



ÉDITORIAL

HUBERT REYNIER *
VINCENT GROS **

Au cœur des systèmes financiers des économies dites « de marché », les Bourses ont pour rôle, selon la littérature traditionnelle, de confronter en un lieu unique, physique ou virtuel, les demandes et les offres de financement émanant de différents types d'agents économiques : demande de financement du côté des entreprises et offre de capitaux du côté des investisseurs particuliers ou institutionnels. Les membres de marché assurent quant à eux l'intermédiation de ces flux, tandis que les autorités de tutelle réglementent et surveillent le fonctionnement du marché.

Dans le débat public, et sur un plan plus politique, les Bourses cristallisent actuellement les controverses sur le modèle de développement économique socialement désirable. Ce regain d'intérêt dans l'opinion semble résulter de deux évolutions majeures. D'une part, les marchés des actions ont vu considérablement se développer la proportion des détenteurs directs ou indirects de titres au sein du grand public, accroissant d'autant leur sensibilité à ces sujets. D'autre part, les Bourses se sont beaucoup développées sur un plan technique et rapidement internationalisées au plan géographique, contribuant puissamment au rapprochement global des économies. Sur ces deux points, les évolutions en cours seront probablement amenées à se prolonger, voire à s'accélérer dans le futur.

* Secrétaire général adjoint, Autorité des marchés financiers.

** Directeur général délégué, Euroclear.

Ce numéro a été élaboré avec le précieux concours de Laurent Grillet-Aubert, Economiste à l'AMF.



Sur le premier point, les réformes économiques et financières, la masse des programmes de privatisation, en Europe Occidentale comme dans l'ex-bloc communiste et les pays émergents, combinées avec les restructurations en cours des systèmes de retraite, ont, au cours des vingt dernières années, contribué à faire transiter par les marchés financiers en général, et les Bourses en particulier, une proportion de plus en plus significative de l'épargne des ménages. Les actions détenues par les ménages, directement ou indirectement, représentaient en 2003 plus du tiers de leur patrimoine financier au Royaume-Uni et plus du cinquième en France et en Allemagne.

Sur le second point, le développement des technologies et des systèmes d'information, vecteurs de propagation quasi infinis d'informations, d'échanges et de rationalisation des processus de négociation et de règlement-livraison des titres, ont conduit les Bourses à se réorganiser structurellement et à accélérer leur processus d'innovation financière, élargissant continuellement la palette des produits proposés aux investisseurs.

Au terme de ces évolutions, les Bourses, ou plutôt les marchés financiers, dans une conception plus large, n'ont plus qu'un lointain rapport avec les lieux physiques de confrontation des échanges qui les incarnaient autrefois.

Pour mieux appréhender les enjeux et la portée de ces questions, il est apparu pertinent de rappeler en premier lieu certains éléments de contexte historique. Ceux-ci permettent en effet de comprendre l'empreinte laissée sur les Bourses par les environnements institutionnels nationaux qui les ont vues naître, et les raisons qui ont conduit, malgré des convergences croissantes, au maintien de différences substantielles de structures, notamment entre les marchés américains et européens. Mais nous avons voulu que l'ouvrage porte principalement sur les tendances en cours, au plan industriel et réglementaire, et sur les facteurs qui façonneront l'évolution des structures de marché tout au long des années à venir. Ce qui suit fait référence aux contributions dont nous avons bénéficié pour élaborer ce numéro de la *Revue d'économie financière*.

LA RÉVOLUTION DES BOURSES AU COURS DES TRENTE DERNIÈRES ANNÉES

Dans un contexte où le système économique international a été complètement transformé suite aux deux grands conflits mondiaux, et où Wall Street a désormais supplanté Londres comme *leader* financier mondial, les Bourses, paradoxalement, possédaient encore, au début des années 1970 aux États-Unis et des années 1980 en Europe, des



caractéristiques organisationnelles et de fonctionnement définies pour l'essentiel au XIX^{ème} siècle. Elles étaient en général des marchés à la criée sur lesquels opéraient des intermédiaires à capacité simple - c'est-à-dire intervenant soit exclusivement pour compte propre, soit exclusivement pour compte de tiers. Outre les obstacles techniques aux transactions transfrontalières, les Bourses échappaient à toute pression concurrentielle en s'appuyant sur des réglementations nationales conçues à cet effet et sur des règles restreignant l'accès des nouveaux entrants, notamment étrangers, au statut de membre de marché.

Dès la fin des années 1960, les limites des capacités de traitement manuel des transactions ont constitué un premier facteur d'évolution des Bourses, dont a attesté la *paperwork crisis* de 1968 au cours de laquelle les membres du NYSE (New York Stock Exchange) furent contraints de faire fonctionner leurs services de traitement post-marché (*back offices*) 24 heures sur 24. Cette crise s'est traduite en premier lieu par la nécessité d'automatiser le traitement des ordres, en second lieu, du fait de la faillite d'un nombre significatif d'intermédiaires de marché (*broker-dealers*), par une refonte complète du système de post-marché des Bourses américaines. La mise en place de la Depository Trust Corporation (DTC, en 1973) et de la National Securities Clearing Corporation (NSCC, en 1976) a visé respectivement à centraliser la gestion des titres (non dématérialisés) et à organiser une compensation multilatérale des transactions. En Europe, la refonte des infrastructures boursières a également été initiée par les autorités publiques. En France, le rapport Pérouse a été à l'origine, dès 1982, d'un processus de dématérialisation et de rationalisation des infrastructures boursières qui a accru le rôle de la Sicovam (Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières), à la fois dépositaire central et gestionnaire du système de règlement-livraison Relit. Ce n'est qu'en 1996, au terme d'un projet initialement promu par la Banque d'Angleterre, que la place de Londres a, à son tour, créé un dépositaire central pour les titres, CREST.

Un second facteur de changement est venu de la volonté des investisseurs institutionnels, agents économiques dont l'importance a crû significativement au cours des vingt dernières années, de diversifier leurs portefeuilles, notamment à l'échelle internationale, et de bénéficier d'une plus grande concurrence entre lieux d'exécution et entre intermédiaires. Ceci s'est notamment traduit par une ouverture des systèmes financiers nationaux et, en premier lieu, par l'abandon progressif, au tournant des années 1970-1980, des contrôles des prix et des changes. En 1975, la SEC américaine a ainsi décidé de l'abolition des commissions de courtage fixes, ouvrant la guerre des prix entre *brokers*. En Europe, c'est seulement dix ans plus tard, au milieu des années 1980,



que les principes actuels de fonctionnement des marchés ont été redéfinis. À Londres, tout d'abord, le *Big Bang* de 1986 s'est traduit par la liberté de fixation des frais de courtage et par l'introduction d'un statut d'intervenant bicapacitaire à la fois intermédiaire et négociateur (*broker-dealer*). En France, comme le rappelle Jean-Pierre Pinatton dans l'article qui suit, la Société des Bourses françaises (SBF) a également mis en œuvre un programme de réformes à la fin des années 1980 : introduction d'un système informatisé de cotation en continu (CAC) en 1986, remplacement des agents de change par des sociétés de Bourse bicapacitaires en 1988, suppression de l'encadrement des commissions de négociation en 1989, et renoncement partiel au principe de concentration des ordres sur le système central de négociation en 1994. L'adoption de cette nouvelle structure de marché a ensuite déclenché des réformes de même nature dans d'autres pays européens comme la Belgique, l'Espagne ou l'Italie, puis plus tard, l'Allemagne.

La nouvelle pression concurrentielle entre intermédiaires et la course à l'innovation financière qui en ont découlé ont concouru à une démultiplication et une compétition renouvelée entre lieux d'exécution (marchés organisés, gré à gré, plates-formes électroniques ou ECNs - Electronic communication networks) pour attirer les volumes croissants d'échanges et constamment lancer de nouveaux produits cotés (contrats futurs et optionnels, produits indiciels, Exchange Traded Funds ou ETFs...). La meilleure preuve de ce phénomène a été la renaissance aux États-Unis des marchés de matières premières (*commodities*), séculaires et quasi moribonds à la fin des années 1970, qui ont retrouvé une seconde jeunesse grâce aux produits dérivés sur instruments financiers. Le contrat futur sur Eurodollar est désormais le contrat le plus traité sur le CME (Chicago Mercantile Exchange), marché spécialisé sur les instruments de couverture du prix du beurre et des œufs jusque dans les années 1960. De la même façon, en Europe, les produits dérivés cotés sur le Liffe ou sur Eurex représentaient en 2004 près du tiers de l'activité d'Euronext et de la Deutsche Börse.

Ces évolutions se sont enfin traduites par une rationalisation de la structure capitalistique des Bourses, et dans de nombreux cas, par des changements de statut en celui d'entreprises à but lucratif. Ces réformes ont généralement été progressives, la première étape consistant en une « démutualisation », par laquelle les Bourses initialement détenues par leurs propres membres ouvrent leur capital aux non-membres. Dans de nombreux cas l'aboutissement de ce processus a été la cotation des Bourses sur leur propre marché (voir tableau suivant). Le processus a commencé principalement en Asie au milieu des années 1990, puis a atteint l'Europe, où au cours de la seule année 2001, les trois principales Bourses (à savoir celles de Londres, Paris et Francfort) sont devenues des

sociétés cotées. Cette ouverture du capital a, à son tour, favorisé les restructurations industrielles. En Europe, les regroupements ont franchi les frontières nationales, à l'instar de la Bourse nordique OM ou d'Euronext. Aux États-Unis, les marchés « traditionnels » ont plus récemment commencé à se rapprocher des ECNs qui étaient parvenus à attirer sur leurs plates-formes des volumes de transactions significatifs, ce dont témoigne l'exemple récent de la fusion du NYSE et d'ArcaEx d'une part, et de celle du Nasdaq et d'Inet de l'autre.

Bourse	Places de cotation (2005)	Date d'introduction en Bourse
OM Group	Danemark, Finlande, Suède, Pays baltes	1987
Australian Stock Exchange	Australie	Octobre 1998
Hong-Kong	Hong-Kong	Juin 2000
Bourse de Singapour	Singapour	Novembre 2000
Deutsche Börse AG	Allemagne	Février 2001
Oslo Exchange	Norvège	Mai 2001
Instinet (ECN)	États-Unis	Mai 2001
Euronext	Belgique, France, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni (dérivés)	Juillet 2001
London Stock Exchange	Royaume-Uni	Juillet 2001
Nasdaq	États-Unis	Juin 2002
Chicago Mercantile Exchange	États-Unis	Décembre 2002
Chicago Board of Trade	États-Unis	Octobre 2005

Pourtant, au terme de ces évolutions et de ces processus globalement convergents, la comparaison transatlantique des Bourses reste illustrative de différences très importantes de structure entre les marchés des deux zones :

- au plan du modèle de négociation : les États-Unis ont maintenu un système « dual » faisant coexister des marchés « gouvernés par les prix », c'est-à-dire dont les membres sont teneurs de marché, comme le Nasdaq, avec des marchés gouvernés par les ordres, ou « marchés d'enchères », comme le NYSE. En Europe, se sont développés des modèles de marché plus ou moins hybrides comme celui du London Stock Exchange. Celui-ci est, pour l'essentiel, un système de tenue de marché, mais fait bénéficier les plus grosses capitalisations de sa cote d'un carnet d'ordre central (le système SETS), dont l'importance en volume ne cesse de croître. À l'inverse les Bourses d'Europe Continentale ont souvent introduit des mécanismes de tenue de marché pour pallier certains



défauts de leur système centralisé de gestion des ordres, à l'instar des contrats de liquidité sur Euronext, par exemple ;

- au plan du système de traitement post-marché : alors que les États-Unis ont, nous l'avons vu, intégré et largement unifié leur système de traitement post-marché lors d'une phase relativement précoce du développement de leur système financier, l'Europe a maintenu jusqu'à aujourd'hui des systèmes de post-marché - un terme désignant ici les chambres de compensation, les dépositaires centraux et autres systèmes de règlement-livraison - fragmentés et largement structurés autour de clivages nationaux. S'y sont superposés des systèmes privés comme Euroclear ou Clearstream, initialement conçus pour le traitement d'opérations de gré à gré sur euro-obligations. La complexité qui en résulte se traduit aujourd'hui, en dépit des difficultés d'en établir des mesures irréfutables, par un alourdissement substantiel des coûts de traitement des opérations transfrontalières ;

- au plan de la structure de cote : en Europe, l'éclatement de la bulle spéculative du début des années 2000 a favorisé le rapprochement et le développement au sein de la même entreprise de marché de classes d'actifs complémentaires et aux rentabilités décorrélées, en particulier entre titres et produits dérivés, à l'image d'Euronext, du Liffe, de Deutsche Börse et d'Eurex. Ces évolutions ont même conduit certaines Bourses à étendre leur champ d'activité à des produits traditionnellement négociés de gré à gré, comme en témoigne la récente acquisition conjointe, par Euronext et Borsa Italiana, de la plate-forme de négociation obligataire MTS Spa. Aux États-Unis, au contraire, les marchés au comptant et de dérivés, comme ceux des actions et des obligations, sont restés jusqu'à présent strictement séparés, les tentatives passées du NYSE pour se diversifier dans les produits optionnels ayant été peu fructueuses, jusqu'à l'acquisition récemment lancée d'Archipelago.

LE PAYSAGE DES MARCHÉS AU COURS DE LA PROCHAINE DÉCENNIE

Les différentes mutations précédemment rappelées ont requis des adaptations profondes du cadre réglementaire en vigueur. D'un simple accompagnement continu et graduel des évolutions technologiques et financières, les régulateurs ont dû passer à de véritables ruptures, redéfinissant de façon substantielle le fonctionnement des marchés. Il s'agit essentiellement de la refonte il y a un an des textes organisant le National Market System établi il y a trente ans par la Securities Exchange Commission aux États-Unis, et dont Mary Shapiro, Vice-Présidente du NASD (National Association of Securities Dealers), rappelle dans l'article qui suit les principes, les enjeux et les modalités de mise en



œuvre. En Europe les autorités ont adopté en 2004 la MiFID, la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers, qui met fin à l'obligation de concentration des transactions, étend à l'ensemble des marchés européens la possibilité pour les intermédiaires d'« internaliser » les ordres de Bourse, et dont Michel Prada, Président de l'Autorité des marchés financiers, précise les enjeux et les risques. La confrontation, du point de vue des régulateurs, de part et d'autre de l'Atlantique, paraît donc particulièrement instructive à cet égard.

On peut cependant se demander si les mutations précédemment décrites sont arrivées à leur terme. Ou assiste-t-on au contraire à une nouvelle transformation des Bourses, à des fusions renouvelées entre acteurs, qu'il s'agisse des plates-formes de négociation ou du post-marché ? À des déplacements progressifs des frontières entre marchés organisés et exécution internalisée par les banques ? Enfin le marché américain restera-t-il impénétrable à la concurrence européenne ou un processus de rapprochement et de convergence accrue des opérateurs est-il désormais à l'œuvre au plan transatlantique ?

Pour l'essentiel, répondre aux interrogations soulevées par ces évolutions globales et la rémanence de profondes différences de structure suivant les zones étudiées, revient à définir trois principaux champs d'analyse :

*Les questions d'ordre macroéconomique sur le maintien ou non
du rôle central des marchés boursiers dans le financement
de l'économie*

La capacité des Bourses, au sein de l'industrie financière, à soutenir le développement économique fait l'objet ci-après d'une mise en lumière par Takuo Tsurushima, Président de la Bourse de Tokyo et de la World Federation of Exchanges. Ce dernier rappelle, sur la base d'études académiques, que l'on observe dans la plupart des pays une relation positive entre intermédiation financière et croissance économique. Wieslaw Rozucki, Président de la Bourse de Varsovie, illustre ce propos à travers l'exemple des Bourses des pays de la « Nouvelle Europe ». L'entretien entre Patrick Artus et Jean-François Théodore renouvelle considérablement le champ des interrogations en abordant les questions des rôles respectifs et des déplacements des frontières entre marchés boursiers et financements de gré à gré du type *private equity*. Le point est également abordé sous un angle original par Gianluca Garbi et Philippe Rakotovoao, Président et Directeur général adjoint de MTS Spa, qui recensent respectivement l'ensemble des motifs de nature à inciter les marchés obligataires à se rapprocher des Bourses, et à leur faire adopter des principes de fonctionnement similaires. Le sujet de la capacité des marchés primaires à attirer de nouveau des candidats à l'introduction en Bourse, *nonobstant* les



aléas conjoncturels, est éclairé par les investigations de quatre auteurs académiques, Emmanuel Boutron, Jean-François Gajewski, Carole Gresse et Florence Labégorre. Ceux-ci mettent en évidence que les mécanismes d'enchère améliorent la compétitivité du marché primaire pour les émetteurs comme pour les investisseurs, et appellent de leurs vœux une plus grande harmonisation des procédures et des critères d'admission à la cote des marchés d'actions européens. Pour finir, Michel Didier aborde une réflexion sur la relation qui subsiste, au terme des mutations évoquées plus haut, entre Bourses et places financières. Par-delà le constat d'un assouplissement de ce lien, il souligne la permanence de l'importance des premières pour définir les secondes.

*Les questions microéconomiques d'organisation des échanges,
de structure et de transparence des systèmes de découverte des prix*

Le système d'organisation des transactions - la « microstructure », selon le terme consacré par le champ d'études académiques fertile qui s'est développé sur ce point - joue un rôle crucial dans la formation de la liquidité. Thierry Foucault montre que cette dernière bénéficie aux firmes émettrices en réduisant leur coût du capital et accroissant leur valorisation boursière. Conscients des bénéfices susceptibles d'être retirés de la consolidation des Bourses européennes, les émetteurs par la voix d'Alain Joly, Président de l'European Association for Listed Companies (EALIC), tiennent cependant à rappeler l'importance, notamment pour les petites et moyennes entreprises, des décisions prises aujourd'hui en Europe en matière de réglementation financière. Ils soulignent l'importance de bénéficier à cet égard d'un cadre clair et favorable à la transparence, notamment en ce qui concerne les services de post-marché. James Newsome, Président du New York Mercantile Exchange (NYMEX), de son côté, montre que, contrairement à une idée répandue, l'adoption de systèmes de négociation électronisés ne profite pas nécessairement aux intervenants sur les marchés de dérivés de matières premières et qu'elle ne représente donc pas un progrès dans tous les cas. Considérant enfin l'importance des investisseurs institutionnels pour les marchés d'actions, Benn Steil développe, pour sa part, un point de vue hétérodoxe selon lequel le carnet d'ordres central ne permet pas - tel que mis en pratique sur la plupart des places boursières - une exécution optimale des transactions réalisées par de tels investisseurs. Ceci conduirait ainsi ces derniers à s'éloigner du marché central pour trouver des prix plus informatifs ailleurs (par exemple sur les marchés de blocs, ou sur des systèmes dédiés tels que Liquidnet aux États-Unis). Benn Steil en déduit des recommandations en matière de réglementation boursière et exprime avant tout le souhait d'une réduction des exigences de transparence *pre-trade*.



*Les questions d'économie industrielle, de concurrence
et de gouvernance des infrastructures*

Andrew Sheng, Président du comité technique de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), formule un jugement positif mais nuancé sur les bénéfices retirés des opérations de démutualisation des Bourses. Cette retenue provient notamment du fait que les Bourses sont restées, dans de nombreux cas et en dépit de leur changement de statut, détenues par leurs utilisateurs. À partir d'une étude des cas d'Euronext et de Deutsche Börse, Bertrand Jacquillat, cependant, montre que les entreprises de marché, une fois cotées en Bourse, ont fortement accru leur rentabilité, malgré les nouvelles exigences tarifaires imposées par leurs utilisateurs. Concentrant son analyse sur la gouvernance des infrastructures de post-marché, Ruben Lee, dans son débat avec Pierre de Lauzun, met en avant la nécessité de maintenir un équilibre dans la représentation des différentes parties prenantes. Plus généralement, Joël Mère, Président de l'European Central Securities Depositories Association (ECSDA) resitue l'historique et les termes du débat réglementaire relatif aux infrastructures de post-marché - montrant par là même pourquoi les conditions de la concurrence entre infrastructures de post-marché n'ont pas encore été complètement arrêtées et harmonisées - tout en identifiant les obstacles pratiques et techniques susceptibles de freiner les tentatives futures d'harmonisation. Adoptant, dans ce contexte, le point de vue des chambres de compensation, Christophe Hémon, Directeur général de LCH.Clearnet, détaille ce que pourrait être une chambre de compensation européenne. Décrivant les stratégies des acteurs concernés et identifiant les obstacles potentiels à sa mise en place, il permet ensuite d'évaluer les chances d'occurrence et l'horizon auquel il est permis d'espérer assister à sa création. Étudiant les dépositaires centraux, Dominique Chabert et Gisèle Chanel-Reynaud comparent leur fonction d'authentificateurs à celle des banquiers centraux pour la monnaie ; ils en déduisent les conditions nécessaires à la fluidité de la circulation des titres dans le nouvel espace européen. Denis Beau, de la Banque de France, revient enfin sur la nature des risques que les infrastructures de post-marché sont susceptibles de faire porter à l'ensemble du système financier et décrit les principaux garde-fous mis en place par le régulateur prudentiel pour y faire face. Évaluant comment les préoccupations de stabilité financière devraient affecter la régulation des marchés d'actions, Vincent Fleuriet et Catherine Lubochinsky confirment l'importance des questions de concentration - et notamment celles de concentration des infrastructures boursières. Revenant enfin sur les principes mêmes de la régulation, Andréa Corcoran, Directeur des



Affaires internationales de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), réexamine les termes du débat qui se pose aujourd'hui aux régulateurs : quelles instances sont les mieux à même et les plus légitimes pour endosser la responsabilité de la définition de la structure du marché ? Qui est susceptible de définir au mieux leur organisation opérationnelle et leur mode de gouvernance ? Qui, de l'opérateur de marché ou du régulateur, est le mieux placé pour assurer la surveillance de marché ?

Ce début de siècle ne marque donc ni la fin ni le commencement de l'histoire des Bourses, celles-ci étant en fait en mutation constante, par nature ou par nécessité. Ce chantier permanent, dont le présent ouvrage collectif tente de dessiner la trame, a pour enjeu essentiel de déterminer les équilibres, au plan domestique et international, qui permettent d'allier développement et compétitivité des marchés, au service du financement des entreprises, intégrité, liquidité et transparence des lieux d'exécution des ordres, au bénéfice des investisseurs finals, et efficacité et contrôle des risques des infrastructures, au profit des intermédiaires utilisateurs. Nul doute que l'AMF, comme tous les autres grands régulateurs, a à l'opportunité de développer un dialogue fructueux et régulier avec la communauté financière au sens le plus large, pour assurer la réalisation de ces objectifs dans l'intérêt des épargnants, de la place et de l'ensemble de l'économie.