

# Commentaire

Bruno GIZARD

Directeur général adjoint, Société des Bourses françaises

**A** partir d'une analyse du rôle joué par la contrepartie, à Paris et à Londres, les auteurs proposent le schéma sur lequel, à leur sens, est en train de se bâtir l'organisation du négoce mondial des valeurs mobilières.

• Il n'est pas aisé d'évoquer, en France le thème de la contrepartie. On oublie trop souvent qu'il s'agit d'une situation avant d'être une fonction ; le thème est chez nous affectivement chargé de par le contexte de son insertion dans nos règles de fonctionnement.

À partir de 1972-1973, elle a été perçue comme une brèche ouverte par les banques dans le monopole des agents de change en même temps que comme une mise en cause de la centralisation générale des ordres, alors que jusque-là la confrontation systématique des ordres par les soins des courtiers qu'étaient les agents de change constituait le modèle jugé comme le seul susceptible dans notre culture, d'assurer la liquidité, la sécurité et l'intégrité des transactions. D'où l'impression, donnée par notre réglementation passée, d'une réticence à s'engager sur cette voie : en 1973, on institue la contrepartie, mais par prudence, on n'adopte que le premier volet du diptyque — la contrepartie en avance sur le marché — ce qui rend le système bancal ; en 1985, on adopte le volet complémentaire — la contrepartie en avance sur le client — mais le dispositif est d'une complexité rare, fruit des négociations ô combien laborieuses entre agents de change et banquiers, de telle sorte qu'il est pratiquement inapplicable.

• La contrepartie peut remplir plusieurs fonctions :

— S'agissant des marchés étroits, elle permet de suppléer une insuffisance temporaire à l'achat, ou à la vente, pour permettre une cotation des valeurs. Bien que reposant sur le concept d'autoliquidité, nos marchés de valeurs mobilières ont toujours connu la nécessité d'assurer cette prothèse. Longtemps cependant, au nom des grands principes, cette fonction a été remplie en catimini, soit par les commis, soit par les charges d'agent de change, avec ou sans le concours des banques assurant le suivi financier des valeurs en cause.

Aujourd'hui, cette fonction est officialisée. Assurément, la continuité des transactions introduites depuis 1986 la rend tout à fait indispensable sur les marchés étroits ; elle est aussi remplie sur les marchés d'options négociables, éclatés, comme on le sait, en séries multiples.

— La contrepartie a eu aussi comme objet de permettre des transactions à tout moment, alors même que la séance de Bourse ne durait que deux heures ; c'était la « contrepartie en développement de marché » ; le marché continu a rendu caduque la nécessité d'une telle fonction.

— La contrepartie peut permettre, en outre, d'établir un pont entre les ordres au détail, qui émanent des particuliers et les quotités de négociation que traitent entre eux les professionnels du marché ; le pont peut être franchi dans l'autre sens : la contrepartie sert alors à « répondre » un ordre pour sa totalité à un client avant de le distiller sur le marché ; comme il en allait pour la contrepartie en

## COMMENTAIRE

développement de marché, c'est bien encore d'une fonction de relais qu'il doit s'agir.

— La fonction de market making est encore différente puisque, dans ce schéma, le marché repose en totalité sur les contrepartistes qui s'engagent à proposer en permanence un prix d'achat et un prix de vente; quiconque souhaite négocier doit s'adresser à l'un de ces marchands.

— À juste titre, les auteurs de l'article mettent en relief l'originalité de la formule retenue par la Bourse française, avec la contrepartie sur blocs d'actions; les contrepartistes agréés peuvent proposer un prix, à l'achat comme à la vente sur les blocs d'actions, mais ils n'ont pas le monopole de négociation sur ces valeurs: le marché de courtiers subsiste et le système a été conçu pour qu'il demeure le lieu de la majorité des échanges sur les titres en cause. Il s'agit là d'essayer de trouver la voie conciliant la souplesse en termes de conditions de prix que requiert le négoce international sur blocs d'actions et les exigences inhérentes à l'existence d'un marché unique et centralisé.

● L'excellente analyse présentée par les auteurs débouche sur la question de fond posée à la Bourse française comme à ses homologues étrangers: nonobstant les efforts déployés par les responsables des marchés officiels, les valeurs à dimension internationale sont-elles appelées à

quitter les places nationales pour ne plus être traitées que sur le « réseau mondial interprofessionnel »? Tel est le schéma qui, aux yeux des auteurs, paraît se dessiner et les arguments avancés ne manquent pas de poids.

À l'évidence, les promoteurs de réseaux d'information ont bien perçu tout le parti qu'ils pouvaient tirer de la tendance à l'institutionnalisation et à l'internationalisation des transactions.

On peut cependant estimer qu'un schéma alternatif reste possible.

Toute la question est actuellement de savoir si les « Places », avec tout ce que ce concept recèle en termes d'organisation officielle, de transparence, de garantie de sécurité et d'intégrité, accepteront de se contenter de négocier les « valeurs locales » ou sauront se mettre en mesure de répondre aux besoins de l'investissement mondial. Les mesures prises, à Paris, pour assouplir les contraintes de négociations sur blocs d'actions, les propositions présentées aux partenaires européens en vue d'instituer une cote européenne unique se traduisant à terme par l'établissement d'un réseau d'information et d'exécution d'ordres entre les différentes places, manifestent la conviction que Paris ne s'est pas encore résolu à ne goûter que les charmes discrets du négoce des valeurs « locales ». Le jeu reste ouvert. □