

L'organisation des Bourses américaines

Christian MERLE

Conseiller financier à l'ambassade de France, New York

Les marchés secondaires d'actions sont traditionnellement classés comme suit aux États-Unis : le premier marché qui se réfère aux transactions sur valeurs inscrites à la cote d'une Bourse, effectuées sur le parquet d'une Bourse ; le second marché qui désigne les transactions *over the counter* pour des valeurs non négociées sur des Bourses ; le troisième marché lié aux valeurs mobilières cotées lorsque ces transactions sont effectuées par des « brokers » en dehors de la Bourse ; le quatrième marché désigne des transactions sur valeurs mobilières négociées sur des Bourses lorsque ces transactions sont arrangées directement entre vendeur et acheteur, en dehors de la Bourse, et sans l'intermédiaire d'un « broker ».

Il existe deux Bourses d'actions (Stock Exchanges) nationales, toutes les deux situées à New York : le New York Stock Exchange (NYSE) ; l'American Stock Exchange (AMEX). Et cinq Bourses régionales : le Boston Stock Exchange ; le Cincinnati Stock Exchange ; le Midwest Stock Exchange (basé à Chicago) ; le Pacific Stock Exchange (dont le siège est à San Francisco mais qui possède en outre un parquet à Los Angeles) ; le Philadelphia Stock Exchange.

Le marché *over the counter* des titres non admis à la cote d'une Bourse comprend, par ordre croissant d'importance, les quatre compartiments suivants :

— les valeurs peu actives traitées par les « brokers » régionaux, pour lesquelles il n'existe pas d'information au niveau national ;

— les valeurs à faible volume mais d'intérêt national : leurs cotations figurent sur des feuillets roses (*pink sheets*) qui sont adressés à tous les « brokers » des États-Unis par le *National Bureau of Quotation* ;

— les valeurs actives qui sont traitées par le NASDAQ et font l'objet de cotations sur écrans reliés par un système informatique ;

— et enfin, les valeurs les plus actives qui sont enregistrées sur le compartiment NMS (*National Market System*) du NASDAQ qui représentent en termes de capitalisation et de volume des transactions la part la plus importante du second marché.

Les développements ci-après expliquent les modalités de fonctionnement de ces différents marchés et décrivent les liens qui les unissent.

UN SYSTÈME HYBRIDE EN ÉVOLUTION PERMANENTE

L'organisation du NYSE n'a cessé d'évoluer depuis sa création en 1792 et les progrès technologiques ont souvent provoqué des modifications importantes dans le fonctionnement de ce marché. Par exemple, l'introduction du *ticker* (bande — aujourd'hui électronique — qui affiche, avec très faible retard, les cotations effectuées) en 1867, et celle du téléphone en 1878 ont révolutionné le marché. Ces progrès technologiques ont progressivement transformé le marché de New York en ce qu'il est maintenant, à savoir un double marché d'enchères (où les acheteurs sont en compétition avec les autres acheteurs et les vendeurs avec les autres vendeurs), totalement centralisé et où des *dealers* d'un type particulier, les spécialistes ont la responsabilité de l'efficacité et de l'équité des transactions.

LA SPÉCIFICITÉ

Les marchés organisés américains, et le NYSE en particulier¹, ne sont donc pas des marchés d'agence purs, où les vendeurs rencontrent les acheteurs sous le contrôle (mais sans l'intervention) des professionnels, comme le Tokyo Stock Exchange, par exemple. Le NYSE est en fait un *marché mixte*, dans lequel il existe une centralisation directe des ordres émanant du public mais où les *dealers* ont la possibilité d'intervenir.

Les transactions sont organisées autour du spécialiste, un professionnel qui tient le livre des ordres de la clientèle mais qui peut en outre intervenir comme marchand ou comme agent pour d'autres *brokers*. En outre, le système américain permet l'intervention directe de *traders* sur le parquet qui peuvent agir soit pour leur propre compte, soit pour le compte d'autres *traders*.

En pratique, lorsqu'une valeur est active, une criée spontanée se forme sur le parquet de la Bourse, au poste où est traitée la valeur et où se tient le spécialiste compétent ; s'engage alors une enchère entre les trois parties prenantes que sont les ordres de la clientèle (connues à travers le livre du spécialiste), les *traders* qui sont sur le parquet et enfin, le spécialiste lui-même qui peut agir soit à titre principal, pour régulariser sur le marché, soit pour représenter des ordres qui lui ont été confiés par d'autres *brokers*.

Une présentation plus détaillée de chacun des intervenants permet de comprendre le fonctionnement de cette mécanique complexe et sans équivalent dans le monde.

71

LE SPÉCIALISTE : AU CENTRE DU SYSTÈME

L'objectif central du NYSE est de créer une enceinte aussi attractive que possible pour les investisseurs, tant individuels qu'institutionnels, qui souhaitent échanger des actifs financiers. Ceci signifie pour le NYSE créer le maximum d'opportunités pour des ordres publics (venant du public) de se rencontrer et d'être exécutés. Ce principe a été traduit par une règle, datant de 1910, selon laquelle priorité doit être donnée à tout ordre venant du public sur ceux émanant des spécialistes ou des firmes membres de la Bourse. Il a été affiné par deux obligations supplémentaires imposées au spécialiste :

— une obligation négative qui oblige le spécialiste de s'abstenir de participer à des transactions, sauf si son action est nécessaire au maintien d'un marché ordonné et équitable (*fair and orderly market*). Les spécialistes ne peuvent *de facto* participer

¹ — L'organisation de toutes les Bourses d'actions américaines est similaire à celle du NYSE et c'est celui-ci par commodité qui est décrit ici.

LES BOURSES AMÉRICAINES

à des transactions que pour contribuer à la continuité de l'évolution du cours, ou pour remédier à des déséquilibres temporaires entre l'offre et la demande ;

— en sus de cette obligation, la règle 11b-1 de la SEC (mise en œuvre par la règle 104 du NYSE) impose une obligation positive dont l'essence est de conduire les spécialistes à intervenir chaque fois qu'il est nécessaire comme *principals* de façon à maintenir des marchés *fair and orderly*.

Deux séries de chiffres donnent une idée grossière du rôle joué aujourd'hui par le spécialiste : en 1988, les spécialistes ont traité pour leur propre compte² 18,4 % du total des transactions (achats ou ventes), c'est-à-dire que 81,6 % des transactions en volume ont été effectuées sans leur intervention ; si on évalue leur participation non plus en nombre d'actions échangées, mais en nombre de transactions, c'est dans près de 45 % des transactions qu'un spécialiste est intervenu pour son propre compte. La différence entre les deux séries de chiffres s'explique par la quantité de petites négociations dont les interventions des spécialistes facilitent la réalisation.

Plusieurs mesures sont effectuées pour vérifier la qualité des prestations assurées par les spécialistes : contrôle des niveaux auxquels ils interviennent pour vérifier si leurs interventions sont stabilisatrices ou déstabilisatrices (88 % de leurs interventions allaient dans le bon sens en 1988) ; continuité des prix, c'est-à-dire variation de prix d'une transaction à l'autre. En 1988, 94,1 % des transactions sur le NYSE sont intervenues sans variation de cours ou avec une variation d'1/8 de dollar (l'écart minimum) ; profondeur du marché : en 1988, dans 92,1 % des cas, les négociations portant sur plus de 1 000 titres se sont effectuées sans affecter le cours ou avec un écart d'1/8 de dollar.

LES AUTRES PARTICIPANTS

A la mi-1989 le NYSE comptait 1 429 membres. Tous ne sont pas parties prenantes au processus de transactions sur le parquet (« floor »). Sur le parquet, outre 432 spécialistes on comptait à la même date : 846 « floor brokers » ; 17 « registered competitive market makers » (RCMMs) ; 8 « registered floor traders ».

Les « brokers » : la plupart des ordres de la clientèle doivent être présentés sur le « floor » par un agent membre du NYSE. La présentation est parfois directe, parfois indirecte : l'agent du client engage un deuxième agent pour exécuter l'ordre. Les *commission brokers* effectuent traditionnellement le premier métier, exécutant des ordres pour les seuls clients de leur firme (Merrill Lynch, Salomon Brothers, etc.).

Les « two-dollar brokers », brokers indépendants, travaillant pour d'autres firmes, soit lorsque les agents de ces dernières sont trop occupés, soit pour toute autre raison de discrétion ou de commodité.

La compétition dans la transmission des ordres est très intense entre les spécialistes, les « brokers » indépendants et les *commission brokers*, notamment dans un marché dont le volume stagne. En 1988, 356 millions de dollars de commissions de « négociation » ont été payés sur le « floor » du NYSE, dont 54,8 % ont été pris par les « brokers » et 45,2 % gagnés par les spécialistes.

Les « market-makers » enregistrés (RCMMs) : Ce sont des « teneurs de marché » qui n'ont pas le statut, ni les obligations du spécialiste, mais qui peuvent être appelés « à la rescousse » pour apporter de la liquidité au marché en cas de difficultés.

Les « floor traders » : Comme les RCMMs et les spécialistes, les *floor traders* peuvent traiter pour leur propre compte. Leurs obligations sont moindres que celles

²— Ils peuvent en outre intervenir comme de simples « brokers » pour des clients. A ce titre, ils assurent un nombre et un volume de transactions quasiment aussi importants que ceux liés à leur rôle de spécialistes.

LES BOURSES AMÉRICAINES

LES SPÉCIALISTES AU NYSE : UNE FONCTION ORIGINALE, UN RÔLE CONTESTÉ

Le spécialiste a toujours été la figure centrale au New York Stock Exchange. Le spécialiste est un membre de la Bourse installé à demeure en un lieu bien précis, toujours le même, du parquet où il joue à la fois le rôle d'un broker (agent intermédiaire) et d'un dealer (acteur principal).

En tant qu'agent, il exécute les ordres à cours limites, lesquels ne correspondent pas forcément au cours du marché, pour le compte du public, ordres qui lui ont été remis par d'autres membres de la Bourse notamment par l'intermédiaire du système électronique DOT. En tant que dealer, il achète et vend pour son propre compte, afin d'organiser le marché pour ceux des titres dont il est le spécialiste.

Le système du spécialiste a pour fonction d'assurer que chaque acheteur ou vendeur potentiel a en permanence un accès instantané, équitable et complet au mécanisme d'échange des titres et de formation des prix sur la Bourse. Le système des spécialistes sert autant les petits investisseurs, qui ne traitent que quelques dizaines ou centaines d'actions, que les investisseurs institutionnels qui traitent des millions de dollars pour le compte de centaines ou de millions d'individus qui leur ont confié leur argent à gérer.

Les spécialistes ne sont pas des employés de la Bourse. Ce sont des membres de celle-ci (ils disposent d'un siège) soit cadres dirigeants, soit associés de firmes assez fortement capitalisées, et qui engagent leur propre capital dans les opérations qu'ils conduisent.

La performance des spécialistes au cours des événements bancaires d'octobre 1987

ainsi que leur niveau de capitalisation ont été deux des questions principales posées par la commission d'enquête menée par M. Brady. Les conclusions de cette commission ont paru accablantes pour le système des spécialistes : il apparaissait en effet, à travers les chiffres, que les spécialistes n'avaient pratiquement pas eu d'effet stabilisateur sur l'évolution des prix et que même certains spécialistes avaient accentué la chute des prix en étant vendeurs nets sur le marché.

Le NYSE réagit rigoureusement à ces accusations, mais dut reconnaître la faible prestation de certains de ses spécialistes. Des mesures ont depuis lors été prises. Plusieurs spécialistes ont eu leur agrément retiré et les règles prudentielles relatives à la solvabilité des firmes de spécialistes ont été durcies : le capital minimum a été multiplié par 10 (de 100 000 à 1 000 000 de dollars) et le ratio de fonds propres par rapport aux positions ouvertes a été multiplié par trois.

Ces dispositions, quoique importantes, ne sont pas de nature à permettre à un spécialiste de faire face à des vagues de ventes aussi importantes que celles d'octobre 1987. La réflexion s'est en conséquence orientée sur l'adaptation de la fonction du spécialiste aux exigences des marchés financiers modernes dans lesquelles la volatilité s'accroît très fortement à raison de la prépondérance accrue des investisseurs institutionnels. Le NYSE tient ferme sur sa défense du système qui constitue à la fois sa spécificité et son étendard, mais réfléchit en même temps sur les façons d'améliorer le rôle de ces intermédiaires méconnus à la responsabilité écrasante que sont les spécialistes de la Bourse de New York.

73

des RCMs mais les restrictions s'appliquant à leur activité sont plus sévères (le plus souvent, ils interviennent également comme « brokers », pour assurer leur rentabilité). Ils ne peuvent opérer à la fois comme agent et comme principal sur une même valeur le même jour.

SUPER DOT : LE MARCHÉ ÉLECTRONIQUE

Le système DOT (*Designated Order Turnaround*) est un système informatique qui a été introduit en 1976 pour faciliter le traitement et le suivi des ordres. Il a été progressivement amélioré et est désormais appelé Super Dot. Il assure la transmission de l'ordre depuis les bureaux (où qu'ils soient aux Etats-Unis) de la firme membre jusqu'au spécialiste, la proposition et l'exécution éventuelle de l'ordre et la notification des caractéristiques de l'exécution vers les bureaux de la firme membre du NYSE.

L'importance du système électronique d'exécution des ordres est désormais

LES BOURSES AMÉRICAINES

centrale : 60 % des ordres sont exécutés automatiquement à l'intérieur du système (transaction effectuée entre deux ordres de sens contraire entrés dans le système), 24 % des transactions ont lieu entre le système DOT et les « brokers » sur le parquet (qui prennent la contrepartie d'un ordre affiché par le système) et les transactions directes entre deux « brokers » sur le parquet ne représentent plus que 16 % des transactions.

Le *program trading*³ est pour l'essentiel exécuté à travers Super Dot. Il représentait jusqu'à une date récente près de 15 % du volume des transactions.

L'« upstairs » trading, la négociation de blocs

Le terme « *upstairs* » se réfère aux salles de marché des firmes membres du NYSE, par opposition au « *downstairs* », à savoir le parquet du NYSE, au 11 Wall Street. Ces firmes membres effectuent *upstairs* un certain nombre d'activités comme la négociation des blocs, la prise de position sur les blocs ou du « *program trading* », dans lesquelles elles engagent leur propre capital.

Sont appelées blocs les transactions portant sur 10 000 actions ou plus⁴. Il se négocie plus de 3 000 blocs par jour en moyenne sur le NYSE. Certains blocs représentent plusieurs millions de titres et la taille moyenne des blocs est de l'ordre de 30 000 titres (avec une valeur moyenne du titre de 40 dollars, ce sont des blocs de plus de 1 million de dollars qui se négocient donc en moyenne). La négociation de blocs représente plus de la moitié du volume des transactions du NYSE.

En raison de leur taille, les blocs sont traités différemment des ordres habituels de la clientèle. Leur présentation directe sur le marché pourrait en effet provoquer des variations de prix excessives.

Les transactions les plus importantes (100 000 titres et au-delà) sont plus souvent des ventes que des achats de blocs (*cf. encadré*).

Les salles de marché des maisons de titres jouent un rôle de plus en plus important dans le fonctionnement du marché sur le NYSE. La recherche n'est plus le facteur-clé qui les différencie dans leur démarchage des investisseurs institutionnels. C'est désormais la qualité de l'exécution et en particulier le traitement des gros ordres qui fait la différence. Le nombre, la qualité des « traders » et la quantité de capital qui est allouée aux opérations qu'ils montent ont crû dans des proportions énormes ces dernières années et les salles de marché sont devenues un élément essentiel de la formation des prix et de l'exécution des ordres sur le marché des actions aux États-Unis.

Beaucoup de controverses sont nées de la prolifération de l'*upstairs trading* qui correspond assez largement aux besoins des investisseurs institutionnels mais qui, en raison de sa prédominance est souvent considéré comme préjudiciable aux intérêts des plus petits investisseurs.

Sans trancher sur ce débat délicat, on peut faire remarquer que l'apparition des négociations de blocs correspond à l'évolution des besoins des gros investisseurs et qu'on voit mal comment et pourquoi il faudrait l'interdire ; que les salles de *trading* des grandes maisons de courtage travaillent en liaison étroite avec les spécialistes et les *traders* sur le parquet du NYSE pour minimiser l'impact de ces transactions sur le marché ; que à l'évidence cette évolution améliore la liquidité du NYSE. Dans la plupart de ces transactions le capital des spécialistes serait bien insuffisant, s'ils

3 — Le NYSE définit pour ses propres besoins le « *program trading* » comme les stratégies de transaction qui comportent l'achat et la vente simultanés de plus de 15 valeurs pour un montant supérieur à 1 million de dollars.

4 — En 1988, les 10 plus grosses transactions ont concerné des échanges de plus de 15 millions de titres, la plus importante ayant porté sur 25 millions de titres.

LES BOURSES AMÉRICAINES

LA NÉGOCIATION DE BLOCS

Supposons qu'un institutionnel veuille vendre 600 000 titres d'une valeur ABC dont le cours est 35 dollars et dont le volume journalier moyen de transaction est de 500 000 titres. Placer l'ordre sur le marché, même avec un ordre limite, provoquerait un mouvement de baisse du prix important, ce qu'évidemment le vendeur veut éviter.

L'institutionnel va donc chercher une maison capable de lui trouver la contrepartie sur son ordre. Le choix de la maison est délicat car si elle est mal choisie et n'a pas d'acheteurs potentiels suffisants sur le titre en question, une salle de marché en trop sera informée de l'ordre de vente. Certains écrans (Instinet ou Autex) permettent d'aider le choix en affichant des investisseurs ou des intermédiaires intéressés par un titre précis.

Le vendeur contactera donc une maison en essayant d'en savoir le plus possible sur les acheteurs potentiels qu'elle aurait en réserve sans divulguer la taille exacte de son ordre, car toute information lâchée imprudemment peut être utilisée contre le vendeur.

Ensuite la maison de titres va chercher des informations auprès des réseaux d'information organisés et du spécialiste de la valeur et tentera de déterminer quel est le montant de la demande existante ou potentielle. A partir de là, et compte tenu du prix courant sur le marché, elle proposera un prix au vendeur, par exemple 35 1/8. Si celui-ci l'accepte, il ne reste au *dealer* qu'à activer les vendeurs potentiels et à en démarcher d'autres, cette fois-ci de façon officielle pour déboucler l'opération. S'il n'y arrive pas, il gardera une position sur une partie des titres échangés. Si par exemple, il ne trouve que

550 000 titres à l'achat, il gardera une position de 50 000 titres sur ses livres qu'il devra écouler plus tard.

Une fois le bloc assemblé, la maison de titres transmet les ordres de vente et d'achat au spécialiste sur le *floor*, pour exécution (1). Les ordres limites dans le marché (les ordres d'achat jusqu'à 35 1/8) sont inclus dans la transaction (*cleanup price rule*). L'échange est effectué et le *tape* retrace la transaction de 600 000 actions ABC au prix de 35 1/8.

La maison de titres reçoit une commission pour les 600 000 titres qu'elle a achetés (au vendeur) et les 560 000 qu'elle a vendus (aux acheteurs). La commission prise sur le vendeur est plus importante que celle sur les acheteurs, dans la mesure où la maison de titres a supporté le risque de position sur son propre capital.

Cet exemple permet d'illustrer quelques différences entre les négociateurs de blocs et le spécialiste :

— Liberté de chercher les ordres : les négociateurs jouent un rôle actif dans la recherche de clients susceptibles de faire l'autre partie de la transaction. Le spécialiste ne le peut pas.

— Une maison de courtage peut agir simultanément comme *broker* et comme *dealer*, si elle prend une position pour faciliter une transaction. Le spécialiste ne le peut pas.

— L'obligation de faire un marché dans les deux sens : le spécialiste (de même que les *market-makers* sur l'OTC) est obligé de faire un marché à la vente et à l'achat. Le négociateur de blocs ne fait pas de marché tant qu'il n'a pas été sollicité par un vendeur ou un acheteur. Dès qu'il l'a été, il recherche activement la contrepartie,

(1) En vertu de la règle 390 du NYSE qui oblige à opérer toute transaction sur le « *floor* » si elle concerne une valeur listée au NYSE.

avaient à intervenir en première ligne, et celui des maisons de titres vient utilement assurer un matelas pour faire face à des déséquilibres, provisoires mais importants, entre offre et demande.

LA RÈGLE 390 ET LE TROISIÈME MARCHÉ

Le troisième marché désigne les échanges de valeurs inscrites à la cote d'une Bourse en dehors de celle-ci. S'agissant du NYSE, cette pratique est interdite (en vertu de la

LES BOURSES AMÉRICAINES

règle 390) à toute firme qui est membre de la Bourse⁵. Cette interdiction ne s'applique pas, en revanche, aux personnes qui ne sont pas membres de la Bourse.

Deux systèmes électroniques concurrents organisent et facilitent ce troisième marché (qui peut aussi prendre des formes plus traditionnelles d'intermédiation d'un vendeur et d'un acheteur par un « broker » non membre du NYSE) : le POSIT, qui est géré par la maison de courtage Jefferies, basée à Los Angeles, dont le troisième marché est la spécialité ; le Crossing Network, géré par Instinet, filiale de Reuters.

Sur ces systèmes d'information électroniques, des acheteurs ou des vendeurs potentiels de titres peuvent afficher leurs intentions et espérer ainsi trouver une contrepartie. Les frais de transactions sont plus faibles et la confidentialité mieux assurée, sur ces échanges hors Bourse qui présentent en revanche une liquidité moins forte. Les opérations du troisième marché sont recensées sur le « tape » consolidé, ce qui permet aux professionnels et au public d'être informés du niveau des cours et du volume des transactions.

Il semblerait que les maisons de titres aient utilisé récemment le « troisième marché » pour réaliser discrètement des opérations de *program trading* qui ont aujourd'hui mauvaise presse.

Au total, le fonctionnement des Bourses américaines est loin de correspondre, dans la pratique, au schéma simple d'origine. Les progrès technologiques, l'évolution des besoins des investisseurs, notamment institutionnels, ont profondément transformé sa nature et son mode de fonctionnement.

Le NYSE n'est plus que minoritairement un marché d'enchères dans lequel les investisseurs publics (non membres de la Bourse), représentés par leurs « brokers », échangent directement leurs titres sur le parquet de la Bourse. D'après certains analystes, à peine 10 % de transactions⁶ (en valeur) sont effectuées dans ce cadre, principalement à l'ouverture des marchés. Pour le reste, le NYSE est un marché de marchands (« dealers ») dans lequel les spécialistes facilitent les transactions. La position du monopole de ces derniers — qui, comme on l'a vu, ne les empêche pas de subir une concurrence active de la part d'autres intervenants — a souvent été critiquée. L'abolition de la Règle 390 du Stock Exchange reste au centre des débats sur l'évolution des Bourses américaines, à la lumière des prestations parfois insuffisantes des spécialistes durant les événements d'octobre 1987 et sous la pression des grandes maisons de titres qui aimeraient pouvoir faire leurs propres marchés sur les titres qu'elles traitent.

Il paraît peu probable qu'une réforme radicale puisse voir le jour : d'une part parce que le système des spécialistes constitue la spécificité des Bourses américaines, spécificité qu'elles ne sont pas prêtes à abandonner, d'autre part parce que le maintien du spécialiste et des règles fondamentales du NYSE n'a pas empêché une adaptation progressive de ses modes de fonctionnement.

5 — Des régies similaires existent sur l'AMEX et les bourses régionales. La règle a été amendée en 1979 (cf. *infra*) et l'interdiction ne porte que sur les valeurs admises à la cote avant le 14 avril 1979 (ce qui recouvre en fait toutes les « blue chips »). Néanmoins, les maisons de titres n'ont jamais réussi à développer un marché propre en dehors du NYSE sur les valeurs qui ne sont pas soumises à la règle 390.

6 — *The Stock Exchange Specialist System : an Economic Analysis* - Hana R. Stoll. 1985. Graduate School of Business Administration NYU.

LES BOURSES AMÉRICAINES

LE MARCHÉ « OVER THE COUNTER »

Le marché OTC⁷ réunit des milliers de maisons de titres disséminées sur l'ensemble du territoire américain. Sur ce marché se traite une variété très grande de valeurs mobilières : des actions ou quasi-actions mais aussi des obligations émises par le Trésor, les municipalités ou les entreprises des OPCVM ainsi que certains instruments dérivés (options, futures).

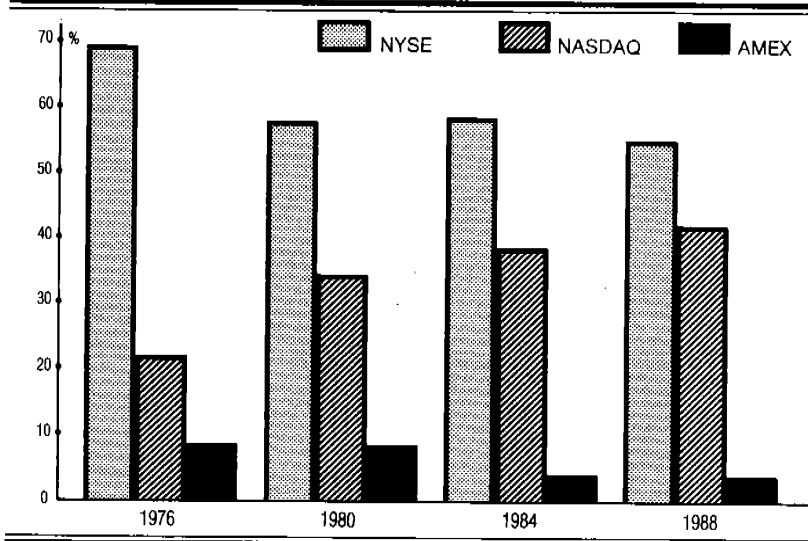
Les *dealers* OTC interviennent à la fois sur le marché primaire (émission de nouvelles actions) et sur le marché secondaire (transactions sur actions déjà émises). Le second marché est le principal marché pour les sociétés à dimension régionale ou pour les entreprises nouvelles ou en croissance qui ne satisfont pas encore aux critères d'éligibilité aux Bourses régionales ou nationales. Néanmoins, plusieurs centaines de sociétés qui seraient éligibles à une Bourse organisée ont préféré maintenir leur cotation au second marché et ne pas demander leur admission à une Bourse organisée.

Le compartiment phare du marché OTC est le NASDAQ/NMS. Les critères d'éligibilité à ce marché sont plus sévères et n'y figurent que les valeurs les plus activement traitées. Les négociations effectuées sur le NMS doivent faire l'objet d'un compte rendu précis et rapide (dans les 90 secondes qui suivent la transaction) en matière de cours et de quantités traitées et pas simplement d'un affichage des cours comme les autres valeurs OTC. Le nombre de valeurs cotées sur le NASDAQ/NMS a rapidement crû ces dernières années, même si le krach de 1987 a quelque peu interrompu cette remarquable ascension. Désormais l'ensemble des marchés OTC constitue le deuxième marché secondaire d'actions des Etats-Unis, assez loin derrière le NYSE, mais devant l'AMEX et les Bourses régionales.

GRAPHIQUE

77

Les marchés d'actions aux Etats-Unis (en volume d'actions échangées)



7 — Ce marché tire son nom de l'époque où les titres non cotés sur une Bourse étaient achetés au guichet des banques ou des « brokers ».

LES BOURSES AMÉRICAINES

LA NASD

La *National Association of Securities Dealers* dont le siège est à Washington DC est l'autorité professionnelle (*self-regulatory organization*) chargée, sous le contrôle de la SEC, de réglementer et contrôler le second marché. A ce titre, elle fixe les règles de fonctionnement du marché pour ses membres. Les règles concernent l'intégrité financière des membres, les pratiques de vente et de relation avec la clientèle ainsi que l'activité de *market-making* ou d'*underwriting*.

A la différence des spécialistes sur les Bourses organisées, les *dealers* sur le marché OTC n'ont pas d'obligation de maintenir activement des marchés « équitables et ordonnés ». Ils doivent cependant offrir des cotations dans les deux sens durant toute la journée. Ils sont soumis à une règle de 5 % d'écart qui leur interdit de prendre des bénéfices trop importants au détriment de la clientèle. Les membres de la NASD ne peuvent intervenir à la fois comme *brokers* et comme *dealers* sur une même transaction : si, par exemple, une maison vend à partir de son propre portefeuille, elle ne peut percevoir de commission sur la transaction.

La NASD, comme les Bourses organisées, assure la surveillance du marché. Les prix et le volume sont surveillés, une partie de la surveillance étant assurée par des systèmes informatisés.

LES « DEALERS » OTC

Plus de 6 500 maisons sont membres de la NASD, représentant une force de vente de plus de 400 000 personnes. Le public n'accède en général pas directement aux *dealers* ; les ordres des clients sont en général passés à un *broker* qui, lui, traite avec les *dealers*.

Les *dealers* se spécialisent sur un certain nombre de valeurs de quelques-unes à plusieurs centaines selon la taille de la firme sur lesquelles ils sont teneurs de marché. A la différence des marchés organisés, les valeurs ne sont pas affectées aux *dealers* (comme c'est le cas pour les spécialistes), mais au contraire ce sont les *dealers* qui choisissent les valeurs sur lesquelles ils souhaitent faire un marché.

En moyenne, entre 2 et 20 *dealers* assurent le marché sur une valeur OTC, avec une concurrence encore plus intense pour les valeurs les plus activement traitées.

LE DÉBAT MARCHÉS CENTRALISÉS-MARCHÉS DÉLOCALISÉS

Les sociétés les plus importantes sont cotées au NYSE qui reste le plus important marché aux Etats-Unis. Néanmoins, la tradition qui voulait que le second marché ne soit pas que pour les petites sociétés ou celles qui se développent tend à disparaître. Bon nombre de sociétés cotées sur le compartiment NMS du NASDAQ remplissent les conditions voulues pour entrer à l'AMEX ou au NYSE. Elles ne le souhaitent pas, soit pour des raisons de coût (les Bourses organisées ont des frais d'enregistrement plus élevés) soit pour des raisons de mode d'organisation des marchés.

Même si le débat est assez largement académique, il est intéressant de rappeler la controverse sur les avantages respectifs des deux types de système, en se plaçant selon plusieurs perspectives.

Pour les professionnels :

- Concurrence

Le marché OTC est un marché de *dealers* alors que les Bourses américaines fonctionnent selon un système mixte enchère/agence. Les *dealers* sont en compétition entre eux mais, à la différence des marchés organisés, ne subissent pas la

LES BOURSES AMÉRICAINES

concurrence directe des ordres émanant du public. C'est la concurrence entre les *dealers* qui rend les marchés OTC liquides, ordonnés et équitables.

Sur les Bourses, le spécialiste a une position de monopole sur la ou les valeurs qui lui ont été assignées et sur une Bourse donnée il n'y a qu'un seul spécialiste pour chaque valeur. Néanmoins, le spécialiste subit la concurrence des ordres du public, des *brokers* qui sont physiquement sur le parquet de la Bourse, des *upstairs traders* qui négocient des blocs et du troisième marché sur lesquels des « face à face » sont organisés. Le spécialiste subit en outre la compétition des autres spécialistes sur les Bourses régionales qui traitent les mêmes valeurs que lui et qui sont reliés par le système ITS (*cf. infra*).

Au-delà des présentations théoriques des deux types de marchés, il apparaît que les deux modèles sont en fait des organisations extrêmement compétitives pour les *dealers* (teneurs de marché ou spécialistes) qui y travaillent.

- Flexibilité

Les *dealers* OTC ont davantage de flexibilité : ils sont libres de choisir leurs valeurs et d'en changer. Inversement, ils peuvent être chassés du marché par un concurrent plus actif ou dont les prix sont plus serrés.

Le spécialiste ne peut choisir sa valeur, doit subir une procédure longue et difficile pour être choisi par la Bourse. En revanche, la charge de la preuve, en matière de performance, est inversée : ce sera à la Bourse de prouver son insuffisance ou ses fautes si elle veut lui retirer le marché d'une valeur. Dans tous les autres cas, y compris performance moyenne ou médiocre, il conservera son marché.

Les *dealers* OTC ont un rôle plus actif d'une part parce qu'ils peuvent également intervenir sur le marché primaire, d'autre part parce qu'ils peuvent (et doivent) rechercher des contreparties aux transactions qui leur sont proposées, alors que le spécialiste doit attendre les flots d'ordre et agir en conséquence pour assumer sa responsabilité d'organisation du marché.

- Réglementation

L'activité des *dealers* OTC est moins étroitement réglementée que celle des spécialistes. La NASD estime que la forte pression exercée par la concurrence des autres *dealers* permet de se satisfaire d'une réglementation minimum. Les responsabilités spécifiques ainsi que le monopole du spécialiste expliquent une réglementation beaucoup plus détaillée et une évaluation précise et régulière des performances.

- Information

La qualité de l'information dont disposent les *dealers* diffère sur les deux types de marchés : le *dealer* OTC a une information plus partielle (liée à ses propres clients) mais plus précise, plus qualitative dans la mesure où elle résulte de conversations directes avec la clientèle ; le spécialiste dispose d'une information exhaustive, puisque l'ensemble du marché est centralisé mais cette information est essentiellement quantitative (à travers les ordres qu'il voit sur son livre électronique ou qu'il reçoit directement des *brokers* sur le *floor*).

Pour les pouvoirs publics et les autorités de tutelle des marchés

- Réglementation et contrôle

A l'évidence, le choix des marchés de *dealers* délocalisés correspond à une orientation libérale, l'institution d'une concurrence libre et active permettant d'alléger le dispositif réglementaire et de contrôle qui est plus lourd dans un marché centralisé. L'expérience américaine montre, à travers les insuffisances manifestées par le NASDAQ lors du krach d'octobre 1987, que l'autodiscipline et la pression de la concurrence ne suffisent pas en temps de crise. Les marchés de marchands présentent des dangers sérieux lorsque ces derniers ne veulent plus travailler.

LES BOURSES AMÉRICAINES

L'expérience d'octobre 1987 nous apprend également qu'une crise se règle plus facilement sur un marché organisé où il est possible de coordonner un nombre limité d'intervenants principaux pour faire face à une panique du public.

- Performance

Le débat est là plus confus. De nombreuses études théoriques et modèles économétriques ont tenté de démontrer la supériorité de l'une ou l'autre organisation de marché en matière de performance et de coûts de transaction. Il semble qu'il n'y ait pas de réponse dans l'absolu et que les performances soient différentes selon les types de valeurs traitées : les marchés centralisés conviennent bien aux valeurs activement traitées, avec une bonne liquidité. Les marchés de *dealers* sont au contraire bien adaptés aux titres plus étroits, à la liquidité moins assurée. La nature différente des titres cotés au NASDAQ et au NYSE illustre parfaitement cette théorie.

Pour les investisseurs

La réponse, à l'évidence, varie selon la nature de l'investisseur. Le petit investisseur, plus intéressé par des valeurs phares, investissant pour des durées plus longues, verra ses intérêts bien mieux défendus dans un univers de marché centralisé, où il sera sûr d'obtenir le meilleur prix. Les marchés de *dealers* conviennent en revanche mieux aux investisseurs institutionnels qui peuvent davantage mettre en concurrence les professionnels et trouver auprès d'eux les services spécifiques et pointus dont ils ont besoin.

Au total, l'évolution du marché OTC aux Etats-Unis est caractérisée par une réglementation de plus en plus précise, d'autant plus précise que les valeurs font l'objet d'un marché large intéressant un vaste public d'investisseurs individuels. Sur le NASDAQ-NMS par exemple, les règles d'éligibilité des valeurs, les procédures de règlement et les contraintes qui s'imposent aux teneurs de marché sont au moins aussi contraignantes que celles de bien des Bourses organisées en Europe.

80

LIENS ET CONCURRENCE ENTRE LES MARCHÉS LE NATIONAL MARKET SYSTEM

A la fin des années 60, l'explosion de l'activité des Bourses américaines, à la suite de l'entrée en force des investisseurs institutionnels, a entraîné les faillites de nombreuses maisons de courtage et de *dealing*, révélant la fragilité du système alors en vigueur. Le coût du sauvetage de ces institutions, pour la protection des intérêts des clients finals, a été très important. Cette situation a conduit la SEC et le Congrès à réfléchir sur l'intégration du système des bourses américaines. Le débat, auquel les professionnels ont largement participé, a débouché sur la constitution d'un fonds de garantie, le SIPIC, qui, à l'image du FDIC ou de la FSLIC, permet une assurance mutuelle entre les membres des places d'échange, et à l'adoption d'un système de liaison des bourses, réalisant une meilleure intégration de l'ensemble, sans que la centralisation n'altère la situation de concurrence.

LE SYSTÈME DES BOURSES AVANT L'ITS

Les Etats-Unis comptent 7 Bourses⁸ sur leur territoire. Chacune d'entre elles peut comporter plusieurs *floors*, comme le Pacific Exchange, qui est localisé à la fois à Los

⁸— En ce qui concerne les actions. La plupart des places qui traitent des produits dérivés ou des « *commodities* » n'ont pas la qualification de « *stock exchange* ».

LES BOURSES AMÉRICAINES

Angeles et à San Francisco. La spécificité de ce système, par rapport à l'organisation française notamment, est qu'une même valeur peut être cotée simultanément sur plusieurs places. L'accès des titres d'une société à la cote se fait à la demande de l'intéressée.

Il est rare qu'une société demande à être cotée sur plusieurs Bourses. En revanche, les Bourses prennent parfois l'initiative de négocier sur leur parquet une valeur qui n'a pas fait l'objet d'une demande d'admission à leur cote par la société émettrice. Il leur faut pour cela une autorisation, l'*unlisted trading privilege*, accordée par la SEC, qui avise alors la société concernée. Celle-ci peut contester la décision, mais ne peut l'annuler de sa simple volonté. En pratique cette procédure n'est employée que par les Bourses régionales, pour coter des valeurs enregistrées au NYSE, à l'AMEX, ou sur le NASDAQ. En revanche, l'AMEX et le NYSE ne traitent que des sociétés inscrites à leur cote, ne serait-ce que pour afficher leur prédominance ou leur spécificité.

Le système initialement en vigueur contraignait les spécialistes de chaque Bourse à offrir à leurs clients le meilleur prix national pour une valeur donnée. Cette obligation donnait lieu à un arbitrage forcé des spécialistes, et alourdissait le niveau de risques que supportaient ces firmes.

Les cinq Bourses régionales (Midwest Stock Exchange, Boston Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange, Pacific Stock Exchange, Cincinnati Stock Exchange) ont toujours joué, malgré la faible part des échanges dont elles sont responsables, un rôle important. Elles proposent en effet aux firmes spécialisées un accès moins coûteux et moins réglementé aux activités de « broker » et de spécialiste, aux émetteurs des possibilités d'introduction en Bourse à moindres frais et selon des critères moins rigoureux, et enfin, aux investisseurs des prix formés de façon plus concurrentielle, et la possibilité d'une meilleure confidentialité des ordres par la division des blocs.

81

LE DÉBAT CENTRALISATION/CONCURRENCE

Dans le cadre des réformes en 1975, la discussion sur le CLOB (*cf. encadré*) et sur l'ouverture de tous les marchés aux membres des Bourses a rapidement débouché sur un débat autour du choix entre deux principes d'organisation du futur « marché national » que les pouvoirs publics voulaient organiser.

Un système centralisé, qui recevrait tous les ordres, et les répartirait — de façon plus ou moins administrative — aux différentes places. Le système des multiples places d'échange deviendrait alors « transparent », en ce sens que le client final ne s'adresserait qu'à cette nouvelle Bourse pour l'exécution de ses ordres, et pourrait entièrement ignorer la présence de différentes Bourses. L'identité et la liberté des places en seraient certainement atténuées, car elles ne seraient plus que des sous-parties d'un système global. La perspective de ne plus être en contact direct avec ses clients, et donc avec le flot des ordres, a inquiété le NYSE, qui s'est opposé à un projet reposant sur ce principe, pensant qu'il verrait sa part de marché diminuer.

Un système décentralisé et concurrentiel était la seconde possibilité dans lequel les investisseurs peuvent s'adresser aux différents échanges, mais où l'intégration de la négociation, c'est-à-dire la possibilité pour le client d'obtenir le meilleur prix national, ne se fait plus par contrainte sur le spécialiste mais par un routage de l'ordre vers l'échange proposant le meilleur prix. Ce système permet de conserver une grande partie des avantages de la décentralisation, permettant notamment aux clients d'exprimer leur préférence pour un marché, en fonction des coûts et des services proposés, et de mieux assurer la confidentialité de leurs ordres. Le choix possible du client entraîne donc une situation de concurrence entre les

LES BOURSES AMÉRICAINES

LES RÉFORMES DE 1975

L'Intermarket Trading System (ITS) est un système de communication électronique reliant le NYSE et l'AMEX aux cinq Bourses régionales et, parallèlement, à la NASD. Le système permet aux « brokers » représentant des clients ainsi qu'aux spécialistes et aux « market makers » traitant pour leur propre compte d'entrer instantanément en contact avec leurs contreparties sur les autres marchés membres du ITS lorsque le Composite Quotation System affiche un meilleur prix.

L'ITS a été mis en place de manière expérimentale sur un échantillon de onze actions traitées à New York et à Philadelphie en avril 1978. Ce développement n'aurait pas été possible sans l'adoption, en 1975, des amendements aux Securities Acts des années 1930. Les réformes voulues par le Congrès avaient trois objectifs principaux :

- supprimer toutes les règles internes des Bourses qui limitaient la concurrence,
- supprimer le régime des commissions fixes en vigueur,
- développer un système de marché national (National Market System) qui permette de :

- diminuer les coûts de transaction,
- assurer une concurrence équitable entre les professionnels,
- assurer une information complète sur les prix et les transactions,
- donner la possibilité maximale aux ordres du public d'être exécutés sans l'intervention d'un « dealer ».

Ces réformes avaient pour but de renforcer la concurrence dans un environnement de marché libre. Cette volonté affichée de dérégulation devait amener à la création d'un National Market System (NMS) caractérisé par :

- le « Consolidated Tape », un système de centralisation et d'affichage des cours des différentes bourses d'actions :
- la création de la National Securities Clearing Corporation (NSCC) regroupant les sociétés de « clearing » du NYSE, de l'Amex et de la NASD ;
- le Consolidated Quotation System (CQS), opérationnel en 1978, permettant de transmettre les informations du Consolidated Tape aux opérateurs par l'intermédiaire de terminaux tels que Quotron ;
- l'ITS, mis en place dès 1978.

Les Securities Acts Amendments ont, par leur orientation libérale, amené les législateurs à chercher à remettre en cause les

accords de Buttonwood, datant de 1792, qui exigeaient que les sociétés membres des Bourses américaines prennent leurs ordres des seules Bourses dont elles étaient membres.

La SEC a alors tenté d'éliminer ces restrictions afin de faire jouer la concurrence. C'est ainsi que, le 23 juin 1977, la SEC proposait la suppression ou l'amendement de la NYSE Rule 390 et de la Amex Rule 5, règles qui interdisaient aux membres des marchés les activités de « trading » en dehors de leurs propres marchés.

La SEC a également cherché à mettre en place un Consolidated Limit Order Book — mieux connu sous le nom de CLOB — qui permet de centraliser les ordres limites. Le problème étant de protéger les ordres limites afin d'éviter les « trade throughs », c'est-à-dire le fait qu'une opération puisse se faire sur un marché à un prix moins compétitif que celui demandé ou offert par un autre marché.

Les oppositions à ces deux propositions se sont rapidement organisées :

- en ce qui concerne la Règle 390 du NYSE et la Règle 5 de l'AMEX : les marchés nationaux, notamment le NYSE, ont craint une perte importante de parts de marchés engendrée par la possibilité offerte aux Bourses régionales d'exécuter des opérations sur des actions cotées sur leurs marchés. Cette opposition s'est traduite par un retardement de la mise en place de la réforme jusqu'en 1980. C'est à cette date que la SEC a introduit la Règle 19C.3, autorisant les membres des marchés à exécuter des opérations sur d'autres places et sur tous les titres listés à partir du 26 avril 1979. Cette nouvelle règle ne s'applique donc pas comme mentionné plus haut aux valeurs déjà cotées (c'est-à-dire en pratique toutes les grandes valeurs de la cote) qui demeurent soumises à la Règle 390 ;

— au niveau du CLOB, l'opposition s'est articulée autour de trois éléments :

- le coût de sa mise en place ;
- l'obligation du spécialiste de maintenir un marché équitable et équilibré, rendue impossible par une exécution électronique et par l'accès de tous les « traders » au livre des ordres limites ;
- la crainte d'une « terra incognita », notamment en matière informatique. Cette crainte, qui a diminué avec la familiarité croissante des agents aux équipements électroniques, était cependant une préoccupation réelle à la fin des années 1970.

LES BOURSES AMÉRICAINES

échanges, leurs membres et leurs chambres de compensation, et donc la diminution des prix.

LA MISE EN PLACE DE L'ITS, SYSTÈME D'INTÉGRATION COMPÉTITIF

C'est un système de Bourses fondé sur le second principe qu'ont choisi les autorités administrative et législative américaines. Cette position modérée s'est traduite par la naissance et le développement de l'ITS. Celui-ci relie les marchés d'actions entre eux et facilite l'exposition des ordres aux forces concurrentielles tout en préservant une priorité par le prix entre marchés. Un ordre passé sur ITS constitue un engagement d'achat ou de vente pour un montant donné de titres à un prix donné. L'engagement est valable pendant un laps de temps de une à deux minutes. Un *broker* sur le parquet du NYSE, ou sur un des six autres marchés d'actions des Etats-Unis, peut connaître les cours d'une action cotée sur ITS par le biais d'écrans situés auprès des spécialistes. Après obtention du cours offert par le spécialiste lui-même, le *broker* peut choisir de traiter avec le spécialiste ou par ITS. Si le *broker* choisit ITS, un engagement est envoyé à la Bourse où le meilleur cours ITS a été affiché (par exemple, le Philadelphia Stock Exchange). L'engagement peut être accepté par le spécialiste de Philadelphie ou refusé si le cours n'est plus offert (cas d'ordres déjà exécutés notamment). Les opérations sur ITS se déroulent généralement en une trentaine de secondes environ.

Le nombre d'actions échangées sur ITS est passé de 209,4 millions en 1979 (première année complète d'activité) à 1 929 millions en 1988, le nombre de titres cotés passant pour sa part de 300 à la mise en place de ITS à plus de 1 800 aujourd'hui. La place des sept Bourses d'actions dans l'ITS est résumée ci-après :

Part des Bourses nationales et régionales dans l'exécution des ordres ITS

(en % de volume d'actions)

NYSE	40,97 %
Midwest	20,92 %
Pacific	17,75 %
Philadelphia	6,25 %
Boston	5,82 %
Cincinnati	4,48 %
Amex	2,94 %
NASD	0,87 %

83

ITS a renforcé, contrairement à ce que l'on prévoyait, le rôle de leader du NYSE. Il a également contribué à la liquidité et à la transparence des marchés. Certains observateurs remettent toutefois le succès d'ITS en question. Aucune donnée n'a en effet démontré que le *spread* entre offre et demande ait été réduit de manière significative ou que la protection des ordres limites ait été notablement améliorée.

De plus ITS souffre, selon certains, d'un problème de conception dans la mesure où il permet un alignement des cours (*quote matching*) sur la compétition. Lorsqu'un « *broker* » observe une différence entre le cours offert par le spécialiste local et celui offert par un spécialiste situé sur un autre marché, le spécialiste local a la possibilité de s'aligner sur la meilleure offre apparaissant sur le terminal ITS et de s'approprier l'exécution de l'ordre. Ainsi un ordre initialement soumis au NYSE a de grandes chances d'être exécuté au NYSE, un ordre initialement soumis au Philadelphia Stock Exchange a de grandes chances d'être exécuté au Philadelphia Stock

LES BOURSES AMÉRICAINES

Exchange et ainsi de suite. L'alignement des prix est rendu possible par le fait qu'ITS fonctionne selon un simple système de priorité aux prix.

Le nouveau système a bénéficié à chacun : le public a pu y trouver un marché financier plus sûr, rapide et proposant des services à des tarifs concurrentiels ; les Bourses locales, et leurs membres, ont trouvé un accès facilité à cette profession, en termes de coûts notamment, et assuré leur survie qui n'allait pas de soi dans un système de compétition totale.

Le NYSE, enfin, a pu éviter la dilution de sa part de marché qu'aurait provoquée un système centralisé de répartition administrative des ordres. Son rôle est resté celui de leader incontesté, mais intégré dans un système global.

Les débats sur l'ITS désormais ne concernent plus que des points techniques d'importance modeste. En revanche, après des essais de connexion de portée limitée entre Midwest et Toronto d'une part, Boston et Montréal d'autre part, l'extension du système à des Bourses étrangères (canadiennes principalement) semble délicate, notamment en raison de la réglementation stricte qu'impose la SEC et qui décourage les Bourses étrangères.

Le système actuel de fonctionnement des Bourses américaines paraît donc être un système mûr et stable, ne soulevant plus de débats de fond. Les Bourses régionales ont su y maintenir leur place en offrant à leurs clients un système efficace, un service de qualité et une exécution des ordres souvent plus rapide qu'au NYSE dont les valeurs assurent la quasi-totalité des transactions des Bourses régionales. Elles ont également réussi à faire valoir leur caractère régional en accueillant à la cote des entreprises locales souvent non cotées sur les autres Bourses, notamment grâce à des critères d'introduction notablement plus souples que ceux du NYSE ou même de l'AMEX.

LES LIMITES DU NATIONAL MARKET SYSTEM

Grâce à une déficience dans la conception du système ITS, à savoir la non-obligation de satisfaire la meilleure offre faite en premier, l'alignement des cours a pu se faire. Ceci a permis au NYSE de faire barrage à la fuite d'ordres en direction des Bourses régionales, fuite qui lui avait fait craindre la perte de sa suprématie lors de l'introduction d'ITS. L'expérience a montré que le NYSE a renforcé son rôle de leader grâce à l'avantage compétitif que procure la taille d'un marché dans un marché caractérisé par la concurrence sur les autres flux d'ordres (les flux d'ordres importants attirant les flux d'ordres). D'autres observateurs prétendent, probablement à juste titre, que la nouvelle organisation des marchés, sans pour autant donner une nouvelle raison d'être aux Bourses régionales, leur a permis de se maintenir en activité en traitant les actions du NYSE sans lesquelles, vu la faible activité des actions dites exclusives, leur volume d'activité aurait été insuffisant pour assurer leur subsistance.

- L'ITS, malgré son faible rôle en terme de volume d'activité et malgré ses contournements possibles (*quote matching*) remplit le rôle pour lequel il a été conçu : procurer le meilleur prix possible à l'investisseur final.

- Les *Securities Acts Amendments* de 1975 ont eu pour effet le plus apparent une baisse importante des taux de commission pour les ordres de gros volume. Cette baisse a été suivie d'une augmentation des flux d'ordres en direction des marchés, d'où une plus grande liquidité. Sans aucun doute, la plus grande réalisation du NMS aura été la création d'un système de *clearing* national et d'un système d'information consolidé qui permet aux professionnels d'avoir une connaissance précise et immédiate des prix et des transactions quel que soit le lieu où elles sont effectuées.

Bien qu'il ait largement satisfait aux désirs du Congrès en 1975 — à savoir la création d'un marché plus libre et transparent, l'Intermarket Trading System n'a pas

LES BOURSES AMÉRICAINES

transformé le marché des actions en un système réellement intégré. Ceci est en partie attribuable au fait que l'ITS rende possible le *quote matching* mentionné précédemment. De plus, les marchés d'actions sont demeurés fragmentés du fait de la croissance du *upstairs market* pour les ordres institutionnels.

Le Congrès par ses réformes de 1975 a assez largement réussi à démanteler un marché secondaire peu concurrentiel (barèmes de commissions fixes, restrictions sur les activités « *off-board* » des membres des Bourses, etc.). Il n'a, en revanche, pas réussi à redonner les cartes aussi largement qu'il l'avait souhaité en matière d'organisation des Bourses aux Etats-Unis et à insuffler une nouvelle vie aux Bourses régionales dont la part de marché continue de s'amenuiser. Le marché secondaire des actions comprend en fait deux grands compartiments : d'une part le NYSE qui comprend les valeurs phares de la cote et à l'ombre duquel subsistent les Bourses régionales ; d'autre part le NASDAQ-NMS, partie noble du marché OTC, regroupe les valeurs des sociétés qui, soit par choix, soit pour des raisons de taille ou de coût n'ont pas souhaité se faire inscrire sur une Bourse organisée. La concurrence entre ces deux grands compartiments est très intense. En revanche, les autres Bourses, qu'il s'agisse de l'AMEX ou des Bourses régionales, ne pèsent pas véritablement. □

MESURES PRISES PAR LES AUTORITÉS DE MARCHÉ DEPUIS OCTOBRE 1987

De nombreuses initiatives ont été annoncées depuis le krach d'octobre 1987 pour rassurer le public d'investisseurs et les autorités gouvernementales. Même s'il est parfois difficile de faire la part entre les annonces « cosmétiques » et les réformes véritables, on peut regrouper l'ensemble des mesures prises sous les rubriques suivantes :

1/ Coopération intermarchés

— Le 19 octobre 1988, la SEC a approuvé une série de mesures proposées par le New York Stock Exchange et le Chicago Mercantile Exchange pour coordonner plus efficacement les procédures entre les marchés d'actions et les marchés de futures (futures sur indices d'action, principalement) : ces mesures sont entrées en vigueur le 20 octobre 1988.

● Coupe-circuits coordonnés : le marché des actions est arrêté pour une heure si le DJIA (1) baisse de 250 points dans la journée et de deux heures supplémentaires si le DJIA tombe de 150 points supplémentaires (après la réouverture).

D'autre part, si le contrat de futures SP500 tombe de 12 points au Chicago Mercantile Exchange (soit environ l'équivalent de 96 points pour le DJIA), la négociation de ce contrat est arrêtée pour 30 minutes. Au même moment, les opérations identifiées comme du *program trading* sont détournées dans un traitement informatique spécial pour exécution surveillée sur le marché (après

recherche d'une contrepartie et sous le contrôle du spécialiste).

● Lutte contre le *front-running* : le CME et le NYSE se sont mis d'accord sur la définition du *front-running* (exécution d'un ordre sur un marché sur la base de la connaissance préalable d'un autre ordre sur un autre marché) et sur la coopération pour lutter contre cette pratique.

● Communication entre les Bourses : un « téléphone rouge » (*hot line*) a été mis en place entre toutes les bourses d'actions, d'options et de futures ainsi que le NASD pour s'informer réciproquement et coordonner les actions en cas de crise.

2/ Le program trading

Le 2 novembre 1989, le conseil d'administration du NYSE a approuvé une série d'initiatives visant à ralentir l'exécution des ordres de *program trading*. Ces initiatives ont été soumises à la SEC pour approbation.

Si le projet est accepté, une limite de 30 points serait imposée sur le DJIA (soit environ — 1,5% de variation) qui déclencherait le report de 15 minutes de tous les ordres de *program trading*. Après 75 points de baisse, le délai serait de 30 minutes. Si le contrat sur SP500 au CME baissait de 12 points (environ 96 points sur DJIA), le *program trading* serait suspendu pour une heure (2).

(2) Il existait une règle (dite « *collar* ») mise en œuvre d'avril 1988 à octobre 1988 qui supprimait la possibilité de faire de l'index arbitrage si le DJIA descendait de plus de 50 points. Cette mesure, remplacée par les « coupe-circuits » mentionnés ci-dessus, n'a pas été prolongée.

(1) Dow Jones Industrial Average.

LES BOURSES AMÉRICAINES

3/ Progrès technologiques

- *Capacité informatique* : le NYSE estime être actuellement en mesure de traiter 600 millions de titres par jour et son objectif pour le début de la prochaine décennie est d'atteindre une capacité potentielle de 1 milliard de titres par jour.

- *Amélioration des systèmes d'information* : de nombreuses améliorations techniques ont été apportées tant à l'exécution électronique des ordres (Super Dot), qu'aux liens entre bourses (ITS), qu'aux systèmes d'information (*ticker tape*) ou qu'aux « livres électroniques » des spécialistes : il existe désormais 400 livres électroniques couvrant les transactions sur 1 873 actions (contre 215 livres électroniques pour 476 actions en octobre 1987). Par ailleurs, le système de traitements des petits ordres (*odd-lot orders*) a été totalement revu.

- *Traitement des ordres de la clientèle individuelle* : un nouveau système « IIEDS » (*Individual Investor Express Delivery System*), donnant la priorité aux ordres individuels, a été défini et mis en place. A l'origine, IIEDS ne jouait que s'il y avait un mouvement de plus de 25 points du Dow Jones Industrial

Average (3). Depuis novembre 1989, le système est désormais permanent.

4/ Changements réglementaires

- *Capitaux propres des spécialistes* : le 7 avril 1988, les standards ont été sérieusement augmentés puisque le capital minimum d'un spécialiste est passé de 100 000 dollars à 1 million de dollars et les niveaux de capitaux au regard des positions en titres ont été multipliés par trois.

- *Marques sur options*. Le 7 avril 1988, le NYSE a également accru les marges concernant les options sur action et les options sur indices d'action.

- *Confirmation des ordres* : le NYSE a mis en plus une procédure pour que toutes les négociations fassent l'objet d'une confrontation destinée à garantir la conformité de leur exécution avec les stipulations énoncées par le client le lendemain de leur réalisation. Cette règle devrait être totalement effective en septembre 1990.

(3) Le 16 octobre 1989, 96 000 ordres émanant d'investisseurs individuels ont ainsi reçu la priorité d'exécution.

LES BOURSES AMÉRICAINES

ANNEXE

LES BOURSES NATIONALES

Le New York Stock Exchange

Actions cotées	2 234
Actions exclusives	746
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	168 912 000
— nombre d'opérations	76 611
Importance moyenne par opération	2 205 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	50,2 %
— en valeur totale des transactions	69,7 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	80 858
— origine	59 135
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total NYSE	5,03 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	40,94 %

87

L'American Stock Exchange

Actions cotées	1 100
Actions exclusives	772
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	11 964 000
— nombre d'opérations	7 593
Importance moyenne par opération	1 540 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	3,1 %
— en valeur totale des transactions	1,5 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	6 170
— origine	3 877
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total AMEX	3,87 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	2,94 %

LES BOURSES AMÉRICAINES

LE MARCHÉ OVER - THE - COUNTER

Le National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ) (y compris NASDAQ/NMS)

Actions cotées	4 963
Actions exclusives	4 938
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	122 800 000
— nombre d'opérations	41 879
(Nasdaq/NMS uniquement)	
Importance moyenne par opération	2 025 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	39,6 %
— en valeur totale des transactions	19,9 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	2 037
— origine	1 490
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total NASDAQ/NMS	0,23 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	1,03 %

Le Boston Stock Exchange (BSE)

Actions cotées	1 800
Actions exclusives	136
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	3 182 000
— nombre d'opérations	3 199
Importance moyenne par opération	995 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	0,85 %
— en valeur totale des transactions	1,18 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	5 108
— origine	14 496
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total BSE	7,60 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	5,73 %

Spécificités

- Mêmes heures d'activité que le NYSE.
- Première bourse américaine à avoir accepté des membres étrangers (1968). Seize aujourd'hui.
- Système de routage et d'exécution des ordres avec la bourse d'actions de Montréal.
- BEACON (Boston Exchange's Automated Communication and Order-routing Network) : système de routage électronique des ordres des membres vers le « floor » englobant 90 % des opérations, d'où réduction des coûts de transaction des membres et facilité d'accès par interface directe avec d'autres systèmes électroniques de trading (ITS notamment).
- Bourse la moins chère des Etats-Unis pour l'exécution d'ordres de petit volume.

Autres valeurs traitées

- Quelques obligations : volume négligeable.

LES BOURSES AMÉRICAINES

Le Cincinnati Stock Exchange

Actions cotées	1 500
Actions exclusives	6
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	839 000
— nombre d'opérations	429
Importance moyenne par opération	1 954 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	0,22 %
— en valeur totale des transactions	0,30 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	9 331
— origine	5 972
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total CSE	Supérieur à 80 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	4,47 %

Spécificités

- Mêmes heures-d'activité que le NYSE.
- NSTS (National Securities Trading System) : système totalement informatisé permettant aux « dealers » et aux « brokers » membres de passer des ordres (au mieux ou limites) de leurs terminaux informatiques. Le marché est lui-même géré par un ordinateur central, sans « floor ».
- Couplage de NSTS avec le système ITS expliquant le volume relatif important des opérations traitées sur ITS.

89

Le Midwest Stock Exchange

Actions cotées : officiellement	223
non officiellement	2 021
Actions exclusives	24
	(0,08 % vol. total)
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	12 065 000
— nombre d'opérations	12 403
Importance moyenne par opération	973 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	3,23 %
— en valeur totale des transactions	4,15 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	36 234
— origine	35 259
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total MSE	13,91 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	20,91 %

LES BOURSES AMÉRICAINES

Le Pacific Stock Exchange

Actions cotées	1 320
Actions exclusives	184
Volumes moyens journaliers :	
— nombre d'actions	7 040 000
— nombre d'opérations	10 357
Importance moyenne par opération	680 actions
Part du marché total des actions :	
— en nombre d'actions échangées	3,29 %
— en valeur totale des transactions	8,67 %
Nombre moyen mensuel d'opérations effectuées par ITS :	
— exécution	26 237
— origine	34 421
Volume des opérations exécutées par ITS/ Volume total PSE	12,06 %
Volume des opérations sur ITS/Volume total ITS	17,74 %

Spécificités

- Mêmes heures d'activité que le NYSE.
- Seul marché d'actions (et d'options) à l'ouest des Etats-Unis et seul marché disposant de deux parquets, l'un à Los Angeles, l'autre à San Francisco.
- Scorex : système de recherche automatique, couplé au ITS, permettant de trouver le meilleur prix offert sur les marchés d'actions des Etats-Unis.
- PALS (Pacific Automated Limit System) : système lié au Scorex permettant de router et d'exécuter sans risque d'erreur les ordres limites.

91

Autres valeurs traitées

- Options sur actions (195) et sur actions OTC (33) ; Options sur indice FNCI (Financial News Composite Index).