



# BANQUE ET BOURSE : LA NOUVELLE FRONTIÈRE

JEAN-FRANÇOIS THÉODORE \*

Étudier les rapports entre banques et Bourses revient inexorablement à se pencher sur l'évolution de leur périmètre et de leur rôle dans le financement des économies modernes.

Au-delà des Banques centrales, qui assurent l'émission de la monnaie tout comme sa régulation, banques et Bourses contribuent en effet ensemble à l'intermédiation de l'épargne vers l'investissement ainsi qu'à la conception et à la gestion de produits et de services permettant aux acteurs économiques (des États aux entreprises en passant par les ménages) de gérer leurs risques. Une position privilégiée au cœur des places financières qui explique à la fois leurs liens étroits et leurs différences, dans un système financier international en constante mutation.

## *BANQUES ET BOURSES À L'ORIGINE DES PREMIERS FLUX FINANCIERS*

Dès la plus haute antiquité, l'homme a fait appel aux richesses de ses semblables pour assurer la prospérité de ses entreprises. Entre le Tigre et l'Euphrate, l'invention de la banque et des premières opérations de prêt à intérêt permet aux marchands de développer leurs affaires et contribue à l'essor du commerce de la Mésopotamie avec le monde entier. Pour devenir marins et commerçants, les « trapézistes » grecs pratiquent le « change » et gèrent les comptes courants à partir de dépôts de fonds dans les temples tels celui d'Appolon à Delos.

\* Directeur général adjoint, NYSE Euronext.



C'est bien plus tard, à Florence, qu'est franchie une étape décisive : en 1408, la législation reconnaît aux associés le droit de n'être plus responsables que pour une somme égale à celle qu'ils ont investie dans l'association ou « compagnie », préfigurant ainsi les valeurs mobilières et les sociétés anonymes modernes. La responsabilité limitée aux sommes apportées attire les capitaux des personnes qui refusaient auparavant de s'engager indéfiniment.

À cette époque, il reste encore à mettre en place un centre permanent où traiter les affaires. Ce sont à nouveau les Italiens qui créent ce marché, cette « Bourse » (du nom, dit la légende, d'un bourgeois de Bruges, M. Van den Burse). Ils ne le créent pas en Italie mais à Anvers, dans un édifice où se rencontrent les commerçants pour y négocier, outre les effets de commerce et des lettres de change, des marchandises qui ne sont plus matériellement présentes mais qui font l'objet d'un contrat par lequel le vendeur s'engage à les livrer à l'acheteur à une certaine date, en un certain lieu et à un prix convenu : les marchés « à livrer » annoncent les marchés à terme de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

En France, il faut attendre les édits de 1572 et de 1595 pour que le statut des « courratiers » soit réglementé dans les principales villes du royaume. Puis un arrêt de 1639 substitue au nom de « courratier » celui d'« agent de change » pour tous ceux qui assurent la négociation officielle des effets. À cette époque, Paris n'a toujours pas de Bourse véritablement organisée.

Au début du XVIII<sup>e</sup> siècle, l'Écossais John Law tente bien de familiariser les Français avec le « papier » en émettant dans le public la monnaie de la « Banque royale » et les actions de la « Compagnie des Indes » qui, pour la première fois, sont établies sous la forme de titres au porteur. Mais son expérience s'achève par une banqueroute qui va, pour deux générations, détourner les Français des titres fiduciaires : billets de banque et valeurs mobilières.

Si les efforts d'organisation du marché se poursuivent, notamment avec la création du « Parquet » à la Bourse de Paris, c'est sans compter sur la Révolution, qui n'apprécie pas les corporations ; celle des agents de change est dissoute en 1791 : les transactions doivent se faire sans intermédiaires. Le 9 septembre 1795, la Bourse est même fermée « définitivement » mais rouverte dès le 20 octobre avec vingt-cinq agents de change.

Le Consulat et le Premier Empire, pour la première fois en France, codifient les usages et règles passées, réglementant les compétences et les responsabilités publiques et professionnelles : le privilège d'émission des billets de banque est confié à la Banque de France ; les sociétés par actions sont soumises à autorisation de l'État ; le monopole de négociation des valeurs mobilières est confirmé à des intermédiaires officiels, dotés d'un statut spécifique.



Le Code de commerce donne alors aux seuls agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, le droit de négocier les effets publics et autres susceptibles d'être cotés ; de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change, ou billets, et de tous papiers commerçables et d'en constater le cours. La nouvelle Bourse de Paris est officialisée dès 1801.

Dès lors, le mouvement est irrésistible ; en même temps que la France se dote d'institutions financières telles que les banques et les compagnies d'assurance, creuse des canaux, construit des chemins de fer, développe ses industries et son commerce, les valeurs mobilières inscrites à la cote des agents de change de Paris se multiplient : 10 en 1800, 39 en 1830, 126 en 1852.

En organisant définitivement la société anonyme, la loi du 24 juillet 1867 facilite la mobilisation de l'épargne disponible. En 1900, près de 800 titres français - actions et obligations publiques et privées - auxquels s'ajoutent près de 300 valeurs étrangères sont admises à la cote par les agents de change de Paris.

### *LE RÔLE CROISSANT DES MARCHÉS DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE*

Le début du XX<sup>e</sup> siècle, avec ses restrictions aux mouvements de capitaux liés aux deux guerres mondiales et ses crises d'ordre économique, monétaire et boursier (1929), va pourtant marquer un coup d'arrêt au développement des marchés financiers, induisant une baisse générale du mouvement d'intégration financière en marche.

Jusqu'au début des années 1970 pour les pays anglo-saxons et jusqu'au début des années 1980 pour les autres pays industrialisés, les systèmes financiers sont en fait marqués par une prédominance des banques et des organismes publics dans les décisions financières. L'intermédiation bancaire s'étend à la grande majorité des financements des entreprises, dans la logique directe des économies administrées d'après-guerre. En France, au début des années 1980, près de 80 % des financements proviennent du système bancaire.

Dans ces conditions, les Bourses n'ont alors qu'une attractivité relative tandis que les banques, elles, évoluent dans un univers particulièrement réglementé pour accompagner les politiques industrielles de l'État, assurer la sécurité des mouvements de capitaux et protéger l'épargne, avec l'encadrement du crédit, le contrôle des changes, le cloisonnement des activités bancaires, etc. Les grandes entreprises financent alors leur développement principalement par rétention de bénéfices, au moment où nombre d'entre elles sont d'ailleurs nationalisées.



La situation va brutalement changer avec la remise en cause du système de change fixe instauré au sortir de la Guerre par les accords de Bretton Woods, conduisant à un changement global du fonctionnement de notre industrie et de son rôle dans le financement de l'économie. Un mouvement qui va rapidement s'étendre à l'échelle globale.

D'un système marqué par des taux de changes fixes, des politiques monétaires guidées par les besoins financiers de l'État et des restrictions sur les flux de capitaux, nous passons à un nouveau cadre institutionnel avec des Banques centrales indépendantes, une liberté de flux de capitaux et des changes flexibles. Avec une exception toutefois puisque l'Union européenne fait le choix d'une intégration monétaire progressive qui sera parachevée avec l'avènement de l'euro en 1999.

Ce nouveau régime s'accompagne d'une véritable révolution dans l'industrie financière, avec ce que l'on appelle les « 3D » : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation. Le système de marché est privilégié au plan, ce qui se manifeste, dans toutes les économies développées, par la levée des contraintes administratives et réglementaires (déréglementation).

Ensuite, les circuits de financement bancaire se banalisent petit à petit et les barrières, qu'elles soient réglementaires ou techniques, sont levées l'une après l'autre, sous l'effet à la fois de l'évolution des techniques financières et du développement des nouveaux modes de communication (décloisonnement). Une lame de fond qui va considérablement accélérer l'intégration des places financières à travers le monde. En France, par exemple, les agents de change perdent leur monopole (1988), remplacés par les sociétés de Bourse, elles-mêmes remplacées par les entreprises d'investissement en 1996 dans le cadre de la loi de modernisation des activités financières.

Enfin, alors que l'intermédiation bancaire se substituait jusqu'alors au marché en répartissant les crédits disponibles dans des conditions strictement réglementées, il semble alors urgent de permettre aux entreprises d'accéder aux marchés financiers de manière à améliorer l'allocation du capital et à stimuler la croissance économique. Représentant à la fin des années 1970 les deux tiers du financement en France, le crédit bancaire voit son poids se réduire nettement pour se stabiliser autour de 50 % dès le milieu des années 1980.

Dans ce contexte, les relations entre banques et Bourses évoluent. Autrefois concentrées sur leur métier de créancier, les banques développent leurs prestations de services aux entreprises souhaitant accéder aux marchés financiers. Après une longue période de faible appel public à l'épargne, la tendance se renverse en effet au début des années 1980, notamment avec la création à Paris du Second marché et, plus tard,

celle du Nouveau marché : près de 1 000 sociétés françaises sont cotées à la Bourse de Paris à la fin des années 1990. Une tendance qui s'observe également sur le marché secondaire, où les banques se montrent particulièrement actives via leurs activités de courtage.

Quant aux marchés boursiers organisés, lieux de coordination où les grands investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance-vie, fonds privés d'actions, etc.) répercutent leurs choix d'allocation de portefeuille, ils sont de plus en plus utilisés et légitimés dans la détermination du prix des actifs et des dettes, par le simple jeu de l'offre et de la demande.

### *BOURSES : DE LA DÉMUTUALISATION À L'INTERNATIONALISATION*

Les Bourses sont alors des institutions nationales, publiques ou de type coopératif, prestataires de services d'intermédiation des marchés financiers. Les membres de marché, banques et institutions financières, s'en partagent les droits d'utilisation tout comme les revenus liés aux transactions et autres opérations sur titres, fortement stimulés par l'accroissement de l'activité boursière. Des structures qui s'autorégulent de façon satisfaisante, au cœur d'une place financière, tant que le marché est parfaitement localisé.

Mais l'accélération de l'intégration financière prônée par l'ouverture croissante des frontières pour les flux de capitaux et les progrès technologiques va entraîner de profonds bouleversements dans l'organisation des Bourses elles-mêmes. Dans une industrie désormais en plein essor, dynamique et ouverte à la concurrence, la forme mutualiste des Bourses de valeurs est susceptible de freiner leurs nécessaires adaptations, en particulier d'ordre technologique. Et ceci au moment où les différents membres, qui présentent des intérêts divergents, ne parviennent pas à collecter les ressources financières nécessaires à la modernisation de leur outil de travail.

Successivement, les Bourses sont alors poussées à abandonner leur statut de mutuelle ou de coopérative pour adopter un statut de société anonyme dont le capital est ouvert. Elles deviennent ainsi des entreprises capitalistiques, tournées vers l'innovation et l'optimisation de leurs ressources. S'en suit une nouvelle étape marquée par la cotation des Bourses elles-mêmes, sur leur propre marché, qui leur donne les moyens financiers requis pour le financement des lourds programmes d'investissements indispensables à leur compétitivité, via des levées de capitaux ou échanges de titres.

Les Bourses deviennent ainsi des sociétés clairement en concurrence, libres de coopérer voire de fusionner entre elles, dans l'intérêt de leurs

actionnaires et de leurs clients. La Bourse de Paris a joué un rôle précurseur sur ce terrain en se rapprochant, quelques mois après l'avènement de l'euro, en septembre 2000, des Bourses d'Amsterdam et de Bruxelles sur la base d'un modèle ouvert et fédéral pour donner naissance à la première Bourse paneuropéenne : Euronext. Deux ans plus tard, Euronext acquiert le Liffe, marché britannique des produits dérivés, et intègre la Bourse de Lisbonne.

L'ouverture de capital des Bourses va profondément modifier la structure de leur actionariat. Ne considérant plus leurs participations dans le capital des Bourses comme « stratégiques » et elles-mêmes incitées par leurs actionnaires à rationaliser leur structure de coûts, les banques et autres institutions financières se désengagent rapidement, réalisant au passage des plus-values substantielles. Elles en deviennent ainsi de simples utilisateurs, perdant de fait le contrôle de leur outil de travail. Une opportunité que de nouveaux actionnaires dont les fonds alternatifs, plus communément appelés *hedge funds*, vont s'empresse de saisir. Car s'il est un secteur qui va très vite susciter l'intérêt et l'appétit de ces investisseurs, c'est bien celui de la Bourse.

Ce changement d'actionariat conjugué à une pression croissante des utilisateurs, à la recherche d'une plus grande liquidité et de tarifs de négociation de plus en plus bas, va accélérer la consolidation dans le secteur boursier à l'échelle non plus d'un continent mais du monde. Un mouvement qui va parallèlement dessiner les contours des entreprises de marchés modernes : multi-produits et multinationales.

C'est dans cette optique qu'Euronext s'est rapprochée, en avril 2007, de la Bourse de New York, pour créer NYSE Euronext, le groupe boursier le plus important et le plus liquide au monde, jetant pour la première fois dans notre secteur d'activité un pont entre les deux rives de l'Atlantique. Aujourd'hui, NYSE Euronext offre la gamme de produits et de services la plus diversifiée, au bénéfice des investisseurs, des sociétés cotées et de l'ensemble des utilisateurs.

Regroupant les marchés de six pays différents, NYSE Euronext est numéro un mondial pour la cotation de valeurs, la négociation de produits au comptant avec une transaction sur trois réalisées dans le monde sur ses marchés, la négociation de produits dérivés d'actions et de taux, et pour la diffusion de données de marché. La capitalisation boursière totale des quelques 4 000 sociétés cotées sur ses marchés atteint près de 30 000 milliards de dollars, soit plus que la somme des quatre Bourses suivantes, et chaque jour, 140 milliards de dollars sont échangés sur les marchés de NYSE Euronext.

Sur un plan économique, un tel mouvement de concentration était devenu inéluctable dans une industrie à l'envergure et aux enjeux

globaux, et où les acteurs (intermédiaires financiers, investisseurs, émetteurs) y trouvent leur intérêt. Le mouvement de consolidation dans le secteur boursier n'est d'ailleurs probablement pas encore achevé et NYSE Euronext compte bien continuer à y jouer un rôle moteur. En Asie et en Amérique latine, qui représentent naturellement des zones de développement privilégiées, NYSE Euronext a ainsi noué un partenariat stratégique avec la Bourse de Tokyo, acquis des participations de 5 % dans le capital des Bourses indiennes National Stock Exchange (NSE) et Multi Commodity Exchange (MCX) et pris une participation amicale dans la Bourse brésilienne Bovespa, la principale Bourse d'Amérique latine qui s'est rapprochée entre temps de l'autre Bourse brésilienne, BMF.

### *BANQUES ET BOURSES AUJOURD'HUI : QUELLE FRONTIÈRE ?*

Les Bourses ne sont pas les seules à avoir changé de visage au cours des dernières années. Dans le même temps, les banques, elles aussi, ont beaucoup évolué. Dans un environnement devenu plus concurrentiel et désormais mondial, leur assignant des objectifs communs en termes de rentabilité et de création de valeur, les grandes institutions bancaires ont mené une réflexion sur l'ensemble de leur chaîne d'activités.

À l'heure où l'épargne hors bilan occupe une place de plus en plus importante et où l'intensité concurrentielle érode les marges d'intérêt, l'accent est clairement mis sur la quête de nouvelles sources de revenus et sur le développement de métiers offrant les meilleures perspectives de rentabilité. Ainsi a-t-on pu observer une tendance à l'intégration par les principaux établissements bancaires des métiers allant de la banque de détail jusqu'à la banque d'investissement, en passant par la gestion d'actifs, les activités de conseil, et même la bancassurance.

Surtout, de nouvelles opportunités de développement leur sont offertes par l'évolution de l'environnement réglementaire national (loi bancaire de 1984 en France) puis européen, qui a pour objectif de créer un véritable marché intégré. Après la directive sur les services d'investissement (1993), qui a introduit le passeport européen dans l'industrie des entreprises d'investissement, la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, organise la concurrence entre marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et internalisateurs systématiques.

Les grandes banques vont voir dans ces différentes évolutions réglementaires l'opportunité unique de se réapproprier l'activité lucrative de négociation, face à des entreprises de marchés aux niveaux d'activité et de rentabilité particulièrement enviables et bénéficiant





de surcroît d'un « pricing power » devenu rare dans toute autre industrie moderne. C'est ainsi que sont apparues récemment un certain nombre d'offres de négociation alternatives aux marchés réglementés : Turquoise, Chi-X, Rainbow, Four Seasons, etc. sont autant de plates-formes créées récemment par de grandes institutions bancaires, les mêmes qui n'avaient pas jugé nécessaire de conserver leurs participations détenues à l'époque dans le capital des Bourses...

Pour autant, face à cette nouvelle concurrence, les Bourses ont l'avantage de la liquidité historique, qui reste difficile à déplacer si l'on en croit les expériences passées. NYSE Euronext, premier pôle de liquidité en Europe, bénéficie en outre d'une plate-forme de négociation à la pointe de la technologie, permettant de traiter les ordres en quelques millisecondes à peine. Sans compter sur l'offre de nouveaux services, comme un service d'appariement interne, de publication et de déclaration des transactions, qui constituent autant de nouvelles opportunités de développement pour NYSE Euronext. Plus récemment, NYSE Euronext a également développé, en partenariat avec deux importantes banques d'investissement européennes, un nouveau projet baptisé SmartPool, qui prévoit la mise en place d'une plate-forme de négociation pour les ordres de grande taille sur les valeurs européennes.

Surtout, dans des conditions boursières agitées comme ce fut le cas récemment, les marchés réglementés ont parfaitement joué leur rôle en apportant la transparence et, aux côtés des Banques centrales, la liquidité exigées au niveau mondial par l'ensemble des opérateurs.

Si les derniers développements apparus dans l'industrie financière peuvent donc laisser penser que la frontière entre banques et Bourses, dans leur forme moderne, a tendance à s'estomper, tant leur structure et leur organisation que leur savoir-faire et leur expertise restent pourtant bien distincts. Leurs rapports relèvent davantage de l'imbrication de leurs activités respectives dans le bon fonctionnement des marchés financiers, qui incluent d'une part l'ensemble des acteurs permettant l'émission et le placement de nouveaux titres, et donc le financement de l'investissement, et d'autre part les organisations boursières sur lesquels sont échangés les titres existants, assurant la liquidité des investissements à long terme. La force de tous ces acteurs contribue, sous le contrôle des autorités de régulation, à la cohérence et au rayonnement d'une place financière.