

SECOND MARCHÉ

Le « second marché » aux États-Unis

Christian MERLE

Conseiller financier à l'Ambassade de France à New York

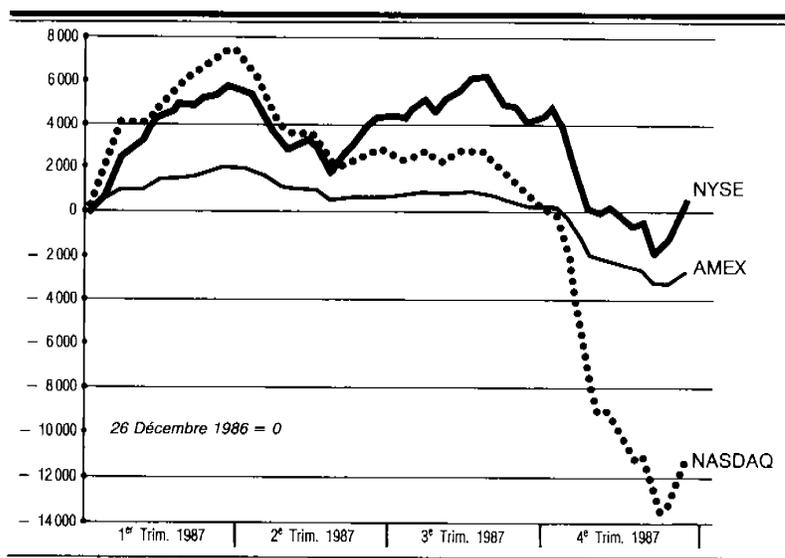
Si la chute du principal marché des actions (New York Stock Exchange) en octobre 1987 a pu décourager la place financière, celle du marché de gré à gré (*Over-the-Counter ou OTC*) l'a complètement refroidie. En effet, entre son niveau le plus haut en août 1987 et celui le plus bas en

octobre, le Nasdaq, composante principale du marché de gré à gré, a perdu près de 36 %. Au lendemain du « lundi noir », le Nasdaq avait effacé deux années de gain et enregistré les performances les plus médiocres des trois marchés organisés (voir graphique 1).

109

GRAPHIQUE 1

Les petites valeurs se sont affaiblies les premières



S E C O N D M A R C H É

Cet effondrement du Nasdaq au cours du mois d'octobre 1987 faisait suite à un comportement du marché, satisfaisant dans l'absolu, mais inférieur à celui des deux autres grands marchés organisés (NYSE et Amex) pendant la quasi-totalité de la période haussière des cinq années précédentes (voir graphique 2). Les performances des valeurs du Nasdaq depuis sa création en 1971 peuvent être scindées en trois phases distinctes d'évolution :

VARIATION SUR LA PÉRIODE

	NASDAQ	S&P 500
février 1971 - décembre 1974	- 41 %	- 29 %
janvier 1975 - juin 1983	+ 357 %	+ 118 %
juin 1983 - janvier 1988	+ 13 %	+ 58 %

La crise du 19 octobre a dévoilé la fragilité d'un marché qui, profitant de la tendance haussière des cinq dernières années, avait progressé de façon spectaculaire tant en volume qu'en capitalisation boursière. Les développements qui suivent essaient de montrer l'impact de la cassure d'octobre 1987 sur ce marché, dont la marche en avant a été brutalement interrompue et le fonctionnement

remis en cause, mais dont les ambitions demeurent élevées.

UN MARCHÉ DÉLOCALISÉ ET TRÈS ACTIF

Une organisation simple et informatisée

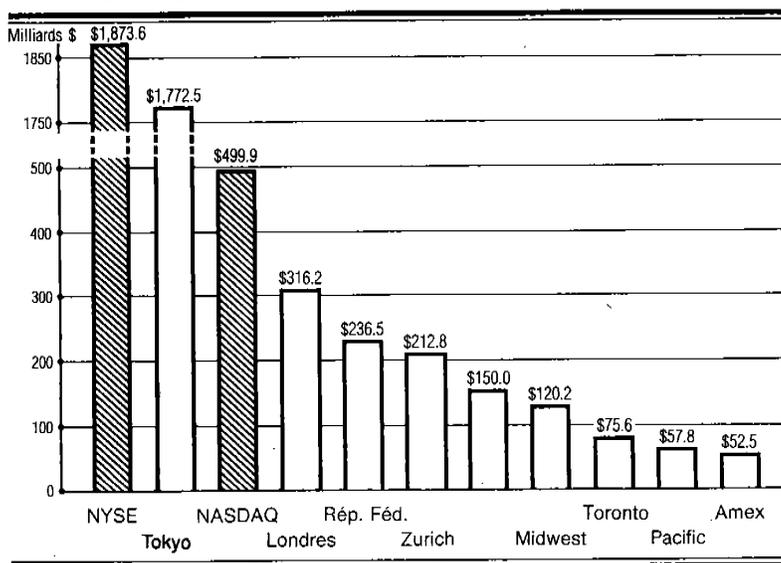
Le Nasdaq est un marché délocalisé, dont l'ossature est un système informatique qui traite automatiquement les transactions réalisées entre intermédiaires. En améliorant la facilité d'exécution des ordres, le Nasdaq a rendu le second marché populaire. En termes de volume des échanges, le Nasdaq est en troisième place après le marché de New York et celui de Tokyo, très loin devant Londres, Paris ou Francfort (voir graphique 3).

Le volume des titres échangés sur le Nasdaq a connu un accroissement spectaculaire depuis 1974, étant passé de 5 millions de titres échangés par jour, à plus de 150 millions à la fin 1987, ce qui représente un volume comparable à celui enregistré à la bourse de New York à la même époque. Les volumes exprimés en dollars donnent toutefois un net avantage au NYSE, ou le prix unitaire moyen des actions cotées est sensiblement plus élevé.

110

GRAPHIQUE 2

Volume des échanges de titres, exprimé en dollars, sur les principaux marchés mondiaux en 1987



SECOND MARCHÉ

Il convient de préciser que le marché de gré à gré est divisé en deux catégories : les *pink sheets* et le Nasdaq, qui est la partie « officielle » du marché entre intermédiaires. 11 000 valeurs sont traitées sur les *pink sheets*, nom qui provient de la couleur des fiches sur lesquelles sont inscrites les transactions. Ce sont souvent des sociétés peu connues, et les titres se traitent de façon irrégulière et parfois pour moins d'un dollar, d'où le surnom de *penny stock* donné à ces valeurs. Souvent, une société est cotée sur les *pink sheets* avant de pouvoir accéder au Nasdaq ; d'autres y restent durablement.

Le Nasdaq est lui-même partagé en deux sous-groupes : les valeurs NMS (*National Market System*), (c'est-à-dire l'équivalent des *blue chips* du second marché) et les autres. Depuis sa création en 1982, le NMS a progressé très rapidement : 55 % (3 045 sur 5 539) des valeurs du Nasdaq en font désormais partie, représentant 95 % (31* Mds de \$ sur 325 Mds de \$ fin 1987) de la capitalisation boursière, et 71 % du volume de titres échangés sur le marché de gré à gré officiel.

Les raisons du succès

Le Nasdaq est d'abord un marché très accessible pour les sociétés, ses critères d'éligibilité étant nettement moins sévères que ceux qu'exi-

gent le NYSE et l'Amex. De ce fait, le Nasdaq attire un grand nombre de sociétés en phase de développement. 5 200 valeurs y sont ainsi cotées, représentant 4 706 sociétés, à comparer aux 2 300 valeurs (1 647 sociétés) du NYSE, et aux 1 077 valeurs (869 sociétés) de l'Amex.

Un autre facteur de succès, non négligeable pour certaines sociétés, tient à la *modicité des coûts d'enregistrement et des droits de cotation*. Pour le Nasdaq, ce coût est de \$1 000 à \$5 000 pour l'enregistrement, et \$250 à \$4 000 par an, en fonction du nombre de titres émis. En comparaison, le coût d'enregistrement au NYSE est de \$48 600 au minimum, et les frais annuels ne peuvent être inférieurs à \$13 800.

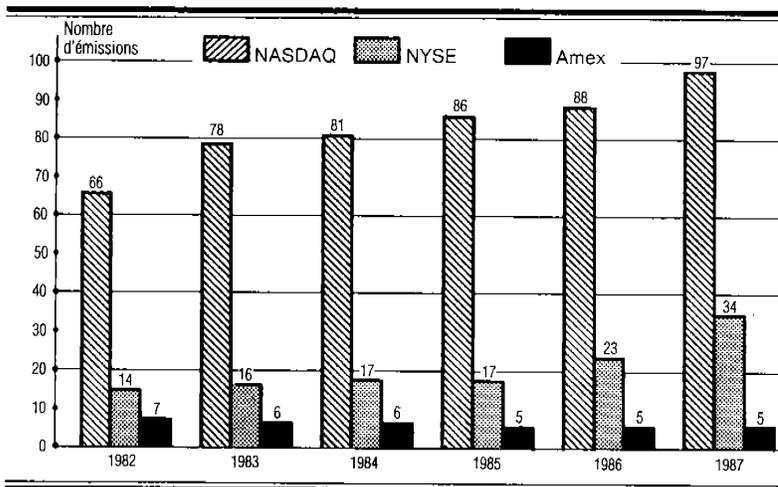
Le Nasdaq est un marché relativement liquide et compétitif. Beaucoup de sociétés préfèrent ce système qui encourage la compétition entre *market makers*. Au NYSE et à l'Amex, toute transaction sur une valeur donnée passe obligatoirement et finalement par un seul point ou opère le spécialiste chargé d'établir un marché ordonné et équitable. Le Nasdaq, en revanche, est un système éclaté de *market makers* créant chacun un marché en fixant leurs prix indépendamment des positions tenues par les autres, ce qui est un facteur de concurrence accrue.

Enfin, c'est un marché très ouvert sur l'étran-

111

GRAPHIQUE 3

Émissions d'ADR-NASDAQ, NYSE, Amex



S E C O N D M A R C H É

ger. Près de 270 valeurs étrangères (dont 97 ADR)¹ sont cotées au Nasdaq, représentant une capitalisation boursière égale à 6,5 % du total. Au NYSE, 65 valeurs étrangères seulement sont représentées, soit 3,2 % de la capitalisation boursière totale. De plus, sur 185 000 terminaux, près de 30 000 ont accès à ce marché en dehors des États-Unis. Le NASDAQ a beaucoup utilisé cette reconnaissance internationale pour affirmer sa propre crédibilité aux États-Unis.

DES INTERVENANTS MULTIPLES POUR DES SOCIÉTÉS DE TAILLE MODESTE

Une armée de market makers

Le Nasdaq doit aussi son succès à son adaptation à la technologie moderne (voir graphique 4). Contrairement au New York Stock Exchange et à l'American Stock Exchange, il n'y a pas de lieu physique où se rencontrent acheteurs et vendeurs. Celui-ci est remplacé par un réseau informatique, reliant les participants — répartis à travers le monde — par le biais de terminaux. Les *market makers* agissent comme les « spécialistes » du NYSE, en affichant toujours un prix de vente et d'achat dont la différence varie avec le volume d'échange, et qui constitue leur rémunération et leur couverture contre le risque de fluctuation. Il est possible de s'adresser directement à eux, sans l'intermédiaire d'un *broker*, et le *small orders execution system* permet même, d'exécuter automatiquement tous les ordres de moins de 100 titres au prix affiché. 545 *market makers* opèrent sur le NASDAQ. Les 50 plus importants disposent d'un capital de 1 Md de \$ et sont présents sur plus de 2 000 valeurs distinctes. En moyenne, on recense 8,7 *market makers* par valeur, et 76 valeurs par *market maker*, ce qui donne une idée de la compétition sur chaque valeur et de l'implication des intervenants sur les valeurs pour lesquelles ils font un marché.

Les Sociétés cotées

On a longtemps considéré que le marché OTC était une première étape dans l'évolution boursière d'une société, à laquelle devait succéder la cotation

à l'Amex, puis au marché le plus prestigieux, le NYSE, et ce dès que les critères d'admission le permettaient. De fait, la grande majorité des valeurs cotées au Nasdaq sont des entreprises jeunes et de taille moyenne. Toutefois certains noms prestigieux, notamment dans le secteur informatique, comme Apple, Intel, Microsoft et Lotus, ont choisi d'être cotés au NASDAQ alors qu'ils sont éligibles au NYSE.

Appartenant à tous les secteurs de l'économie, les sociétés cotées au Nasdaq n'ont en général pas la notoriété ni la stabilité des *Blue Chips* enregistrées au NYSE. Leur sort boursier est directement lié à celui de l'économie dans son ensemble, plus encore que les *Fortune 500*, parce qu'elles dépendent de la capacité d'investissement dans des secteurs de pointe très risqués. De ce fait, les valeurs du Nasdaq sont souvent délaissées au profit des valeurs sûres quand l'économie montre des signes de faiblesse (montée des taux d'intérêt, stagnation, etc.).

Des petits investisseurs cherchant la plus-value

On recense 9 millions d'investisseurs particuliers sur le Nasdaq, et 2 100 institutionnels (voir graphique 5). Exception faite de certains *mutual funds* à vocations spécifiques, les investissements réalisés sur le marché OTC appartiennent généralement à la partie spéculative d'un portefeuille. La part détenue par des institutionnels sur le Nasdaq/NMS, bien que croissante, est toujours minoritaire puisqu'elle s'établit à 33 %, et la transaction moyenne est de l'ordre de 1 000 titres.

Les gains d'un investissement sur le Nasdaq s'effectuent principalement en capital, les valeurs n'offrant que très peu de dividendes, les plus-values pouvant s'effectuer très vite, juste après l'introduction sur le marché, ou à plus long terme, pour les sociétés opérant dans certains secteurs de pointe ou faisant preuve d'un grand dynamisme. Parce que les investissements sur le Nasdaq représentent un risque plus élevé, l'investisseur se désengage plus facilement si le marché ralentit ou dérape. Contrairement au NYSE où l'investisseur peut se couvrir en cas de chute en achetant des options sur les titres ou sur l'index, il existe peu de protection sur le Nasdaq. Une tentative a été faite en 1985 d'introduire des options négociables sur l'index Nasdaq 100, mais l'initiative a été de courte

1 — Certificats représentatifs d'actions de sociétés étrangères émis par des banques dépositaires américaines et cotés comme des actions.

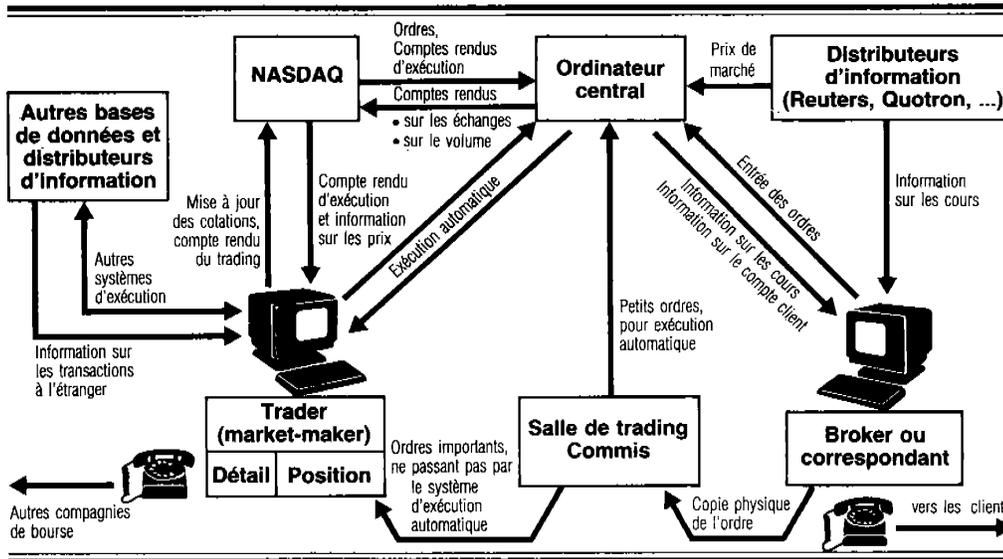
SECOND MARCHÉ

durée, car sans succès. Il reste les index généraux, tels que l'index Russel 2000 qui comprend 1 050 valeurs traitées au Nasdaq et, par ailleurs

65 valeurs ont des options négociables qui se traitent sur les autres grands marchés spécialisés (CBOE, Amex, etc.).

GRAPHIQUE 4

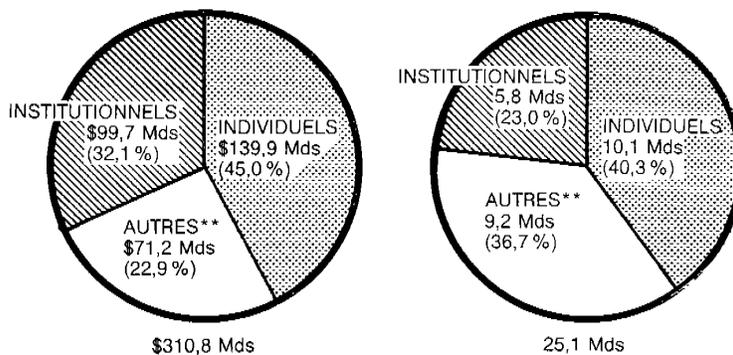
Système d'échange automatisé



113

GRAPHIQUE 5

Détention des titres cotés sur le NASDAQ/NMS, ventilée par catégorie d'investisseur*



Source : Vickers Stock Research Corporation

* — Valeur de marché au 31 décembre 1987, parts détenues au 30 septembre 1987

** — Cette catégorie comprend les cadres, directeurs, ou autres individus ayant un lien avec l'entreprise, ainsi que les détenteurs de parts de plus de 10%

**LE KRACH D'OCTOBRE : UNE ATTEINTE
À LA CRÉDIBILITÉ DU NASDAQ**

Plusieurs facteurs techniques ont provoqué la chute du NYSE et expliquent également l'effondrement du NASDAQ : un niveau des cours élevé (multiples très forts, rendement des dividendes trop faible, etc.) ; un contexte économique relativement sombre, marqué par des déficits budgétaires et commerciaux importants, et la faiblesse du dollar ; une remontée rapide des taux d'intérêt (le rendement des obligations longues du Trésor dépassant le cap des 10 %).

Le Nasdaq, en revanche, n'a pas directement souffert de l'utilisation du *portofolio insurance* ou du *program trading*, les valeurs du Nasdaq n'étant pas incluses dans les indices utilisés. Au cours de la panique qui a emporté les marchés, le Nasdaq a connu une défaillance majeure : l'impossibilité pour les investisseurs de passer leurs ordres. L'organisation du marché, et notamment le rôle des *market-makers*, a été sérieusement mise en cause à cette occasion, en raison de six insuffisances principales.

1. Pendant la semaine du 19 octobre, 30 des 50 plus grands au moins quelques valeurs, faisant tomber le nombre moyen de teneurs de marché par valeur de 7,2 fin septembre à 6,1 fin octobre. Contrairement aux spécialistes du NYSE, chargés d'assurer un marché équitable et ordonné, aucun règlement n'empêche les *market makers* de se retirer du marché si celui-ci devient trop instable. Lorsqu'un teneur de marché se retire, il ne peut toutefois retourner sur le marché qu'après deux jours ouvrables.

2. Dans la mesure où le *market maker* affiche un prix d'intervention pour une valeur sur le réseau Nasdaq, il est obligé de respecter son engagement pour un minimum de titres (*a normal unit of trading*) conformément à un règlement du NASD. Les *market makers* qui avaient pris position sur une valeur ont interprété strictement le règlement et ne sont intervenus que sur un minimum de titres, généralement une ou plusieurs centaines (au lieu de plusieurs milliers), réduisant ainsi la liquidité du marché.

3. Beaucoup d'investisseurs se sont plaints de ne pas pouvoir joindre leur *market maker* lors du krach. Certains les accusent même d'avoir délibérément gardé leurs téléphones décrochés. Il est impossible de déterminer la véracité de telles

accusations. Le réseau informatique n'ayant pas rempli son devoir, les lignes téléphoniques ont été encombrées par les opérateurs voulant vérifier leur position. Bien que cela soit difficile à prouver, il semble toutefois que l'absence de réponse au téléphone était partiellement délibérée.

4. Les *market makers*, afin de protéger leur propre capital contre les fortes fluctuations de prix, aux moments difficiles ont eu tendance à augmenter l'écart entre le *bid* et le *ask*. Pour les valeurs de \$10 ou plus, un écart de plus d'un point n'a été constaté que pendant 18 % du temps de cotation avant le 19 octobre. Le jour du krach et les jours suivants, ce pourcentage est monté jusqu'à 27,5 %.

5. Malgré un système informatique de pointe — le matériel lui-même a montré peu de signes de faiblesse — il semble que le logiciel créé et employé par le Nasdaq n'ait pas anticipé tous les scénarios de crise, notamment l'hypothèse d'un prix d'achat supérieur au prix de vente. Certains *market makers* ont, les jours du krach, affichés des prix de vente plus faibles que leurs prix d'achat, soit par précipitation, soit délibérément, pour faire disjoncter le système.

6. Les prix des transactions telles qu'elles ont été enregistrées varient considérablement d'un instant à l'autre. Dans la panique du 19 octobre, les prix n'apparaissant que très rarement, il était impossible d'estimer la valeur d'un titre à un moment donné. Ainsi, dans le cas d'Apple Computers, Inc., le prix est passé de \$48,25 à l'ouverture à \$36,50 à la clôture, ceci avec des amplitudes allant jusqu'à \$6 dans le même quart d'heure. Une telle volatilité ne permet à l'évidence pas d'assurer une information concevable des opérateurs et des investisseurs. L'ensemble de ces défaillances sévères, éprouvées sur les opérateurs puis décrites publiquement par les différentes commissions chargées d'analyser le déroulement de la crise d'octobre, ont jeté une ombre sur le fonctionnement du NASDAQ et levé des interrogations fondamentales quant à la sécurité des placements qu'il offrait aux investisseurs. La véritable question de ce débat concernait la capacité du marché à assurer une fonction élémentaire de maintien des cours dans des limites de fluctuations raisonnables, et la possibilité d'exécuter des opérations aux cours affichés.

Beaucoup d'analystes financiers ont estimé que, en mettant l'accent sur le développement, la promotion commerciale, le marketing, le NASD avait quelque peu oublié sa fonction première d'autorité

S E C O N D M A R C H É

de marché et de régulateur. Plus grave encore a été la réaction de certaines sociétés cotées au NASDAQ parmi les plus prestigieuses qui choisirent d'aller se faire enregistrer auprès de l'Amex ou du NYSE. Le mouvement ne s'est d'ailleurs pas arrêté et les rangs des sociétés cotées sur ce marché de gré à gré n'ont cessé de se réduire depuis octobre 1987, ainsi que le nombre de nouvelles émissions.

Il importait donc que les autorités réagissent très rapidement pour enrayer cette perte de crédibilité du marché de gré à gré et remettre le NASDAQ sur ses rails.

L'APRÈS KRACH POUR LE NASDAQ

La réaction des autorités du marché

La direction du *National Association of Securities Dealers* (NASD), a mis en place plusieurs mesures censées améliorer le fonctionnement de ce marché.

— Imposer des sanctions plus sévères pour retrait non-justifié du marché ; les *market makers* seront bientôt obligés de rester présents sur les marchés et de prendre les ordres de vente ou d'achat qui leur sont donnés sous peine d'être exclus du *Small Order Execution System* (SOES) pour une durée de 20 jours ouvrables.

— Limiter les excuses admissibles : la non-intervention des *market makers* ne sera autorisée que pour des raisons de nature technique (dysfonctionnement du système) ou légale (conflit d'intérêt).

— Rendre la participation des *market makers* sur le SOES obligatoire : désormais, tout *market maker* ayant une position sur une valeur sera obligé de maintenir la même position sur le SOES.

— Établir des minima d'ordres variables sur le SOES : la réglementation actuelle veut qu'un *market maker* qui affiche une position la respecte pour un minimum de 100 titres, ce qui est nettement inférieur à la moyenne des transactions. Afin de limiter leurs risques tout en respectant leurs engagements, les *market makers* ont rarement dépassé ce minimum pendant le krach. Le Nasd a l'intention de remonter ce seuil minimum par étape (1 000, 500 ou 200, selon les caractéristiques de

chaque valeur) afin de préserver un minimum la liquidité du marché pendant les périodes de crise.

— Améliorer le système informatique : à la suite des problèmes rencontrés avec le système informatique d'exécution des ordres, un nouveau logiciel de traitement informatique plus performant va être mis en place. Ce logiciel est censé réduire au minimum les interventions par téléphone. Il est aussi prévu pour ne pas s'interrompre, s'il rencontre un *bid* plus élevé qu'un *ask*, pouvant ainsi entraîner une perte pour le *market maker*.

— Éliminer le système de préférence qui consiste à mettre en rapport deux *market makers* dans les conditions les plus favorables.

Le redressement du marché

Le marché des actions a été marqué par l'influence du mouvement de restructuration industrielle qui a fait monter le cours des sociétés « opéables ». Cette forte activité a quelque peu éclipsé une remontée pourtant très nette des actions de second rang (*small stocks*) et en particulier des valeurs du NASDAQ, qui avaient été excessivement dévaluées en octobre dernier.

Globalement, pendant les huit premiers mois de l'année, le NASDAQ est le marché qui a le plus progressé : 14,0 %, contre 4,7 % pour le Dow Jones. Depuis son niveau le plus bas en octobre, le NASDAQ avait repris, à la fin août 28,7 % du terrain perdu contre 16,5 % pour le NYSE à la même époque. De même, le NASDAQ n'était plus à la fin août 1988 qu'à 17,3 % du plafond atteint alors que l'écart se situait à près de 21,1 % pour le NYSE.

La poursuite de l'internationalisation

La volonté du NASDAQ de poursuivre son ouverture internationale s'est illustrée par la concrétisation de l'accord avec le London Stock Exchange et la reconnaissance, sous le régime du Financial Services Act, du marché Over-the-Counter américain. Ceci permet aux opérateurs londoniens de travailler directement sur le NASDAQ, et inversement aux opérateurs US de passer des ordres à Londres.

Le NASDAQ compte beaucoup sur cette reconnaissance par les autorités britanniques, ainsi que sur la poursuite du mouvement de cotation aux États-Unis de sociétés étrangères (notamment via les ADR), pour parfaire son image de deuxième grand marché américain des actions. □