

---

# Bourses et autres institutions des marchés de valeurs mobilières

---

Y. FLORNOY    *Ancien président du Comité des Bourses  
de la C.E.E.*

---

## LE MARCHÉ FINANCIER DE L'EUROPE DES BOUZE

---

Toutes les bourses de valeurs mobilières du monde libre, y compris les plus petites, se préoccupent à la fois :

- d'utiliser les derniers perfectionnements de la technologie informatique pour améliorer l'efficacité de leurs marchés,
- de s'adapter à l'internationalisation progressive, voire à ce qu'il est convenu d'appeler maintenant la « globalisation » des marchés,
- de défendre leurs parts de marché sur celles des valeurs — nationales ou non — donnant lieu à un marché intérieur actif.

Cette évolution à cadence désormais accélérée se perpétue suivant deux axes :

- celui de la « déréglementation » qui touche aussi bien les modes opératoires sur les marchés que le statut des opérateurs,
- celui de la sophistication des produits négociés qui laisse craindre que la tendance des marchés des produits de base — actions et obligations — soit dominée et parfois faussée par celle des produits dérivés — options et futures de toute nature — destinés à jouer ou à s'assurer contre les variations de prix ou de taux des produits de base.

Le mouvement lancé aux États-Unis il y a une dizaine d'années, lorsque le Congrès donna l'ordre aux différentes bourses américaines de créer un National Market System, sans définir du reste ce qu'il devait être, et d'en terminer avec les barèmes de commissions fixes, s'est trouvé considérablement amplifié par le « big bang » de la place de Londres, dont il est dit qu'il résonnera longtemps après le 27 octobre 1986 dans le ciel déjà passablement perturbé de nos marchés financiers.

Dans un tel contexte quel peut être l'avenir du marché européen des valeurs mobilières, tels que les pourtours en ont été patiemment et laborieusement dessinés depuis le discours du sénateur Tugendacht à Milan en octobre 1979, et le séminaire organisé par la Direction générale n° XV à Bruxelles en novembre 1980 ?

## B O U R S E   E T   V A L E U R S   M O B I L I È R E S

On ne peut tenter de répondre à cette question sans avoir rappelé aussi brièvement que possible les obstacles que les douze bourses de la Communauté avaient à vaincre, ou ont encore à vaincre avant que ne devienne parfaitement opérationnel et efficace le réseau permettant à chaque bourse assurant la cotation des quelques deux cent cinquante valeurs européennes, dont les sociétés émettrices sont inscrites simultanément à la cote d'au moins deux bourses de la C.E.E., de connaître en temps réel toutes les informations concernant le marché passé, présent et futur, de ces deux cent cinquante valeurs sur les autres places communautaires.

---

### **LES OBSTACLES RENCONTRÉS PAR LES DOUZE BOURSES DE LA COMMUNAUTÉ**

---

#### **LES MÉTHODES DE CONFRONTATION DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE SONT AU NOMBRE DE DEUX, CELLE DITE DES ENCHÈRES (OU DE « FIXING »), CELLE DU MARCHÉ CONTINU**

• *Les enchères* sont débattues, une ou plusieurs fois par jour, à l'occasion d'une confrontation générale (ou du moins aussi générale que possible) des ordres d'achat et de vente recueillis par des courtiers — les agents de change — qui ne prennent part à la négociation qu'en qualité d'exécutants et d'arbitres. Cette méthode, éminemment cartésienne, comporte quelques rigidités, notamment au niveau de la saisie des informations, et de la recherche du point d'équilibre sur les marchés étroits.

• En *marché continu*, des nouvelles cotations ont lieu à chaque fois que de nouveaux ordres arrivent sur le marché, mais comme ces nouveaux ordres ne sont nullement assurés de trouver sur le marché une contrepartie spontanée, évitant que pour des quantités relativement faibles de titres on ne soit obligé d'enregistrer un écart excessif entre deux cours successifs, des intermédiaires spécialisés sont chargés d'acheter les titres que les clients veulent vendre et réciproquement. D'où la mise en présence sur les marchés continus, dans leur conception traditionnelle de deux catégories d'intermédiaires : les courtiers qui agissent en tant que transmetteurs d'ordres — comme sur les marchés de fixing (fonction d'« agent »), et les contrepartistes qui négocient pour leur propre compte (fonction de « principal »). Les « principaux » font varier leurs prix d'achat et de vente en fonction des offres et des demandes présentées par les « agents ».

#### **LES MODES DE NÉGOCIATION SONT ÉGALEMENT AU NOMBRE DE DEUX : AU COMPTANT OU À TERME. SI CERTAINES BOURSES ONT UNE TRADITION AFFIRMÉE DE TERME OU DE COMPTANT, CERTAINES NÉGOCIAIENT OU NÉGOCIENT ENCORE SIMULTANÉMENT LES MÊMES TITRES À TERME ET AU COMPTANT**

Si le marché de base est un marché à terme, un mécanisme d'escompte permet aux acheteurs de prendre livraison de leurs titres, ou aux vendeurs de recevoir le prix de leur vente, sans attendre la fin de la période de liquidation.

## B O U R S E   E T   V A L E U R S   M O B I L I È R E S

A contrario si le marché de base est un marché au comptant, un mécanisme hors-marché de règlement des achats et des ventes « à crédit » (margin accounts), permet à la spéculation de s'exprimer.

Les systèmes de cotation. Chaque place a ses usages, en fonction de la nature et de l'activité des marchés qu'elle traite, en fonction également des moyens de communication avec l'extérieur dont elle dispose.

Si les enchères à la *criée* furent pratiquées partout à l'origine, c'est bien parce qu'elles constituent la méthode intellectuellement la plus satisfaisante. Chaque négociateur conserve le secret des ordres qu'il a en carnet jusqu'au moment où ils deviennent exécutoires. Encore ne les dévoile-t-il qu'en fonction du marché. Tout à fait satisfaisante pour les marchés d'enchères, elle se prête moins bien à l'organisation de marchés continus : la saisie des quantités réellement traitées au moment des enchères pose problème, et, par construction, toute indication sur les possibilités de négociations ultérieures est impossible, dans la mesure où chaque agent conserve pour lui seul la connaissance des ordres qu'il a en carnet.

Aussi bien les cotations en *procédure écrite* ont-elles acquis droit de cité depuis longtemps sur la plupart des marchés. La centralisation de tous les ordres d'achat et de vente, au mieux ou limités, est assurée pour chaque valeur par un spécialiste. Là où les fonctions d'agent et de principal sont réglementairement séparées, c'est bien entendu un principal qui assurera cette centralisation avec obligation totale ou partielle d'assurer la contrepartie, l'équilibre du marché. Là où il n'existe pas de « marchands de titres », c'est généralement un courtier — celui qui a procédé à l'introduction en bourse de la valeur — qui est chargé de ce relevé. Dans l'un et l'autre cas le centralisateur connaît exactement tous les ordres en présence sur le marché, et, après avoir coté un premier cours, il sait à quels cours et pour quelles quantités de nouvelles transactions pourraient avoir lieu.

Cette procédure écrite est de plus en plus remplacée par la saisie directe des ordres sur un *support informatique approprié*, permettant de diffuser en temps réel les statistiques du marché au fur et à mesure de son déroulement, de diffuser également les meilleures offres et les meilleures demandes au voisinage du dernier cours coté, et d'ordonner toutes les opérations de règlement et de livraison (avis d'opéré aux clients et relevés, comptabilité des intermédiaires, etc.).

39

### **LES INTERMÉDIAIRES, MEMBRES DES BOURSES. SI CHACUNE DES DOUZE BOURSES DE LA CEE A SON PROPRE TYPE DE « MEMBRES », ET SES PROPRES RÈGLES DE RECRUTEMENT, ON PEUT NÉANMOINS DISTINGUER :**

- celles des bourses où les membres sont des intermédiaires spécialisés non-banquiers (agents de change, courtiers, brokers), et ce sont sans doute les plus nombreuses.
- celles des bourses où co-existent courtiers et banquiers (Amsterdam, et Londres dorénavant)
- celles des bourses où l'essentiel, sinon la totalité du marché s'effectue entre les banques (R.F.A.)
  - les bourses dont les membres sont des *intermédiaires spécialisés* non banquiers, procèdent à une sélection rigoureuse de ces membres conformément aux termes d'une réglementation souvent très stricte, renforcée par la loi là où le besoin s'en fait sentir. Nul ne peut être membre de ces bourses s'il n'a prêté le serment d'allégeance à l'institution, ou devant les tribunaux. S'agissant en effet de négocier

avec l'épargne du public aussi bien les titres émis par l'Etat que par les grandes collectivités et les entreprises appartenant au Gotha du tissu économique national ou international, il a été considéré de tout temps que tout devait être mis en œuvre afin que « pas une ombre, même la plus légère », puisse venir ternir la réputation du marché et de ses acteurs, et que, jamais, la confiance du public ne soit prise en défaut.

Le caractère très particulier du négoce des titres sur un marché secondaire, la nature extraordinairement cyclique de cette activité se satisfont mieux de professionnels spécialisés, engagés sur leurs biens personnels, plutôt que de grandes entités pluri-disciplinaires, n'exerçant le métier que lorsqu'il est très rentable, l'abandonnant lorsque l'épargne se détourne du marché des valeurs mobilières au profit de placements plus immédiatement lucratifs.

• On ne peut bien évidemment pas dire des bourses où la *banque a accès direct au marché*, qu'aucune garantie ne soit prise pour que les détenteurs d'épargne ou de valeurs mobilières ne soient assurés du bon fonctionnement du marché, s'agissant de la confrontation de l'offre et de la demande, du mécanisme de la formation des cours, et des méthodes de cotation.

On doit simplement se poser la question de savoir si le secret des négociations est aussi bien respecté, si des opérations importantes de face-à-face — internes notamment — ne peuvent être arrêtées à des conditions de convenance différentes de celles du marché, et si enfin les autorités du marché disposent sur ces banques d'un pouvoir aussi étendu que sur des intermédiaires de moindre envergure.

---

### **COMMENT CRÉER UN GRAND MARCHÉ CENTRAL EUROPÉEN DES VALEURS MOBILIÈRES**

---

Le rappel des principales spécificités ayant actuellement cours chez les douze bourses de la Communauté Européenne aux quatre niveaux retenus — et il en existe d'autres — dit bien la difficulté de l'exercice consistant à créer un grand marché central européen des valeurs mobilières. En fait deux voies étaient ouvertes :

— ou bien créer de toute pièce une bourse supranationale qui aurait inscrit à sa cote toutes les valeurs de caractère internationale aujourd'hui cotées sur chacune des douze bourses, réduisant leur champs d'action aux seules valeurs strictement nationales, voire locales ;

— ou bien procéder à une interconnexion des douze bourses entre elles, permettant de connaître, à chaque instant et en même temps réel, pour chaque valeur concernée, la bourse où l'on peut négocier aux meilleures conditions, c'est-à-dire acheter moins cher, ou vendre plus cher, toutes conditions tenant au niveau des taxes et des commissions, des variations de change, et des délais de livraison et de règlement étant supposées résolues.

On sait que la première voie, à peine ouverte, a été sitôt refermée lors du symposium de Bruxelles de novembre 1980.

La seconde a fait l'objet d'une minutieuse étude confiée à deux consultants Mrs Michael Hall et Malcolm Duncan dont le rapport a été analysé et discuté en profondeur conjointement par la DG XV de la Commission et par le Comité des bourses de valeurs de la C.E.

Pour atteindre l'objectif tel que défini plus haut, — connaître à chaque instant l'endroit où l'on pouvait négocier aux meilleures conditions, deux voies étaient également ouvertes :

## B O U R S E   E T   V A L E U R S   M O B I L I È R E S

— ou bien il était décidé que, à partir d'une date à définir, les statuts et les modes opératoires des douze bourses étaient uniformisés de telle manière que soit mis en place un marché-réseau unique européen du type NASDAQ, chaque bourse accomplissant une démarche analogue à celle accomplie par le London Stock Exchange au cours des 3 années ayant précédé le big-bang du 27 octobre 1986 ;  
— ou bien, chaque bourse, conservant son identité propre, mettait en place le réseau d'interconnexion IDIS, et au fur et à mesure du déroulement de ses trois phases, s'adaptait aux disciplines du réseau, en créant, si besoin, les interfaces nécessaires pour soutenir la concurrence, et à tout le moins conserver ses parts de marché.

---

### **LE RÉSEAU IDIS**

---

C'est bien entendu, la seconde voie, celle du réseau IDIS, qui a été retenue. Lorsque ce réseau permettra à la fois, à l'issue de la troisième phase, d'émettre et de recevoir les cours cotés en temps réel, les quantités de titres échangés, les meilleures offres et les meilleures demandes avec indication du nombre de titres offerts ou demandés, d'arrêter celles des offres et des demandes qui intéresseront le donneur d'ordre, et d'ordonnancer les opérations post-négociation de règlement et de livraison, le réseau IDIS sera devenu un véritable système de marché européen.

En attendant, les bourses les mieux placées seront celles qui pourront proposer, à chaque instant, pour chaque valeur, la quantité de titre la plus importante, au meilleur prix, libellé dans la monnaie choisie par le donneur d'ordre, et à la date de règlement-livraison choisie également par lui.

A l'évidence, celles des bourses qui disposeront d'un marché continu, et d'intermédiaires capables d'assurer la liquidité de ce marché en initiant des opérations de contrepartie seront avantagées par rapport aux autres.

Et ma conclusion, tout naturellement, prendra appui sur cette dernière remarque. S'il peut encore être valablement soutenu que les marchés d'enchères ou de fixing sont tout à fait adéquats aux marchés de valeurs d'audience simplement nationale ou locale, l'internationalisation des marchés, leur globalisation, exige l'instauration de marchés continus.

Mais la continuité des négociations doit elle être dirigée par le flux des ordres des clients au fur et à mesure où ils sont exprimés ou bien doit-elle être dirigée par les prix d'achat et de vente proposés par les « market makers » ?

La question n'est pas sans importance au niveau de ce que doivent être à la fois l'éthique et l'efficacité d'un marché digne de ce nom.

Que vaut-il mieux pour le marché ? Que ce soit le marché qui, par ses mouvements de cours, réponde à la pression exercée à un moment donné par le clan des clients acheteurs ou des clients vendeurs, ou bien que, à l'inverse, les clients acheteurs ou vendeurs passent leurs ordres en fonction des prix de vente ou d'achat proposés par les market-makers ?

En d'autres termes, convient-il que la contrepartie des ordres de la clientèle soit recherchée après que ces ordres aient été exprimés, ou faut-il mieux que la contrepartie de leurs ordres ait été préparée avant que les clients les aient exprimés ?

Dans ce débat contradictoire, la réponse est loin d'être certaine et les tenants de l'une ou de l'autre méthode argumentent au nom de l'efficacité d'une manière toute aussi convaincante. Au nom de la vérité des prix, l'argumentation est déjà moins convaincante, dans la mesure où l'intervention du market-maker se traduit inévitablement par un renchérissement du coût de la négociation, à raison de l'importance des

## B O U R S E   E T   V A L E U R S   M O B I L I È R E S

liquidités et du stock de titres qu'il est obligé d'entretenir en permanence : cet accroissement du coût peut être chiffré au minimum à la moitié de l'écart existant entre son prix d'achat et son prix de vente. Tandis que, à l'inverse, lorsque l'on recherche la contrepartie à un ordre préalablement exprimé, on peut espérer la trouver au niveau du dernier cours coté.

Il n'est nullement impossible qu'à la question de la prééminence des ordres des clients sur les prix des market-makers, ou des prix des uns sur les ordres des autres il n'y ait en définitive plusieurs réponses, l'expérience révélant si l'une est plus adaptée aux très larges marchés, l'autre aux marchés plus étroits... à moins que ce ne soit l'inverse. A cet égard la nouvelle génération de marché qui vient de s'ouvrir à Londres, où les broker-dealers sont invités à cohabiter avec les market-makers, sera, n'en doutons pas, riche d'enseignements.

La déréglementation et la sophistication des produits étaient nécessaires pour sortir de l'impasse où l'inflation et les deux chocs pétroliers avaient conduit nos marchés financiers. Elles auront atteint leur but, sans qu'il puisse être affirmé aujourd'hui que la déontologie et l'efficacité y trouveront leur compte à long terme. Soyons donc très attentifs à ce qui va se passer à Londres maintenant, à ce qui se passera dans l'Europe de la Communauté demain. Au plan de l'internationalisation des marchés, l'une des deux expériences se révélera infailliblement supérieure à l'autre !

