énergie ou les transports.

La taille. Suivant la typologie proposée par la Commission européenne, il est d'usage de distinguer :

- les microentreprises : moins de dix salariés, dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan est inférieur à deux millions d'euros ;
- les petites entreprises : entre dix et 49 salariés, dont le chiffre d'affaires annuel ou le total du bilan est inférieur à dix millions d'euros ;
- les entreprises moyennes : entre 50 et 249 salariés, dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 millions d'euros par an ou le total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ;
- les grandes entreprises : 250 salariés et plus ou dont le chiffre d'affaires est supérieur ou égal à 50 millions d'euros par an et le total du bilan supérieur ou égal à 43 millions d'euros.

Plus de la moitié des entreprises n'emploient aucun salarié, et plus de neuf entreprises sur dix ont moins de dix salariés. À l'opposé, 0,2 % des entreprises, les plus grandes, emploient un tiers des salariés et réalisent plus de la moitié de la valeur ajoutée nationale.

Les grandes entreprises sont souvent constituées sous forme de groupes. Un groupe est un ensemble d'entreprises dont l'une d'entre elles, la société mère (ou « tête de groupe »), contrôle, directement ou indirectement, toutes les autres sans être elle-même contrôlée. On recense environ 35 000 groupes en France, dont 5 % de plus de 500 salariés⁴.

Le but. Cet ouvrage s'intéresse essentiellement aux entreprises privées à but lucratif, qualifiées parfois d'entreprises capitalistes. Il existe cependant deux autres types d'entreprises :

- Les *entreprises à but non lucratif* qui regroupent les mutuelles, les coopératives, les associations et les fondations et qui relèvent de ce que l'on appelle l'économie sociale.
- Les *entreprises publiques*, sur lesquelles l'État peut exercer, directement ou non, une influence dominante. Pour ce faire, il dispose de la majorité du capital ou de la majorité des voix. Historiquement, en France, le poids des entreprises publiques est important, même s'il baisse depuis 20 ans. La France a connu, en effet, deux grandes vagues de nationalisation : la première à la Libération ; la seconde consécutive à la victoire de la gauche aux élections présidentielles de 1981. Depuis, plusieurs phases de privatisation ont contribué à réduire très fortement le nombre d'entreprises publiques. En 2005, l'État contrôle, directement ou non, 1 143 entreprises qui emploient 864 000 salariés, soit 4 % de l'emploi salarié total en France.

La suite du chapitre et l'essentiel des développements de cet ouvrage traiteront exclusivement du cas des entreprises privées à but lucratif – que l'on qualifiera simplement d'entreprises. En effet, les entreprises à but non lucratif et les entreprises publiques n'ont pas pour objectif

4. En 2006, les dix plus grands groupes français (chiffre d'affaires en milliards d'euros ; effectifs en milliers) sont : Total (143 ; 113), Carrefour (74 ; 436), PSA Peugeot Citroën (56 ; 208), EDF (51 ; 162), France Télécom (49 ; 203), Suez (41 ; 209), Renault (41 ; 127), Saint-Gobain (35 ; 200), Groupe Auchan (34 ; 175) ; Les Mousquetaires (30 ; 112).

premier la maximisation du profit et répondent à des logiques différentes dont la présentation dépasse le cadre de ce manuel.

La forme juridique. Les entreprises privées à but lucratif partagent le même objectif, mais elles n'ont pas toutes la même forme juridique. On distingue ainsi en France : l'entreprise individuelle, la société en nom collectif, la société en commandite, la société à responsabilité limitée et la société anonyme⁵. Un critère essentiel pour caractériser les différents types d'entreprises est le degré de responsabilité de leurs propriétaires vis-à-vis des dettes de l'entreprise. On distingue, en effet, deux cas :

- Le ou les propriétaires sont responsables des dettes de l'entreprise sur leurs biens propres. Autrement dit, si l'entreprise fait défaut sur un emprunt – si elle est incapable de payer les intérêts ou de rembourser le capital –, les créanciers peuvent se retourner contre son ou ses propriétaires (et le feront !) ; ce ou ces derniers seront tenus de rembourser les dettes de l'entreprise sur leur patrimoine personnel. Ainsi, même si l'un des associés n'a investi que 1 000 € dans l'entreprise, par exemple, cela ne l'empêchera pas de devoir rembourser le cas échéant l'intégralité des dettes de l'entreprise, fussent-elles d'un montant de plusieurs millions d'euros.
- La responsabilité des propriétaires est limitée au montant de leur apport. Au pire, ceux-ci ne perdent que ce qu'ils ont investi dans l'entreprise.

Tableau 1.1 - Répartition des entreprises en France selon leur forme juridique (en 2004)

	Nombre d'entreprises en % du total	Nombre de personnes occupées en % du total	Valeur ajoutée en % du total
Entreprises individuelles	59,1 %	27,2 %	21,1 %
SNC	0,9 %	1,1 %	1,5 %
SARL (dont EURL)	33,1 % (4,4 %)	42,2 % (4,2 %)	42,4 % (3,7 %)
SA (dont SAS)	5,1 % (2,2 %)	27,0 % (12,2 %)	34,2 % (15,4 %)
Sociétés en commandite et autres	1,8 %	2,5 %	4,6 %

Source : www.pme.gouv.fr.

5. Il existe en France de nombreuses autres formes juridiques d'entreprises, plus rares. Citons notamment les groupements d'intérêts économiques (GIE) et les sociétés d'exercice libéral (SEL). Le GIE est une structure, à mi-chemin entre l'association et la société, qui permet à des entreprises déjà constituées de mettre en commun leurs moyens pour favoriser leur développement. C'est le cas par exemple des commerçants d'une galerie marchande, de petites entreprises qui regroupent leurs efforts en termes de recherche et développement, etc. Les SEL permettent à ceux qui exercent une profession libérale de bénéficier des avantages des sociétés de capitaux.

Les entreprises individuelles et les sociétés en nom collectif font partie de la première catégorie d'entreprises (c'est-à-dire à responsabilité illimitée), tandis que les sociétés à responsabilité limitée et les sociétés anonymes font partie de la seconde (c'est-à-dire à responsabilité limitée), les sociétés en commandite pouvant être considérées comme une forme hybride⁶.

Les **entreprises individuelles** (*sole proprietorship*), ou entreprises en nom personnel, sont détenues et gérées par une seule et même personne : il ne peut y avoir qu'un seul propriétaire. Ces entreprises n'ont pas de personnalité juridique. En d'autres termes, elles ne se distinguent pas de leur propriétaire-exploitant⁷. Ce dernier ne peut différencier ses biens personnels (sa voiture, son matériel hi-fi...) de ses biens professionnels (machines...).

Le principal atout de l'entreprise individuelle réside dans la simplicité de sa création. Ainsi, aucun capital minimal n'est exigé pour sa création. Son principal inconvénient est évidemment l'absence de séparation entre l'entreprise et l'entrepreneur. Le propriétaire a une responsabilité illimitée concernant les dettes de l'entreprise⁸. Enfin, la durée de vie de l'entreprise individuelle est limitée à celle de son propriétaire et le transfert de propriété est très difficile à organiser.

Cette forme juridique est généralement celle de très petites entreprises, avec peu ou pas de salariés. Près de 60 % des entreprises françaises sont des entreprises individuelles. Pourtant, elles n'emploient qu'un quart des personnes occupées et ne produisent qu'un cinquième de la valeur ajoutée.

Les commerçants, les artisans, les professions libérales ou les exploitants agricoles optent souvent pour l'entreprise individuelle. Mais cette forme juridique est de plus en plus délaissée au profit des sociétés à responsabilité limitée. Ainsi, en 2006, les entreprises individuelles représentent 53 % des créations d'entreprise en France, contre 47 % pour les sociétés. Le chiffre était environ de deux tiers en faveur des entreprises individuelles 15 ans plus tôt.

Les **sociétés en nom collectif** (*partnership*) s'apparentent aux entreprises individuelles, à ceci près qu'il y a au minimum deux propriétaires. La SNC est l'exemple type de la société de personnes : la confiance entre les associés est essentielle. Tous les associés sont, en effet, indéfiniment et solidairement responsables des dettes de l'entreprise : un créancier peut ainsi demander à tout associé de rembourser l'intégralité de la dette de l'entreprise.

Toutes les décisions importantes sont donc prises à l'unanimité des associés. Le capital des SNC est composé de parts sociales qui ne peuvent être cédées qu'avec le consentement de tous les associés. Le partenariat s'achève dès que l'un des associés décède ou se retire. Les associés peuvent toutefois éviter la liquidation de l'entreprise si ses statuts prévoient des solutions, tel le rachat des parts par les associés restants.

En principe, tous les associés sont gérants. Mais il se peut qu'un ou plusieurs d'entre eux soient désignés comme tels (on distingue alors les associés gérants et les associés non-gérants). Les

-
6. D'un point de vue juridique, la distinction se situe plus entre les sociétés de personnes – où la personnalité des associés (*l'intuitu personæ*) est mise en avant – et les sociétés de capitaux. Les sociétés en nom collectif et les sociétés en commandite font partie de la première catégorie, les sociétés anonymes font partie de la seconde. Les SARL sont, quant à elles, qualifiées de sociétés mixtes dans la mesure où elles combinent certaines caractéristiques des sociétés de personnes et des sociétés de capitaux.
 7. D'ailleurs, l'entreprise individuelle n'existe pas aux yeux de la loi, qui ne reconnaît que l'entrepreneur. Elle n'a donc pas de statut juridique, ni de personnalité morale.
 8. Le propriétaire de l'entreprise peut toutefois, au terme d'une procédure nécessitant notamment un acte notarié, déclarer sa résidence principale insaisissable au titre des dettes constituées à l'occasion de son activité professionnelle.

associés peuvent aussi nommer un tiers de confiance comme gérant. Le gérant, quel qu'il soit, a tous les pouvoirs de gestion et d'administration, mais il doit agir dans l'intérêt de la société et en conformité avec son objet social, tel que défini par les statuts.

Tout comme pour l'entreprise individuelle, un des avantages des SNC est qu'aucun capital minimum n'est exigé. Mais, dans la plupart des cas, cela ne suffit pas à compenser l'inconvénient que représente l'absence de séparation entre l'entreprise et ses propriétaires. Certaines entreprises conservent malgré tout le statut d'entreprise individuelle ou de SNC, notamment quand leur activité dépend de la personne et de la réputation du ou des propriétaires. Les cabinets juridiques ou médicaux ou encore les cabinets d'audit, par exemple, sont souvent organisés en SNC. Ces dernières représentent à peine 1 % des entreprises en France et ne contribuent qu'à hauteur de 1,5 % à la valeur ajoutée nationale.

Les sociétés en commandite (*limited partnership*) sont composées de deux catégories d'associés : les commandités et les commanditaires (il faut au moins un associé commandité et un associé commanditaire)⁹.

- Les associés commandités (*general partners*) ont les mêmes droits et obligations que dans une SNC – ils sont personnellement et solidairement responsables sur leurs biens propres des dettes contractées par l'entreprise.
- En revanche, les associés commanditaires (*limited partners*) ne sont responsables des dettes de la société qu'à concurrence de leur apport en capital. Autrement dit, leurs biens personnels ne peuvent pas être utilisés pour rembourser les dettes de l'entreprise. En outre, le décès ou le retrait d'un associé commanditaire n'entraîne pas la dissolution de la société dans la mesure où le transfert des parts de l'entreprise est possible¹⁰. Les associés commanditaires ne participent pas directement à la gestion de l'entreprise.

Les risques et les profits sont donc partagés entre des associés gestionnaires qui engagent leur nom, leur réputation et la totalité de leurs biens personnels et des bailleurs de fonds anonymes, intéressés aux profits, mais qui ont relativement peu d'influence sur la gestion de l'entreprise. Dans la mesure où cette forme juridique de société permet aux dirigeants historiques de conserver le contrôle de la société, tout en leur laissant la possibilité de faire appel à des capitaux extérieurs, la société en commandite peut être considérée comme une forme juridique efficace pour prévenir les offres publiques d'achat hostiles. En France, Michelin et Lagardère, par exemple, sont des sociétés en commandite : cela permet de garantir le contrôle de l'entreprise par la famille fondatrice tout en ouvrant l'entreprise à des capitaux externes. Malgré tout, cette forme juridique est très peu représentée en France.

Une société à responsabilité limitée (SARL), comme son nom l'indique, est une société où les associés (entre 1 et 100) sont responsables à concurrence de leur apport¹¹. Les SARL

9. Les premières sociétés en commandite sont apparues dès la Rome antique.

10. Juridiquement, on distingue les sociétés en commandite simple (SCS) et les sociétés en commandite par actions (SCA). Dans le cas des SCS, il est *a priori* plus difficile de céder ses parts de commandite ; dans le cas des SCA, les associés commanditaires sont assimilables à de simples actionnaires.

11. Les premières sociétés à responsabilité limitée sont nées en Allemagne, en 1893, sous le nom de *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH). Elles existent en France depuis 1925. L'équivalent en Belgique de la SARL est la société de personnes à responsabilité limitée (SPRL). Au Royaume-Uni ou au Canada, on parle de *Private Limited (Ltd) Company*. Aux États-Unis, cette forme juridique n'existe que depuis 1977 avec la création des *Limited Liability Companies* (LLC). Les LLC ne représentent que 3 % des entreprises américaines et ne génèrent que 2 % des revenus.

bénéficient de la personnalité morale. Il n'y a pas de montant minimal pour le capital social. Celui-ci est divisé en parts non cessibles librement. Autrement dit, ces parts ne peuvent pas s'échanger sur un marché boursier.

Pour faciliter la création des petites entreprises, une variante de la SARL a été introduite en France en 1985. Il s'agit de l'**entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL)**. Comme l'entreprise individuelle, l'EURL n'est détenue et gérée que par une seule personne, le chef d'entreprise, mais celui-ci n'est pas responsable sur ses biens propres des dettes de l'entreprise : sa responsabilité est limitée au seul capital investi dans l'entreprise. Les frais de constitution sont cependant plus élevés que dans le cas d'une entreprise individuelle.

Un tiers environ des entreprises en France sont organisées sous forme de SARL (avec moins de 5 % d'EURL). Ces entreprises emploient plus de 40 % des personnes occupées et contribuent pour plus de 40 % à la valeur ajoutée nationale.

En France, le Code de commerce officialise en 1807 les **sociétés anonymes** et plus largement les sociétés de capitaux. Afin de protéger les créanciers, elles sont alors soumises à une autorisation préalable. Il faut attendre la fin du XIX^e siècle et la suppression de cette autorisation pour que cette forme juridique se popularise¹².

La SA dispose de la personnalité morale : c'est une entité légale distincte et séparée de ses propriétaires. À ce titre, elle peut signer des contrats, acquérir des biens, contracter des emprunts, etc. Les associés, c'est-à-dire les **actionnaires (shareholders)**, sont au minimum sept (il n'y a pas de maximum) et ne sont responsables des pertes de l'entreprise que dans la limite de leur apport : ils ne sont aucunement liés aux engagements de l'entreprise qui en est seule responsable. Inversement, la société n'est pas responsable des dettes de ses propriétaires. Les SA sont généralement de grandes entreprises. Le capital minimum des SA est de 37 000 €, mais il monte à 225 000 € si la société décide de faire appel public à l'épargne, autrement dit, si elle propose ses titres à la vente au grand public (voir chapitre 23).

La SA est l'exemple type de la **société par actions**¹³. Le capital de l'entreprise est divisé en actions. Il n'y a aucune limite au nombre d'actionnaires. Par ailleurs, il n'existe aucune contrainte concernant le porteur des titres : devenir propriétaire de parts d'une société par actions ne nécessite aucune expertise ni qualification particulière. Les actionnaires ont droit à des **dividendes**, qui sont prélevés sur le bénéfice de la société. Ces dividendes rémunèrent leur participation au capital et leur prise de risque. Généralement, ces dividendes sont versés au *prorata* des titres détenus. Par exemple, un actionnaire détenant 5 % des parts de la société recevra 5 % du total des dividendes versés¹⁴.

Les principales décisions concernant l'entreprise (approbation des comptes, affectation des résultats, modification du capital social...) sont prises par un vote des actionnaires réunis

-
- 12. L'équivalent de la SA au Royaume-Uni est la *Public Limited (Ltd) Company*. Aux États-Unis, on parle simplement de *corporation*.
 - 13. La société en commandite par actions et la société par actions simplifiée (SAS) entrent également dans cette catégorie. La SAS, créée en 1994, est à mi-chemin entre les sociétés de personnes et les sociétés de capitaux ; à ce titre, elle se rapproche de la SARL. Cette nouvelle forme juridique est d'ailleurs très prisée des entreprises moyennes. Par ailleurs, la SAS peut n'avoir qu'un seul associé, mais, dans tous les cas, l'appel public à l'épargne est interdit.
 - 14. Sauf cas particulier, comme les *actions à dividende prioritaire*.

en assemblée générale. En général, à chaque action est associée un seul droit de vote. Dans ce cas, l'actionnaire détenant 5 % des parts de la société détient aussi 5 % des droits de vote¹⁵.

Les actions de la société sont librement échangeables. Cela constitue un atout considérable par rapport aux autres types d'entreprises (SARL, etc.). Les sociétés par actions n'ont pas d'équivalent lorsqu'il s'agit de réunir des capitaux très importants. Ainsi, même si les frais de constitution des sociétés anonymes sont relativement importants, ces coûts pèsent peu pour une grande entreprise face aux avantages que les actionnaires retirent de la responsabilité limitée et de la possibilité de céder librement leurs actions.

Aujourd'hui, les sociétés par actions ont un poids économique considérable. Elles représentent à peine plus de 5 % des entreprises en France, mais elles emploient plus d'un quart des personnes occupées et sont responsables de la création d'un tiers de la valeur ajoutée totale. Aux États-Unis, le poids des sociétés par actions est encore plus important : elles forment 20 % des entreprises américaines, mais génèrent 85 % des revenus. Pour ne prendre que deux exemples, Total, la plus grande entreprise française en 2008, exerce ses activités dans plus de 130 pays et compte près de 100 000 salariés ; son chiffre d'affaires en 2006 était supérieur à 150 milliards d'euros pour un bénéfice de 12 milliards d'euros. Microsoft employait en 2006 plus de 60 000 personnes pour un chiffre d'affaires de près de 45 milliards de dollars et un bénéfice de 16,5 milliards de dollars. À titre de comparaison, les chiffres d'affaires de Total et de Microsoft les placent respectivement au 35^e rang (au niveau du Portugal) et au 63^e rang (entre la Libye et l'Angola) dans la liste des pays les plus riches (sur plus de 180 pays).

La fiscalité des sociétés par actions. Une différence importante entre les différentes formes juridiques d'entreprises concerne les règles fiscales auxquelles elles sont assujetties, c'est-à-dire la manière dont elles sont imposées. Une société par actions étant une entité légale à part entière, ses profits font l'objet d'une imposition distincte de celle de ses propriétaires. Autrement dit, les actionnaires sont doublement imposés : la société paie des impôts sur ses bénéfices puis, le cas échéant, les actionnaires paient à leur tour des impôts sur les dividendes qu'ils reçoivent.

Il existe dans la plupart des pays des mesures visant à alléger les effets de cette double imposition. Ainsi, en France, depuis 2008, les ménages ont deux options¹⁶ :

- Ils peuvent intégrer les dividendes reçus dans leur revenu imposable. Les dividendes sont alors soumis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) suivant un barème progressif (taux marginal d'imposition de 5,5 %, 14 %, 30 % et 40 %), après un abattement de 40 % du montant des dividendes et un abattement fixe de 1 525 € par personne (3 050 € pour un couple marié ou pacifié).
- Ils peuvent également opter pour un prélèvement forfaitaire libératoire (PFL) de 18 %¹⁷, auquel s'ajoutent 11 % de prélèvements sociaux, soit un taux d'imposition de 29 %.

15. Certains titres, comme les *actions à droit de vote double*, permettent toutefois de déroger au principe « une action, une voix ». L'émission de ces titres est strictement encadrée (voir chapitre 28).

16. D'autres pays vont plus loin pour alléger la double imposition : ainsi, par exemple, en Finlande, en Norvège, en Australie, en Nouvelle-Zélande ou au Mexique, les revenus provenant de dividendes ne sont pas assujettis à l'impôt.

17. Ce prélèvement forfaitaire libératoire de 18 % peut s'appliquer également aux produits de placement à revenu fixe (les obligations notamment).

Compte tenu des abattements dans le cas de l'IRPP, le choix du prélèvement forfaitaire libératoire n'est vraiment avantageux que pour les contribuables soumis au taux maximal de l'IRPP, soit 40 %, et qui touchent plusieurs dizaines de milliers d'euros de dividendes.

La double imposition des sociétés par actions

Problème

Tatol a réalisé un bénéfice, avant impôt, de 6 € par action. Les actionnaires ont voté en assemblée générale une distribution de 100 % du bénéfice après impôt. Le taux d'imposition sur les sociétés est de 33,33 %. Quelle est la somme perçue, après impôts, par un actionnaire qui choisit le PFL ?

Solution

L'entreprise paie d'abord l'impôt sur ses bénéfices : elle doit donc payer $6 \times 1/3 = 2$ € par action. Elle verse ensuite 4 € par action à ses actionnaires. Les actionnaires qui optent pour le PFL doivent payer $29\% \times 4 = 1,16$ € d'impôt par action. Il leur reste ainsi $4 - 1,16 = 2,84$ € par action, ce qui représente un taux global de prélèvement obligatoire de $(6 - 2,84) / 6 = 53\%$.

1.2 Propriété et contrôle d'une société par actions

Contrairement au cas de l'entreprise individuelle, où le propriétaire est également dirigeant de l'entreprise, la propriété et le contrôle des sociétés par actions sont le plus souvent distincts. Le contrôle de l'entreprise échoit au conseil d'administration (*board of directors*) et aux dirigeants plus qu'aux propriétaires de l'entreprise. Comment les responsabilités sont-elles réparties au sein d'une société par actions ?

Qui dirige une société par actions ? Les actionnaires d'une entreprise exercent leur contrôle en élisant, en assemblée générale, les membres qui siégeront au **conseil d'administration** (CA). Ces derniers, qualifiés d'**administrateurs**, sont au minimum trois et au maximum 18. Ils sont chargés de contrôler la société pour le compte de tous les actionnaires. Les droits de vote sont généralement proportionnels au nombre d'actions détenues (suffrage censitaire) : plus un actionnaire a d'actions de la société, plus il a de pouvoir. Quand un ou deux actionnaires détiennent une large part des actions en circulation, ils peuvent eux-mêmes siéger au CA ou en nommer certains membres. Les membres du CA sont parfois rémunérés par des jetons de présence.

Le CA détermine les règles de fonctionnement de l'entreprise, définit sa politique générale et surveille ses performances. Il désigne le **directeur général** (*chief executive officer*, CEO) à qui il délègue la plupart des décisions impliquant la gestion de l'entreprise au quotidien. Le directeur général et les cadres dirigeants sont chargés de diriger l'entreprise en mettant en œuvre la stratégie et les règles édictées par le CA. Le CA a néanmoins voix au chapitre pour les décisions les plus importantes. Lorsqu'il s'agit de grandes entreprises, il n'est pas rare que le CA crée en son sein un ou plusieurs comités dédiés aux questions de rémunérations, d'audit des comptes, de fusions et acquisitions...

La séparation des pouvoirs entre le CA et le directeur général n'est pas forcément de mise : il n'est pas rare que ce dernier soit également président du CA (*chairman of the board*) – il a alors le titre de **président-directeur général** (PDG). C'était même la norme en France, avant la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) votée en 2001. Cette loi a introduit la possibilité d'une dissociation entre les fonctions de directeur général et de président du CA, laissant aux sociétés françaises le choix entre la formule traditionnelle de président-directeur général ou cette nouvelle formule¹⁸. Le groupe L'Oréal, par exemple, a opté pour la dissociation des fonctions : depuis 2006, Lindsay Owen-Jones, jusque-là PDG du groupe, n'est plus que président du CA, la direction générale de l'entreprise étant aux mains de Jean-Paul Agon. De même, Jean-Louis Beffa n'est plus depuis 2007 PDG de Saint-Gobain mais président du CA.

Les sociétés par actions peuvent également adopter, si elles le souhaitent, une structure duale – à l'allemande – avec un directoire composé de deux à sept membres qui assure la fonction exécutive et un conseil de surveillance qui se réunit au minimum de façon trimestrielle et contrôle la société. Les membres du directoire ne peuvent pas faire partie du conseil de surveillance, ni du directoire d'une autre entreprise. M6, Safran ou Schneider Electric, par exemple, sont des sociétés à directoire et conseil de surveillance.

En juillet 2007, parmi les 40 plus grandes entreprises françaises (composant l'indice CAC 40), 19 conservent un PDG, 12 ont opté pour une dissociation des fonctions de directeur général et de président du CA et sept ont une structure duale ; les deux entreprises restantes sont des sociétés en commandite.

Le conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. En théorie, les objectifs de l'entreprise sont déterminés par ses propriétaires. Dans le cas d'une entreprise individuelle, il n'y a pas de séparation entre le propriétaire et le dirigeant de l'entreprise. Les objectifs de l'entreprise sont donc évidemment les mêmes que ceux du propriétaire. Dans le cas d'une société par actions, où les propriétaires sont nombreux, les choses sont plus complexes.

Beaucoup de sociétés ont des milliers, voire des millions d'actionnaires – soit autant de propriétaires – et, d'un actionnaire à l'autre, les intérêts et les priorités peuvent diverger. Lesquels prendre en compte ? Cette question sera examinée en détail un peu plus tard. Pour le moment, nous considérons que les intérêts de tous les actionnaires coïncident, ce qui est le plus souvent le cas.

Même si tous les propriétaires s'accordent sur les objectifs de l'entreprise, encore faut-il que cette dernière cherche effectivement à les atteindre. Dans le cas d'une société par actions, comment les propriétaires peuvent-ils s'assurer que les dirigeants de l'entreprise viseront bien les objectifs qui leur ont été fixés ?

Le problème principal-agent. On peut tout à fait craindre, en raison de la séparation entre la propriété et le contrôle de la société, que les dirigeants n'agissent pas vraiment dans l'intérêt des propriétaires et préfèrent poursuivre leurs propres intérêts. Ce type de problème est qualifié par les économistes de **problème principal-agent**, ou de problème d'agence. La façon la plus courante de résoudre ce problème consiste à aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des propriétaires de l'entreprise. Pour ce faire, les actionnaires peuvent proposer

18. Au départ, cette loi prévoyait de rendre obligatoire la dissociation entre le directeur général et le président du CA. Au final, à l'instar des États-Unis, la séparation des pouvoirs est discrétionnaire.

aux dirigeants des contrats de rémunération incitatifs : par exemple, en leur promettant des primes liées aux profits de l'entreprise ou à sa valeur boursière. Cette stratégie a cependant ses limites : en reliant trop fortement la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, ces derniers peuvent être incités à prendre plus de risques, prenant des décisions n'allant pas nécessairement dans le sens souhaité par les actionnaires. Par ailleurs, des dirigeants talentueux peuvent tout simplement refuser le poste si le contrat de rémunération proposé par les actionnaires est, de leur point de vue, trop contraignant ou trop risqué.

Les performances du dirigeant. Un des moyens à la disposition des actionnaires pour que les dirigeants prennent bien en compte leurs intérêts consiste simplement à faire pression sur eux. En théorie, si les actionnaires ne sont pas satisfaits des performances du dirigeant, ils peuvent faire pression sur le CA pour que le dirigeant soit licencié. Mais, en pratique, il est rare que les dirigeants soient poussés vers la sortie suite à une fronde de « petits » actionnaires. Aussi, les actionnaires mécontents choisissent-ils souvent de vendre leurs actions (c'est ce que l'on appelle « voter avec ses pieds », par opposition au vote en assemblée générale). Si les actionnaires sont nombreux à agir de la sorte, le prix de l'action chute. À l'inverse, lorsqu'une société est bien gérée, les investisseurs sont nombreux à vouloir acheter des actions de celle-ci, ce qui exerce une pression à la hausse sur le cours boursier. Globalement, le prix des actions peut donc être considéré comme un baromètre permettant d'évaluer les dirigeants, puisqu'il reflète l'opinion des actionnaires sur la performance de l'entreprise.

Que se passe-t-il si le CA, malgré les piétres performances de l'équipe dirigeante, s'évertue à lui accorder sa confiance, par exemple parce que les membres du CA sont des amis proches du dirigeant ? Dans ce cas, il est très probable que le cours de la Bourse baissera au fil du temps, ce qui exposera l'entreprise à une **offre publique d'achat hostile** (*hostile takeover*). Un ou plusieurs investisseurs – qualifiés de *raiders* – peuvent alors acheter un grand nombre d'actions et, ce faisant, acquérir suffisamment de droits de vote pour obtenir le remplacement des membres du CA ainsi que de l'équipe dirigeante. Les *raiders* estiment qu'avec une nouvelle équipe dirigeante, plus efficace et plus dévouée aux actionnaires, les actions seront plus attractives, ce qui fera augmenter le cours boursier – au bénéfice du *raider* à l'origine de l'opération (mais également des autres actionnaires). Malgré la connotation négative généralement attachée à ces opérations « hostiles », les *raiders* rendent en fait un grand service aux actionnaires. D'ailleurs, la simple menace d'une attaque hostile est souvent suffisante pour inciter les dirigeants à être plus performants et le CA à prendre des décisions difficiles, le cas échéant. En conséquence, le simple fait que les actions de la société soient librement échangeables en Bourse crée ce qu'on peut appeler un « marché du contrôle des entreprises » (*market for corporate control*) qui incite les dirigeants et le CA à agir dans l'intérêt des actionnaires.

La faillite d'une entreprise. Quand une société par actions est incapable d'honorer ses engagements (c'est-à-dire qu'elle ne peut pas rembourser sa dette ou payer les intérêts), les créanciers de l'entreprise se voient accorder des droits spécifiques (de contrôle, d'inspection, etc.) pour leur permettre de défendre leurs intérêts. En dernier recours, les créanciers sont autorisés à saisir ses actifs à titre de compensation. Afin d'éviter une telle situation, les dirigeants ont la possibilité de réorganiser l'entreprise et de renégocier sa dette avec les créanciers.

Le fait qu'une entreprise rencontre des difficultés financières n'aboutit pas nécessairement à sa liquidation, qui implique la cessation de l'activité et la vente des actifs. Les créanciers

ont souvent intérêt à accepter une réorganisation de l'entreprise pour qu'elle continue à fonctionner. Et même si le contrôle passe dans les mains des créanciers, il peut être dans leur intérêt de maintenir l'activité et de restructurer l'entreprise.

Il existe donc deux types d'investisseurs : ceux qui détiennent des titres de propriété et ceux qui détiennent des titres de dettes. Aussi longtemps que l'entreprise satisfait ses obligations vis-à-vis de ses créanciers, la propriété reste dans les mains des porteurs d'actions. Si en revanche l'entreprise ne respecte pas ses engagements vis-à-vis des créanciers, alors, ceux-ci peuvent prendre le contrôle de la firme. On doit finalement considérer la faillite d'une entreprise comme un *changement de propriété* et non pas nécessairement comme une cessation d'activité (voir chapitre 16).

1.3. Les marchés boursiers

Un des principaux atouts des sociétés par actions est qu'elles peuvent facilement faire appel public à l'épargne. Les plus grandes d'entre elles peuvent, si elles le souhaitent, se faire cotier en Bourse. Être coté en Bourse est coûteux, mais les actionnaires en retirent un grand avantage. Ils peuvent, en effet, plus facilement céder leurs actions : celles-ci sont plus *liquides*.

En 2006, près de sept millions d'actionnaires individuels détenaient en France en direct des actions de sociétés cotées, ce qui représente 15 % des Français de plus de 15 ans (deux fois plus qu'il y a 20 ans).

Les premiers marchés boursiers*

Entre le XI^e et XIII^e siècle, plusieurs centres financiers voient le jour en Italie (Pise, Venise, Florence, Gênes) et en Espagne (Valence, Barcelone). Mais les premières Bourses apparaissent au XV^e siècle au nord de l'Europe. En 1409, c'est la naissance de la Bourse de Bruges. L'étymologie du mot bourse viendrait d'ailleurs du nom d'un bâtiment construit à Bruges par la famille Van der Burse près duquel se déroulaient les premières transactions (les armoiries de la famille représentaient trois bourses pleines d'or). En 1460, c'est la naissance de la Bourse d'Anvers. Un bâtiment spécifiquement consacré aux transactions financières est achevé en 1531 ; sur le fronton, on pouvait y lire : « *Ad usum mercatorum cujusque gentis ac linguae* » [À l'usage des marchands de tous les pays et de toutes les langues]. En 1530, c'est la naissance de la Bourse d'Amsterdam ; le bâtiment est achevé en 1631.

Cette Bourse préfigure véritablement des Bourses modernes et va connaître un formidable développement entre le XVII^e et la fin du XVIII^e siècle. Les volumes de transaction sont alors très importants. Pour la première fois, des « petits épargnants », installés dans les nombreux cafés jouxtant la Bourse, peuvent prendre part au « jeu ». Jamais auparavant la frénésie qui entoure les marchés n'avait connu une telle ampleur. Les investisseurs rivalisent d'ingéniosité et les instruments financiers négociés sont déjà sophistiqués. En 1688, Joseph Penso de la Vega publie sous le titre *Confusion de confusiones* un ouvrage qui décrit précisément les pratiques financières en vigueur à la Bourse d'Amsterdam ; c'est le plus ancien ouvrage connu dont le sujet central est la Bourse. Y figurent notamment

des remarques sur l'utilisation (parfois abusive) de stratégies financières sophistiquées et hautement spéculatives dans lesquelles interviennent des options (voir chapitre 21) : on y explique par exemple comment « le hareng était vendu avant même qu'il n'ait été pêché ».

La naissance de la Bourse de Paris date de 1563 (la première Bourse en France est créée à Lyon en 1462). L'engouement y est, avec un peu de retard, le même qu'à Amsterdam. En 1807, Napoléon confie à Alexandre-Théodore Brongniart la construction d'un bâtiment spécifique : le palais Brongniart, qui s'inspire de temples grecs, est inauguré le 29 novembre 1826. À l'ouverture, 26 titres sont cotés. Il abrite la fameuse corbeille autour de laquelle les agents de change négociaient les transactions et sert de décor au célèbre roman d'Émile Zola, *L'Argent*. En 1900, plus de 800 titres français – actions et obligations – et près de 300 titres étrangers sont cotés quotidiennement à la Bourse de Paris.

* Sur l'histoire des marchés financiers, voir aussi Philippe Spieser et Loïc Belze (2005), *Histoire de la finance : le temps, le calcul, et les promesses*, Vuibert et Georges Gallais-Hamonno et Pierre-Cyrille Hautcoeur (2007), *Le Marché financier français au XIX^e siècle*, Publications de la Sorbonne.

Depuis la fin des années 1980, les Bourses ont connu de profondes mutations et, depuis 2000, le paysage boursier mondial s'est largement modifié¹⁹ : les Bourses ont aujourd'hui le statut d'*entreprises de marché* ; elles se livrent à une concurrence intense pour attirer à la fois les entreprises désireuses de se faire coter et les investisseurs. Cette concurrence pousse même ces entreprises de marché à lever des capitaux (quitte à se faire elles-mêmes coter en Bourse !) et à se rapprocher les unes des autres. Cette consolidation de l'activité implique que les Bourses ne sont plus des entités nationales, mais des firmes multinationales.

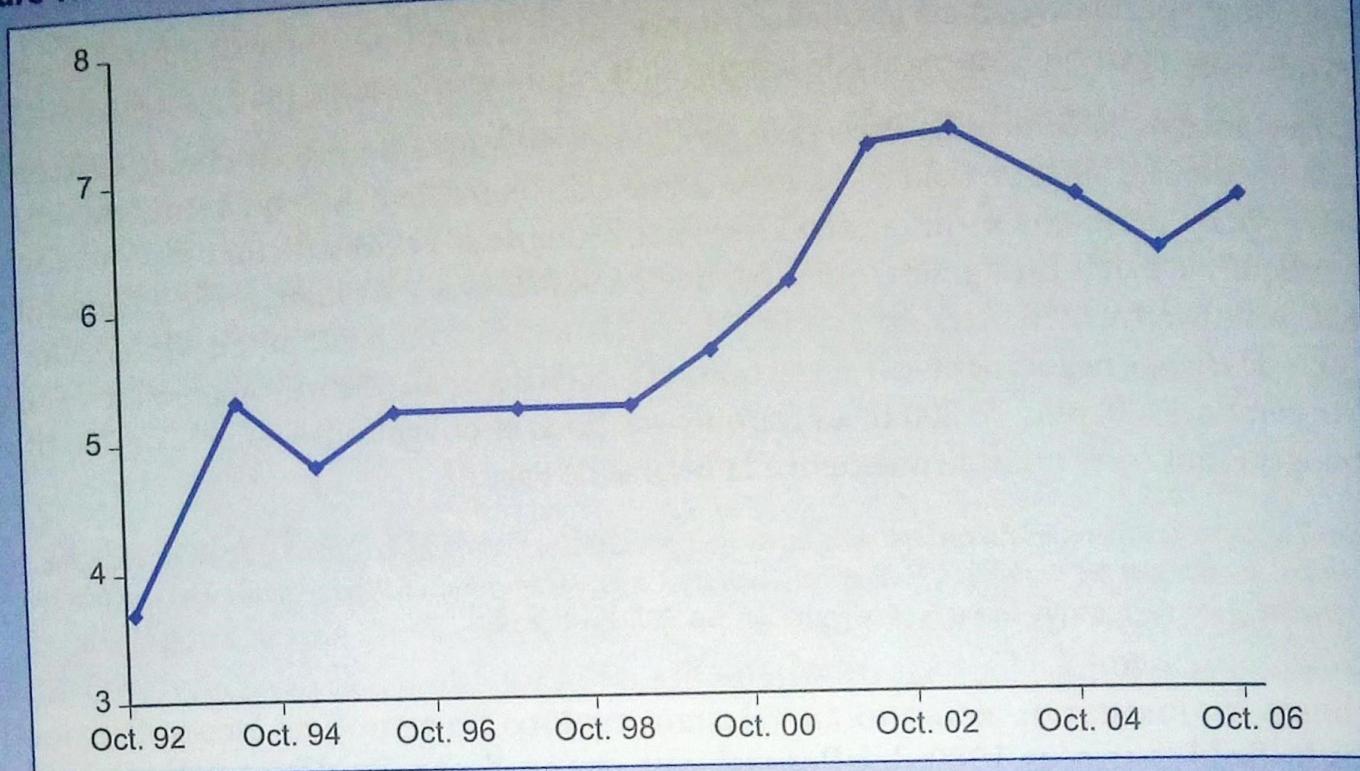
À ce titre, la création d'Euronext le 22 septembre 2000 a été un événement majeur : pour la première fois, trois Bourses de trois pays différents (Belgique, France, Pays-Bas) se sont rapprochées pour créer une seule et même « entreprise de marché ». En décembre 2001, au terme d'une OPA amicale, le LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*) a également rejoint Euronext suivi, en janvier 2002, par la Bourse portugaise. Enfin, dernier événement en date, le 1^{er} juin 2006, Euronext et le New York Stock Exchange (NYSE) ont annoncé leur fusion, créant ainsi la plus importante plate-forme boursière mondiale. La fusion est effective depuis l'introduction en Bourse de la société holding NYSE-Euronext le 4 avril 2007 ; les actions sont cotées à la fois à New York et à Paris.

Cette section présente brièvement les principales places boursières mondiales. La capitalisation boursière totale des entreprises domestiques cotées sur ces marchés, ainsi que le volume total des actions qui s'y échange, est représentée à la figure 1.2.

Euronext. Les actions des grandes entreprises françaises sont cotées sur Euronext, filiale du groupe NYSE Euronext. Euronext est un marché entièrement électronique : il n'existe pas de lieu physique où se déroulent les transactions. Auparavant, à Paris, les investisseurs se réunissaient autour de la corbeille, lieu central du palais Brongniart. Aujourd'hui, les investisseurs transmettent leurs ordres d'achat ou de vente d'actions par téléphone ou via des réseaux informatiques.

19. Cf. le rapport (disponible en ligne) de J. Hamon, B. Jacquillat et C. Saint-Étienne (2007), « Consolidation mondiale des Bourses », *Rapport du CAE*, 77, La Documentation Française.

Figure 1.1 - Évolution du nombre d'actionnaires de sociétés cotées en France (en millions)



Le nombre d'actionnaires individuels a presque doublé depuis le début des années 1990 pour atteindre pratiquement 7 millions fin 2006.

Euronext est un **marché dirigé par les ordres** (*order-driven market*). Cela signifie que tous les ordres d'achat et de vente sont centralisés et viennent s'accumuler dans un **carnet d'ordres** (*order book*) électronique.

Contrairement au marché des changes qui fonctionne 24 heures sur 24, les transactions sur les marchés boursiers ont lieu pendant les séances de Bourse (*trading sessions*). Sur Euronext, les ordres d'achat et de vente peuvent ainsi être transmis de 7 h 15 à 17 h 40 pour les titres les plus liquides.

- Entre 7 h 15 et 9 heures, période de préouverture, aucune transaction n'est autorisée ; les ordres s'accumulent et ne sont exécutés qu'à partir de 9 heures au cours de ce qu'on appelle le **fixing** d'ouverture. Au moment précis du fixing, les ordres d'achat et de vente sont confrontés pour déterminer le prix d'équilibre. Ce dernier est celui qui permet d'échanger le maximum de titres. Sont servis en premier les investisseurs les moins exigeants ; autrement dit ceux qui proposent d'acheter à un prix élevé et ceux qui proposent de vendre à un prix faible (si deux investisseurs proposent un prix identique, c'est la règle du premier arrivé, premier servi qui s'applique).
- Entre 9 heures et 17 heures, les actions sont cotées en *continu*, c'est-à-dire qu'une transaction est réalisée dès que deux ordres dans le carnet, de sens opposé, coïncident en termes de prix ; le prix fluctue donc au cours de la séance.
- Entre 17 h 30 et 17 h 35, période de préclôture, les ordres s'accumulent de nouveau et ils ne sont exécutés qu'à 17 h 35 au cours du fixing de clôture.

- Enfin, entre 17 h 35 et 17 h 40, il est possible d'acheter ou de vendre des titres au prix de clôture²⁰.

Les investisseurs qui souhaitent acheter ou vendre des actions sur Euronext disposent de plusieurs types d'**ordres de Bourse**²¹. De manière générale, sur les marchés dirigés par les ordres, on distingue principalement les ordres sans limite de prix et les ordres à cours limité :

- L'ordre sans limite de prix est immédiatement exécuté aux conditions du marché.
- L'ordre à cours limité comprend un prix maximum à l'achat ou un prix minimum à la vente. L'intérêt pour l'investisseur est de se garantir un prix d'achat plafond ou un prix de vente plancher. Le risque est toutefois que l'ordre ne soit pas exécuté, car pas assez compétitif par rapport aux ordres placés au même moment par d'autres investisseurs²².

Le New-York Stock Exchange (NYSE). La principale Bourse mondiale est la Bourse de New York créée le 17 mai 1792 et située à Wall Street, Manhattan. Le NYSE est le dernier grand marché à ne pas fonctionner entièrement de manière électronique : les échanges se font essentiellement sur le parquet. Le NYSE est un **marché dirigé par les prix** ou marché de contrepartie (*quote-driven market*). C'est-à-dire que les transactions s'organisent autour d'un intermédiaire : le **teneur de marché** (*market maker*). Dans le cas particulier du NYSE, ce teneur de marché est en situation de monopole : on l'appelle le *specialist*. Les investisseurs doivent nécessairement s'adresser à ce fournisseur officiel de liquidité. Celui-ci affiche en permanence un prix auquel il est disposé à vendre (*l'ask*) et un prix auquel il est disposé à acheter (*le bid*) une quantité donnée d'actions²³. Le prix acheteur (celui auquel le teneur de marché accepte de vendre) est, naturellement, toujours supérieur au prix vendeur (celui auquel le teneur de marché accepte d'acheter). La différence entre ces deux prix, à savoir la **fourchette de prix** (*bid-ask spread*), rémunère le teneur de marché. La fourchette est la contrepartie exigée pour assurer la liquidité du marché. La fourchette de prix constitue la composante implicite – et essentielle – des coûts de transaction payés par les investisseurs.

Quel que soit le mode de fonctionnement d'un marché boursier, qu'il s'agisse d'un marché dirigé par les ordres (comme Euronext) ou d'un marché dirigé par les prix (comme le NYSE), les investisseurs qui souhaitent une exécution immédiate de leurs ordres font donc face à des prix différents selon qu'ils achètent ou vendent leurs titres²⁴.

-
20. À noter que seuls les titres les plus liquides sont cotés en continu. Les autres s'échangent au cours de deux fixings, le premier à 10 h 30 et le second à 16 heures.
 21. Euronext diffuse sur son site Internet des documents pédagogiques sur les différents types d'ordres, ainsi que sur leurs avantages et leurs inconvénients respectifs.
 22. Les investisseurs qui passent des ordres à cours limité assurent la liquidité du marché en permettant à ceux qui cherchent une exécution rapide de leurs ordres de trouver immédiatement une contrepartie. En permanence, pour chaque titre on dispose, en effet, de deux prix : un prix auquel on peut acheter et un prix auquel on peut vendre immédiatement une certaine quantité (pas nécessairement la même) d'actions.
 23. En pratique, les prix affichés par les intermédiaires sont indicatifs : le teneur de marché peut très bien proposer un prix plus intéressant à son interlocuteur, i.e. à l'intérieur de la fourchette, notamment si les quantités sont importantes.
 24. Analyser les avantages et les inconvénients des différents modes de fonctionnement des marchés financiers est l'objet de la théorie de la microstructure des marchés. Pour une présentation, cf. A. Minguet (2003), *Microstructure des marchés d'actions*, Economica.

Le Tokyo Stock Exchange (TSE). La principale Bourse japonaise, créée le 15 mai 1878, est la deuxième au monde en termes de capitalisation boursière. Elle fonctionne sur le modèle d'un marché dirigé par les ordres. Néanmoins, les ordres de Bourse doivent passer par le *saitori*. Ce dernier n'est pas un teneur de marché et se contente d'enregistrer et de confronter les ordres.

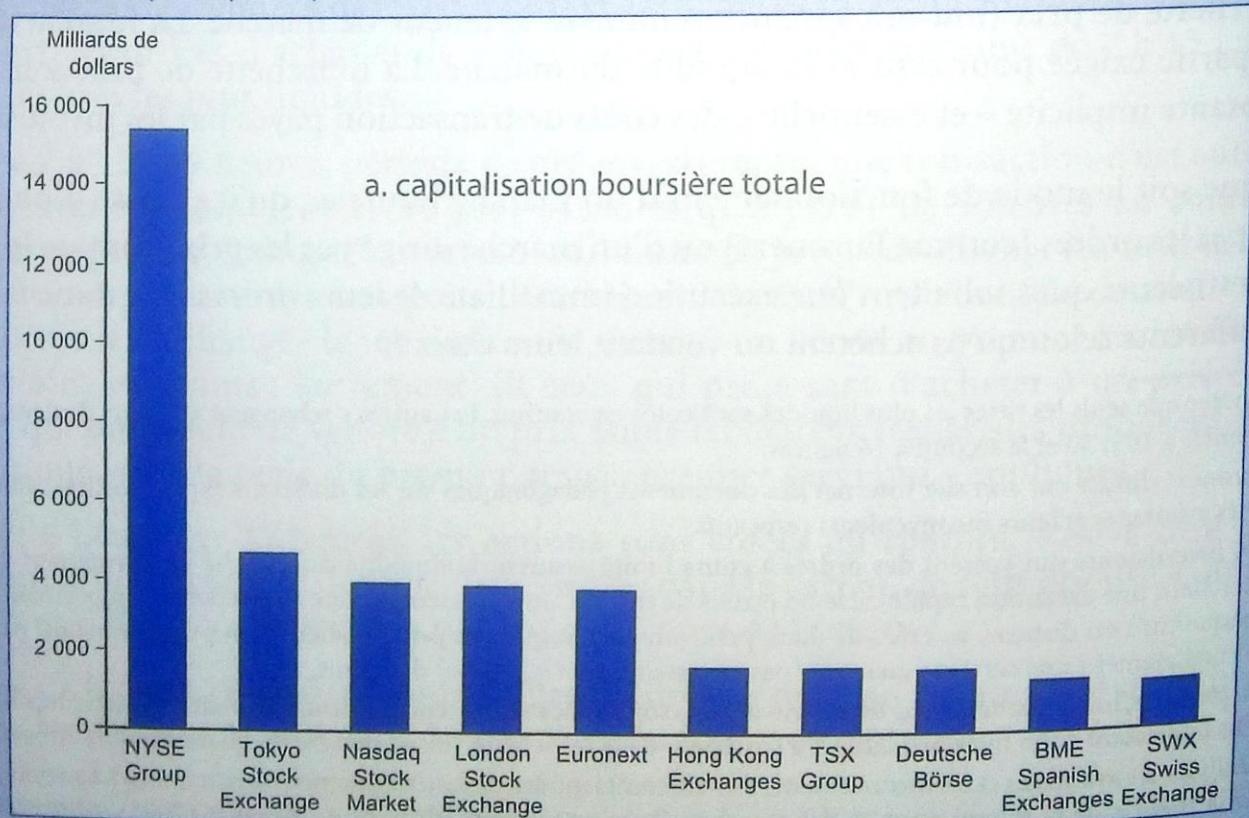
Le Nasdaq. Le Nasdaq est un marché entièrement électronique créé le 8 février 1971 par la National Association of Securities Dealers (NASD). Le Nasdaq est souvent considéré comme le marché des entreprises technologiques à fort potentiel de croissance (des entreprises comme Microsoft ou Apple y sont cotées). Pendant la bulle Internet et jusqu'en 2002, le Nasdaq était d'ailleurs au deuxième rang des marchés boursiers mondiaux en termes de capitalisation boursière, avant que le TSE ne reprenne sa place du fait du dégonflement de la bulle Internet.

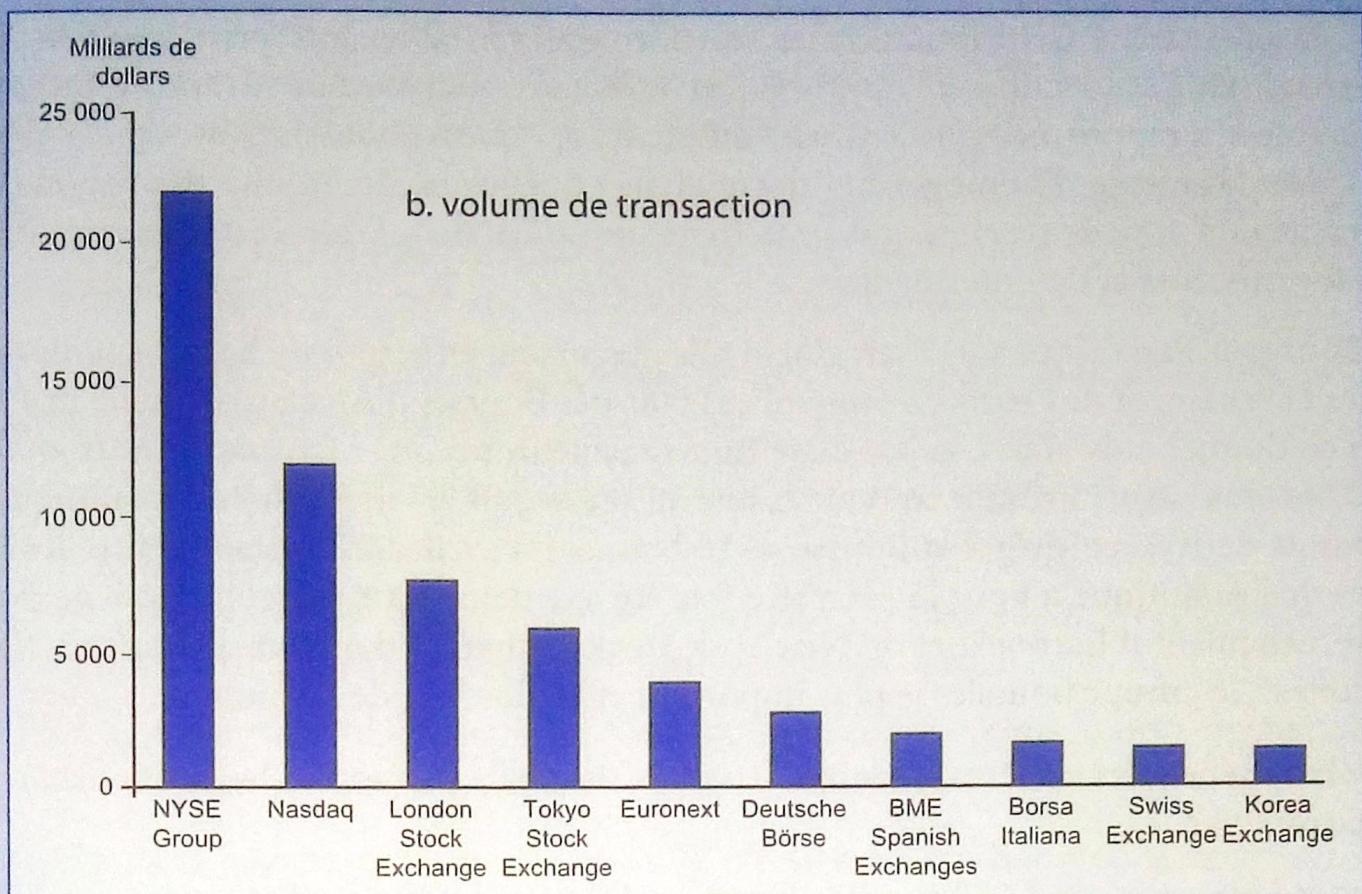
Il s'agit, comme le NYSE, d'un marché dirigé par les prix, mais les teneurs de marché sont en concurrence. Chaque teneur de marché fixe ses prix acheteur et vendeur, qui peuvent être observés par l'ensemble des participants. Le système Nasdaq affiche en premier les meilleurs prix et satisfait les ordres de Bourse en conséquence. Cette procédure garantit aux investisseurs de bénéficier à tout moment du meilleur prix, qu'ils soient vendeurs ou acheteurs.

Le London Stock Exchange (LSE). Le Royal Exchange, rebaptisé en 1773 Stock Exchange, a été créé à Londres en 1554, dans le quartier de la City. Ce marché est dirigé par les prix ; tout comme sur le Nasdaq, les teneurs de marché y sont en concurrence. Le LSE se caractérise par une grande ouverture à l'international.

La Deutsche Börse. La principale Bourse d'Allemagne, qui compte six autres Bourses régionales, est la Bourse de Francfort (*Frankfurter Wertpapierbörsen*), connue aussi sous le nom de *Deutsche Börse*. Après Londres et Paris, c'est la principale place financière en Europe. La *Deutsche Börse* est un marché dirigé par les ordres.

Figure 1.2 - Les principales places boursières mondiales en 2006





Les dix principales places boursières au monde.

Source : www.world-exchanges.org.

Entretien avec Jean-François Théodore (NYSE-Euronext)

Jean-François Théodore est directeur général adjoint de NYSE-Euronext, le premier groupe boursier au monde.

La Bourse de Paris a connu de profonds bouleversements dernièrement. Quelles ont été les étapes les plus importantes ?

Le visage de la Bourse de Paris, comme celui des principales Bourses de valeurs dans le monde, a beaucoup évolué ces dernières années, sous l'effet d'au moins deux révolutions dans notre industrie : une révolution technologique d'abord, une révolution « capitaliste » ensuite.

Dès la fin des années 1980, les nouvelles technologies bouleversent en effet l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers et introduisent l'exécution électronique des ordres de Bourse, entraînant une cotation des valeurs en continu, plus rapide, plus transparente et moins coûteuse.

Parallèlement, avec le décloisonnement et la globalisation des activités financières, les Bourses de valeurs – autrefois institutions nationales, publiques ou de type coopératif – sont rapidement incitées à abandonner leur statut de mutuelle avant même de se coter sur

leur propre marché. Cette mutation les transforme en véritables entreprises capitalistiques tournées vers l'innovation et l'optimisation de leurs ressources. Elle se montre également favorable aux rapprochements entre les différents opérateurs boursiers, avec pour objectif de créer davantage d'homogénéité des marchés financiers, de fluidité des capitaux, de diversité de l'offre de services et d'attractivité des coûts, dans l'intérêt des sociétés cotées, des investisseurs et des intermédiaires.

La Bourse de Paris a joué sur ce terrain un rôle précurseur en se rapprochant, quelques mois après l'avènement de l'euro, en septembre 2000, des Bourses d'Amsterdam et de Bruxelles afin de donner naissance à la première Bourse paneuropéenne : Euronext. Deux ans plus tard et après s'être introduit en Bourse, Euronext a acquis le Liffe, marché britannique des produits dérivés, et intégré la Bourse de Lisbonne. En avril 2007, un pont entre les deux rives de l'Atlantique a pour la première fois été jeté dans notre secteur d'activité avec le rapprochement d'Euronext et du New York Stock Exchange, donnant naissance à NYSE-Euronext, le groupe boursier le plus important et le plus liquide au monde.

Quels bénéfices les sociétés et les investisseurs tirent-ils du rapprochement entre NYSE et Euronext ?

Aujourd'hui, plus de 4 000 sociétés issues de 55 pays différents sont cotées sur NYSE-Euronext, représentant une capitalisation boursière totale avoisinant les 21 000 milliards d'euros, soit plus que les quatre Bourses suivantes réunies.

Présent dans six pays dans le monde, NYSE-Euronext dispose en fait d'une offre de cotation inégalée, avec une visibilité et une liquidité accrues et des opportunités de financement élargies pour les émetteurs. Fort d'un label mondialement reconnu, NYSE-Euronext offre ainsi la possibilité pour les sociétés de se coter sur un marché adapté à leur taille et à leur localisation, dans un environnement réglementaire inchangé, en dollars et/ou en euros – les deux premières devises mondiales –, et dans les normes comptables de leur choix (IFRS ou US Gaap).

De surcroît, l'intégration des différents marchés de NYSE-Euronext, combinée à l'excellence technologique de son informatique boursière et à la diversité de son offre de produits et de services financiers, se traduit par une augmentation naturelle des négociations transfrontalières et une liquidité accrue au service de l'ensemble des utilisateurs. De fait, plus d'une négociation au comptant sur trois réalisées dans le monde est effectuée sur NYSE-Euronext.