

# Commentaire

Philippe COSSERAT

Ancien secrétaire général de la Compagnie des agents de change

L'étude de Christian Merle donne à réfléchir. Elle montre à quel point l'organisation des Bourses françaises — et, plus généralement, des Bourses européennes — diffère aujourd'hui de celle des Bourses américaines. Elle conduit naturellement à s'interroger sur la probabilité et sur les modalités d'un rapprochement de leurs caractéristiques.

## 1. Jusqu'à quel point l'organisation des marchés européens diffère-t-elle de celle des Bourses américaines ?

Le recensement des convergences peut être rapidement établi. En Europe, comme aux Etats-Unis, coexistent et se concurrencent des marchés centralisés — et des marchés de marchands de titres régis par les prix, ceux de Londres et du NASDAQ. En Europe, la centralisation est néanmoins fréquemment tempérée comme, par exemple, à Bruxelles et à Milan, par d'importants échanges de gré-à-gré dont l'ampleur tient aux usages et aux carences des législations nationales.

Ni le nouveau ni l'ancien monde n'ont réglé de façon univoque le problème de la supériorité de tel type d'organisation de marché. La solution réside dans la pluralité. Les marchés centralisés résistent à la dynamique des marchés de « dealers ». Aux côtés des grandes places et des grands réseaux fonctionnent des constellations souvent vivaces de places secondaires, les Bourses régionales d'Europe et d'Amérique, ainsi que des segments de marché spécialisés dans la négociation des

valeurs d'entreprises d'avenir, comme sur les seconds marchés européens et les compartiments du deuxième niveau de l'OTC.

Enfin, le développement de la gestion collective a, de part et d'autre de l'Atlantique, généré des besoins spécifiques, ceux de la négociation de blocs, qui ont nécessité l'adaptation des marchés, traditionnels construits en fonction de la primauté du client particulier, soit qu'ils y conforment leurs structures comme le NASDAQ et l'ISE, soit qu'ils les assouplissent sans renoncer au principe de l'égalité des investisseurs comme le NYSE avec l'*upstairs trading* et Paris avec la contrepartie.

Ces similitudes ne doivent pas cependant faire illusion. L'organisation et les fonctions des Bourses en Europe et aux Etats-Unis diffèrent profondément sur trois points au moins.

- La répartition des rôles entre marchés n'est pas identique. Aux Etats-Unis, les échanges de blocs sont essentiellement effectués sur un marché centralisé, celui du NYSE. En Europe continentale, les résultats et les ambitions de SEAQ International, le compartiment international de la Bourse de Londres, tendent à opérer un partage du négoce des quantités importantes de titres entre les marchés centralisés d'origine et un nouveau marché tenu par des firmes internationales de *market-makers*.

En revanche, les marchés d'acclimatation, ceux de l'OTC, sont tenus aux Etats-Unis par des marchands de titres, alors que leur étroitesse implique un coût élevé de la liquidité.

## COMMENTAIRE

• Les marchés régionaux ne bénéficient pas comme en France de la protection assurée par la règle de l'unicité de cotation. Seules les Bourses de Boston et du Pacific Stock Exchange négocient un nombre appréciable de valeurs « exclusives » dont la cotation leur est réservée. Les actions des entreprises nouvelles sont le plus souvent accueillies par un réseau national délocalisé, celui du NASDAQ, sans que la négociation sur écran fasse obstacle à la création de marchés de proximité.

L'existence des marchés régionaux se justifie par leur compétitivité et leur excellence technologique dans le traitement d'un vivier de valeurs nationales qu'elles partagent avec les deux Bourses new-yorkaises. Satellites de New York, ce sont aussi des concurrents dont le rôle ne doit pas être sous-estimé. Elles réalisent globalement un chiffre d'affaires équivalent à 16% de celui du NYSE, c'est-à-dire trois à quatre fois plus important en valeur relative que celui des Bourses régionales françaises. L'exemple de la Bourse du Midwest montre par ailleurs que l'éloignement ne doit pas faire perdre le sens des dimensions : le volume des transactions sur actions traitées à Chicago y était près de deux fois supérieur à celui de Paris en 1988 et dépassait légèrement celui de l'AMEX. Midwest entretient des liens étroits avec les places étrangères : elle est reliée avec Toronto par le réseau de cotation « Access » ; elle a mis à la disposition de la Bourse d'Amsterdam — qui est le seul marché européen de spécialistes — son système informatique de cotation ; elle a collaboré avec la Bourse de Paris dans l'élaboration de sa chambre de compensation informatique dans le cadre du chantier RELIT. Elle détient aux Etats-Unis — mêmes un savoir-faire et une position éminents en matière de technologie électronique, particulièrement dans le domaine des livraisons et des règlements.

• C'est dans l'application des techniques informatiques à la cotation, à l'acheminement des ordres de Bourse sur le marché et au traitement des suites de négociation qu'apparaît le fossé le plus profond entre les Etats-Unis — dont l'avance se consolide par des progrès peu spectaculaires mais réguliers — et des places européennes qui n'ont entrepris que récemment de sortir des ornières du fixing, du transport des ordres et de leurs réponses sur des supports papier et de l'anarchie des procédures de livraison et de règlement.

En ce qui concerne la cotation, il n'existe encore

dans la CEE de marchés continus informatisés opérationnels qu'à Londres à Paris et à Amsterdam auxquels doivent se joindre dans un avenir prochain Bruxelles et Madrid. Aux Etats-Unis, le foisonnement et la qualité des systèmes comme de leurs fonctionnalités permet, à New York comme sur chaque marché régional, l'intégration complète sans rupture de charge du traitement des négociations de Bourse, de la passation et du transport des ordres, à leur exécution, leur réponse et leur enregistrement dans les comptes des clients. Qu'il s'agisse du DOT sur le NYSE ou du marché entièrement intégré et automatisé de Cincinnati qui sous-traite l'essentiel de sa fonction de cotation à New York par l'intermédiaire du réseau de l'ITS, les réseaux sont partout à même d'assurer d'un bout à l'autre de la chaîne la réalisation d'une négociation de Bourse. Rien de tel en Europe. Faut-il rappeler que, de même que le NASDAQ, le SEAQ est un système d'affichage d'engagements de négociation, mais n'assure pas la cotation ? A Paris, le système COCA qui doit jouer un rôle équivalent à celui du DOT n'entrera en fonction que cette année.

C'est dans le domaine de la fiabilité et des performances des systèmes de livraison et de règlement que le décalage est le plus flagrant. L'étude de Christian Merle souligne à juste titre le rôle décisif joué par le NSCC dans la constitution d'un marché unique américain. Une telle réalisation est aujourd'hui hors de portée des places européennes. La sophistication des systèmes américains contraste avec la rusticité ou l'archaïsme, la lenteur et l'absence de fiabilité des organismes européens. Bien que Copenhague et Stockholm fassent exception à la règle, la comparaison n'est pas flatteuse pour l'Europe. Les services rendus par les clearings internationaux EUROCLEAR et CEDEL ne sont guère évolués. L'ensemble RELIT en voie d'achèvement à Paris au prix d'un effort remarquable doit davantage être considéré comme une première étape sur la voie de la modernisation. Londres reste tributaire de supports papier et ne présentera à l'examen de la place une nouvelle version du système informatique TAURUS qu'au printemps prochain. Le *clean locked-in trade* qui va de soi aux Etats-Unis demeure une exception en Europe. Les Bourses européennes sont donc moins bien placées que leurs homologues américaines dans les domaines stratégiques de la maîtrise des coûts et de la qualité des outils.

## C O M M E N T A I R E

### 2. Quelles leçons y a-t-il lieu de tirer de cette confrontation ?

Nous « Européens, savons que notre avenir vient des Etats-Unis : l'histoire de la modernisation de notre système et de nos instruments financiers est le plus souvent celle de l'importation et de l'acclimatation des innovations américaines les plus fécondes. Il est donc hautement probable qu'à l'horizon de cinq ans, et bien davantage à celui de dix ans l'organisation des Bourses européennes aura évolué pour se rapprocher de celle des Bourses américaines.

Cela ne signifie pas que les places européennes adopteront le modèle du marché de spécialistes du NYSE. Leurs traditions qui sont celles de marchés de « brokers » ne les y prédisposent pas. La formule est par ailleurs efficace, mais onéreuse dans la mesure où elle implique la duplication de marchés physiques, les parquets organisés autour des postes des spécialistes, et de réseaux informatiques. L'optimisation des coûts conduira les Bourses européennes à opter en faveur de la délocalisation qu'autorise l'électronique et à faire l'économie des parquets. Le précédent américain montre aussi que si la coexistence entre marchés centralisés et marchés décentralisés constitue le scénario le plus plausible, les marchés centralisés auront à demeurer attentifs aux évolutions du NYSE pour concilier de façon satisfaisante, c'est-à-dire à la fois équitable et compétitive, la préservation des intérêts du public et la souplesse nécessaire aux marchés des blocs.

Elles auront également à poursuivre à un rythme soutenu l'effort de rattrapage technologique qu'elles ont pour la plupart entrepris. On a vu que, à cet égard, les choses étaient plus avancées dans le domaine de la cotation que dans celui du « back-office ». Il n'est pas sûr non plus que toutes les places soient conscientes de ce que la compétitivité ne demande pas seulement un coup de collier, mais une action de longue haleine. Dans cinq ans, une seconde génération du système de cotation CAC et des systèmes RELIT devra avoir été mise en place tandis que l'on préparera la troisième.

Une fois privées de la protection dangereuse que leur fournit encore aujourd'hui leur retard technologique, les Bourses européennes se trouveront, dans le cadre d'un espace financier unifié, exposées à une concurrence accrue. La plupart des pays de la CEE souhaitent aujourd'hui des Bourses pour leurs régions, à Porto comme à Düsseldorf, à

Rome ou à Lyon. Or il apparaît évident que demain il n'y aura pas place dans chaque Etat pour des Bourses nationales. Les Européens devront accepter l'idée que la fixation des cours des valeurs mobilières émises par les collectivités des pays membres ne constitue pas nécessairement un attribut de la souveraineté nationale. Il est possible que l'évolution soit plus lente qu'aux Etats-Unis où la constitution d'un véritable marché unique n'est devenue effective qu'il y a une dizaine d'années : le conservatisme des souverainetés nationales comme la pesanteur d'habitudes et d'organisations différentes peuvent jouer un rôle retardateur. Il ne faut pas cependant perdre de vue que la modernisation des règles, des procédures et des technologies constitue en soi un puissant facteur, sinon d'uniformisation, du moins d'harmonisation et d'unification. Les Bourses européennes sont appelées à perdre celles de leurs différences qui constituent en réalité des survivances pour affronter une situation où, de même que les Bourses régionales américaines, elles se trouveront à la fois complémentaires et concurrentes. Il leur appartient de substituer aux spécificités dont elles n'ont fait qu'hériter celles qu'elles auront choisi pour assurer de meilleurs services.

Si cette évolution n'était pas assez rapide, il n'est pas exclu que les Bourses américaines y prêtent la main. Jusqu'ici, le marché américain des valeurs mobilières est demeuré, comme le marché japonais, un marché fermé ou plutôt autocentré, dans la mesure où l'essentiel de l'activité des Bourses, qu'il s'agisse du NYSE ou du NASDAQ, est consacrée à la négociation des valeurs domestiques. L'internationalisation progressive des placements des institutions américaines comme le désir des grandes maisons d'offrir au public européen des produits d'investissement adaptés à leurs besoins est de nature à modifier cet état de fait. Un épisode récent illustre cette transformation des esprits. Le président du NASDAQ a annoncé au début de décembre dernier son intention d'établir une tête de pont à Londres à la fois pour y traiter en « séance de l'aube » de 4 heures à 9 heures du matin heure de New York une quarantaine de valeurs étrangères cotées au NYSE et à l'AMEX et pour concurrencer SEAQ International en y cotant 300 valeurs OTC dont 70 déjà négociées par l'ISE. Même si le projet ne devait pas aboutir, il n'en constitue pas moins un avertissement. □