

Commentaire

Philippe COSSERAT

Ancien Secrétaire général de la Compagnie des agents de change

Les observations qui suivent ont pour objet de prolonger l'étude de Mme Caron en évoquant la situation de l'ISE à un moment où le triomphalisme des débuts fait place à un optimisme plus raisonné, plus terne et plus stoïque et où les interrogations tendent à prendre le pas sur les certitudes.

Londres a été plus éprouvée que la plupart des autres grandes places par la diminution du volume des transactions¹ consécutive à la crise d'octobre 1987. Le phénomène a été amplifié par l'accroissement de l'importance de la dimension moyenne des négociations (+ 36 %) dont les initiateurs ont été en mesure de peser davantage sur les rémunérations des intermédiaires.

Les dommages sont incontestables. Leur ampleur incombe en partie aux solutions adoptées pour l'architecture du système londonien qu'ils conduisent à remettre parfois en cause.

Les pertes globales enregistrées par les membres de l'ISE ont été évaluées à 500 millions de livres pour l'exercice 1988 par le Président de la Bourse. Elles ont conduit à des compressions d'effectifs — généralement évaluées à 2 500 personnes — ainsi qu'à une restructuration de nombre de firmes membres : les plus spectaculaires se sont traduites

par l'abandon de l'activité de teneur de marché² ou d'activités non rentables comme le traitement des ordres des particuliers. Elles ont également eu pour effet, à défaut de provoquer des abandons, de dissuader efficacement l'adhésion de nouveau membre, à une exception près, celle de l'Industrial Bank of Japan, dont la filiale londonienne IBJ International a été admise le 18 janvier 1988.

Bien que le marché se soit montré vulnérable, il n'y a pas lieu de surestimer les difficultés d'une phase d'adaptation qui — pour avoir souvent été anticipées — demeurent à ce jour moindres que celles qu'avait suscité la déréglementation à New York en 1975.

Les intervenants n'ont pas, en règle générale, été pris de court. Les regroupements qui ont précédé ou accompagné le Big Bang au lieu de suivre Mayday ont mis en place des entités assez robustes pour accepter des pertes — fussent-elles importantes — dans le cadre d'une stratégie à long terme. La diminution des résultats de l'activité de négociation a pu dans certains cas, comme dans l'exemple de Warburg, être compensée par la progression des produits de la gestion et de l'activité de banque d'affaires.

Le développement de SEAQ n'a pas été inter-

159

1 — Le bulletin trimestriel de l'ISE du 2^e trimestre 1989 évalue la contraction des échanges à 38 % pour l'année 1988 — à données considérées comme comparables — au lieu de 15 % pour les Bourses allemandes, 22 % pour le NYSE, 24 % pour Paris, 35 % pour le NASDAQ et d'une croissance de 18 % pour Tokyo.

2 — L'effectif des teneurs de marché a été ramené de 35 à 27 sur le marché des actions domestiques et de 24 à 22 sur le marché des fonds d'État, après le retrait de quatre intermédiaires en majorité américains et l'entrée de Nomura et de Daiwa.

COMMENTAIRE

rompu. L'ISE met depuis le premier trimestre à la disposition de ses membres un circuit de routage et d'exécution automatique des petits ordres (actuellement jusqu'à 1 000 actions) qui — de même que le DOT new-yorkais — assure leur exécution par celui des intermédiaires qui affiche le meilleur prix sur SEAQ. SAEF marque une évolution importante dans la nature de SEAQ qui, à l'inverse des systèmes de spécialistes comme Chicago et Amsterdam ou de confrontation des ordres comme Toronto, Paris, Madrid et Bruxelles — ne comportait pas à l'origine de fonction d'exécution des ordres. SAEF a toutefois été devancé par deux réseaux privés, « BEST » (Kleinwort-Benson) et « TRADE » (BZW) qui offrent le même service avec l'atout de la gratuité pour l'intermédiaire client, l'exécution étant assurée par le gestionnaire du réseau. Les systèmes sont en cours de rodage. Ils devraient à terme améliorer notablement la logistique du marché, mais comme on le verra plus loin leur montée en régime et leur multiplication ne seraient pas neutres pour son organisation. Le compartiment international du marché (SEAQ International) bénéficie depuis la fin de février d'un système informatisé de confirmation des ordres et des réponses — SEQUAL — qui accroît la sécurité des intervenants comme la fiabilité des statistiques. Par ailleurs, le potentiel d'attraction de Londres est demeuré intact.

Ni l'absence de profitabilité du marché des « gilts », voué au rétrécissement par une politique d'excédents budgétaires et de désendettement, ni le surnombre des teneurs de marché n'ont conduit les intermédiaires en cause à abandonner des sièges coûteux, mais considérés comme commercialement ou techniquement nécessaires, ni dissuadé Daiwa et Nomura de faire leur entrée dans le club.

La diminution globale des effectifs résulte en général d'allègements dans le secteur de la négociation compensés par des renforcements ailleurs. C'est le cas des quatre grandes firmes japonaises et des « investment banks » américaines qui entendent utiliser Londres comme tête de pont pour développer une activité d'ingénierie financière à l'échelle de l'Europe. C'est le cas aussi de banques françaises comme le Crédit Lyonnais et la Société Générale dont les acquisitions récentes montrent leur souci de développer leur potentiel en matière de gestion sur la place.

Le compartiment international du marché, SEAQ

International, demeure par ailleurs un aiguillon pour les Bourses continentales. Il a fourni en 1988 23 % de l'activité totale de l'ISE, ce qui suffit à différencier Londres des grandes places comme New York ou Tokyo demeurées des marchés fermés consacrés prioritairement à la négociation des valeurs nationales ou des Bourses continentales qui, au mieux, limitent leurs ambitions à celle de marchés de proximité. SEAQ International n'est pas, comme sa dénomination pourrait le laisser entendre, un marché universel — les valeurs américaines et canadiennes en étant absentes — mais, aux quatre cinquièmes un marché des grandes valeurs européennes à l'usage d'une clientèle d'institutions d'outre-mer et du continent. Son activité est prolongée dans le domaine obligataire par l'activité de marchés des fonds d'État européens dont la réussite la plus spectaculaire réside sans doute dans la négociation des fonds d'État néerlandais qui — en raison notamment de l'insuffisance des moyens des spécialistes de la Bourse d'Amsterdam — représente l'équivalent du volume réalisé par la place d'origine.

Il n'est pas étonnant dans ces conditions que la crédibilité de Londres n'ait pas été entamée. Une enquête menée par Arthur Andersen auprès d'un échantillon mondial représentatif de la clientèle de SEAQ — responsables d'entreprises, d'investisseurs institutionnels et d'institutions financières — et publiée en janvier 1989 classe l'ISE dans la catégorie des grandes places internationales aux côtés de New York et de Tokyo³ et lui reconnaît sans hésitation le rôle de future capitale boursière européenne.

Paradoxalement l'on s'interroge davantage à Londres. Le bon fonctionnement du marché repose sur l'aptitude des « market-makers » à assurer sa liquidité, c'est-à-dire à répondre sans variations excessives de prix aux ordres qui leur sont adressés, tout en préservant une transparence des prix et des quantités échangées qui constitue à son tour un gage d'efficacité. Or l'évolution récente de SEAQ sur le marché domestique, a mis en évidence la vulnérabilité des « market-makers » dans un contexte de surnombre des intermédiaires et de volumes réduits et l'impossibilité pour le marché de concilier les impératifs de la transparence et ceux de la liquidité.

3 — Bien que le volume des transactions enregistrées par l'ISE n'atteigne en 1988 que le cinquième de celui du NYSE et le huitième de celui de Tokyo.

C O M M E N T A I R E

La visibilité des volumes traités a été réduite depuis que l'ISE a autorisé en février 1989 les intermédiaires à différer jusqu'au lendemain l'affichage sur les écrans SEAQ des négociations d'un montant supérieur à 100 000 livres⁴. L'information fournie par le système est désormais tronquée. C'est là le prix à payer pour que ceux des teneurs de marché qui réalisent les transactions les plus importantes et contribuent ainsi plus à la liquidité du marché ne soient pas excessivement exposés, particulièrement dans les marchés creux, lorsqu'ils ont à dénouer tout ou partie de leur position auprès de leurs concurrents. L'affichage instantané qui était la règle contribuait sans doute à l'information du marché, mais, en désignant l'auteur, le sens, le cours et le montant de la négociation, il le pénalisait presque à coup sûr en le plaçant dans la main de concurrents qui avaient disposé d'un délai suffisant pour ajuster en conséquence leurs limites. Il a été considéré comme un moindre mal de sacrifier la transparence du marché à une augmentation de sa volatilité.

Il en va de même en ce qui concerne la visibilité des prix depuis octobre 1988 lorsque les plus importants des teneurs de marché ont ramené à des montants situés entre 100 et 300 000 livres leurs engagements d'achat ou vente affichés sur SEAQ. La règle les obligeait en effet à répondre sans discrimination à leurs clients comme à leurs concurrents à hauteur des prix offerts ou demandés. Là aussi elle avait été détournée de son objet en assurant un refinancement automatique à des intermédiaires dépourvus de titres et d'espèces auxquels il suffisait de sacrifier leur rentabilité pour présenter des offres compétitives gagées sur le « *book* » de leurs concurrents. La transparence n'y trouvait pas davantage son compte dans la mesure où ces pratiques conduisaient à gonfler notablement les dimensions réelles du marché mesurées par l'addition des offres affichées. Les décisions prises en février relèvent désormais les teneurs de marché de l'obligation de répondre à leurs concurrents dans les mêmes conditions qu'à leurs clients. SEAQ est ainsi revenu à la norme du NASDAQ où les offres des *market-makers* ne sont valables que pour des quantités minimales de titres et constituent une base de négociation au-delà.

Désormais peuvent coexister sur le marché domestique au même moment et pour une même valeur trois prix différents :

— Les offres et les demandes affichées sur les écrans des *inter-dealer brokers* (IDB) qui réalisent environ 10 % du chiffre d'affaires du marché en transférant de l'un à l'autre les positions des teneurs de marché. Mais la diffusion de ces cours est réservée aux professionnels intéressés.

— Les offres et les demandes affichées sur les écrans SEAQ dont la signification est, comme on l'a vu, indicative.

— Les prix négociés et effectivement pratiqués pour les quantités importantes de titres.

Ainsi SEAQ tend à évoluer vers la juxtaposition de marchés de gré à gré dominés par les plus efficaces des teneurs de marchés. L'âpreté de la concurrence limite sans aucun doute les risques d'abus de position dominante. Mais, qu'il s'agisse des transactions effectuées par les IDB ou des conditions négociées par les teneurs de marché, la connaissance des prix effectivement pratiqués est devenue impossible. La montée en régime des réseaux privés de routage et d'exécution des ordres accentuerait cette dérive en privant les *market-makers* du flux de transactions qui leur est nécessaire pour asseoir et rentabiliser leurs positions. Elle mettrait aussi en cause la crédibilité des engagements affichés sur SEAQ.

La question d'un retour à la transparence et à la centralisation du programme initial n'est sans doute pas actuelle. Il faut au préalable rétablir les conditions d'un exercice normal du métier de teneur de marché. La concurrence y pourvoira pour une part. L'ISE entend la seconder par une réglementation plus exigeante qui tiendrait compte des efforts accomplis par les professionnels pour servir leurs clients dans les meilleures conditions de prix, de volume et de transparence, ainsi que de leurs performances en matière d'affichage des meilleures offres et des meilleures demandes. Il faudra attendre le contenu définitif des mesures qui seront prises en août ou en septembre, puis de pouvoir apprécier leur incidence pour déterminer si le marché de Londres se satisfait de sa réussite actuelle ou ambitionne de demeurer également un modèle. □

161

⁴— Ces négociations représentent 7 % des transactions faites avec les clients, mais 75 % de leur volume.