



LE NOUVEAU MARCHÉ : LA CONSTRUCTION D'UNE IDENTITÉ

VALÉRIE REVEST*

Le montant des capitaux levés par le Nouveau Marché depuis son ouverture le 20 mars 1996 atteint aujourd'hui 3,03 milliards d'euros, pour une capitalisation boursière équivalente à 24,28 milliards d'euros en décembre 2000. Créé sur le modèle du Nasdaq, afin de faciliter le financement des entreprises européennes de croissance [Commission des Communautés européennes, 1993, 1995, 1997], le Nouveau Marché offre un exemple intéressant de construction récente d'un marché financier organisé (Copin, 1998). Il soulève à ce titre la question du choix du mode d'organisation des échanges. Comment une Bourse de valeurs détermine-t-elle les règles qui gouvernent les échanges (diffusion de l'information, rencontre de l'offre et de la demande, mode d'obtention du prix)¹? Dans le cas de la construction et de la mise en place du Nouveau Marché, nous souhaitons montrer que, si le poids de la Bourse de Paris est prépondérant, les conditions de fonctionnement du Nouveau Marché ne reposent pas uniquement sur la « main visible » de la Bourse, mais sont le produit d'une construction collective impliquant l'ensemble de ses membres. Cet argument repose sur la nature organisationnelle des marchés financiers. Cette nature conduit à lier la qualité du fonctionnement d'un marché au degré d'internalisation de son identité par l'ensemble de ses membres (March, 1994). Dès lors, la construction et la mise en œuvre du Nouveau Marché doivent être appréhendées au travers de l'émergence d'une identité collective.

La première section est consacrée à la caractérisation d'un marché financier en tant qu'organisation. Dans une seconde section, à partir de l'étude statistique d'un questionnaire adressé aux teneurs de marché

* CREI-CEPN, Université Paris XIII - Nord.

L'auteur tient à remercier Luis Miotti pour ses précieux conseils. L'auteur reste seul responsable des opinions exprimées dans cet article.



du Nouveau Marché, nous montrons l'importance de l'implication de certains membres du marché - les Introduteurs Teneurs de Marché - dans l'émergence d'une identité propre au Nouveau Marché.

*LES MARCHÉS FINANCIERS COMME
« ORGANISATIONS DE MARCHÉ »*

Favereau (1989) dans sa typologie institutionnaliste des marchés, qualifie les marchés financiers organisés « d'organisations de marché ». Ces derniers se situent à la frontière entre marchés et organisations. La différence entre ces deux entités est perçue de la manière suivante : « dans une organisation, les interactions des individus sont coordonnées principalement par des règles (certaines voulues, d'autres non), accessoirement par des prix »; alors que sur un marché « les interactions entre les individus sont coordonnées principalement par des prix et accessoirement par des règles » (p. 275). Toutefois, la seule mention de l'existence de règles d'échange ne suffit pas, selon Favereau, à cerner la nature organisationnelle d'un marché financier. En effet, il est nécessaire d'une part, de préciser la nature des règles concernées, et d'autre part de mettre en évidence l'existence d'une entité collective.

Les marchés financiers organisés sont caractérisés par des règles constitutives, i.e. « la loi de l'offre et de la demande est le résultat d'une organisation délibérée : la Bourse de valeur » (p. 305). Celle-ci, par l'intermédiaire d'un ensemble de procédures et d'ajustements complexes, réalise la transformation des ordres en échanges. La seconde grande caractéristique d'une organisation est la présence d'une entité collective qui obéit à des motivations de nature différente. Nous retrouvons cette conception chez North (1991) pour qui l'organisation, contrairement à l'institution, se distingue par la volonté d'un groupe d'individus d'atteindre un objectif prédéfini. Deux grands objectifs communs aux Bourses de valeurs peuvent être mentionnés. Le premier concerne la réglementation des marchés. Il s'agit pour les Bourses de valeur d'assurer les meilleures conditions possibles de fonctionnement des marchés. Elles doivent ainsi sécuriser les transactions, veiller au respect des règles, ou encore maintenir la transparence du marché et l'équité entre les différentes catégories de clients (petits et grands investisseurs institutionnels) (Lamy, 1995). Parallèlement à cet impératif, les Bourses de valeurs ont aussi un objectif de compétitivité par rapport aux autres Bourses de valeurs et aux systèmes de négociations automatisés tels que INSTINET ou POSIT². Selon Lamy, les progrès des technologies de l'information, associés aux attentes des investisseurs institutionnels et à la globalisation des marchés financiers, ont conduit les Bourses de valeurs à « mettre en œuvre de véritables stratégies concurrentielles » (p. 238).



Si la désignation d'objectifs propres aux Bourses de valeurs nous permet de mieux saisir la nature organisationnelle d'un marché financier, nous devons mentionner une autre particularité : « Avec les organisations, les institutions ou les normes sociales, nous sommes confrontés à des phénomènes dont les principes de régulation semblent de *prima facie* étrangers à la logique marchande pure » (Orléan, 1994, p. 10). Plus précisément, l'étude des organisations montre l'importance de phénomènes tels que « la relation d'autorité, l'identification à l'organisation, ou encore les règles de coordination » (Simon, 1991). Le concept d'identification à l'organisation a été étudié notamment par March (1994), à travers une logique de décision alternative aux méthodes traditionnelles de choix, appelée *logic of appropriateness*. Selon cette logique, les agents suivent des règles qui correspondent à leurs identités. « Des actions sont associées aux situations, par l'intermédiaire de règles organisées en identités » (March, 1994). Les individus ne procèdent à aucun calcul, mais leurs comportements sont guidés par un ensemble de règles qu'ils pensent appropriées à la situation concernée. Ce comportement d'identification n'est pas systématique, puisque qu'il existe une incertitude qui porte sur le fait que les situations, les identités et les règles peuvent être ambiguës. De plus, la mise en relation entre des règles et une situation donnée se révèle dans certaines circonstances difficile : multiples identités, identités et/ou règles non consistantes. Le caractère non systématique de cette logique de décision conduit March à mentionner l'existence d'un degré d'internalisation des identités. Ainsi, la qualité du fonctionnement d'une organisation est liée, toutes choses égales par ailleurs, au degré d'internalisation de l'identité de l'organisation par ses membres.

3

ÉTUDE D'UNE PRATIQUE INFORMELLE : LE SOUTIEN DE COURS

Dans cette section, nous souhaitons illustrer la portée de l'adhésion des membres du Nouveau Marché à son identité. Dans cette optique, nous nous sommes intéressés à une catégorie particulière de membres du Nouveau Marché : les Introduceurs teneurs de marché (ITM). Ainsi que le mentionne le rapport Roger et Faure (1995), les ITM sont des « parrains » des valeurs qu'ils introduisent. Ils doivent théoriquement garantir les meilleures conditions de l'introduction des titres, être prêts par la suite à acheter ou vendre des titres pour une quantité déterminée et à assurer la promotion des titres. Le Nouveau Marché est caractérisé par une structure mixte du mode d'organisation des transactions associant direction par les ordres, direction par les prix (tenue de marché), cotations au *fixing* et cotations en continu.



L'observation du fonctionnement du Nouveau Marché met en lumière l'existence d'une pratique informelle au sein des ITM : le soutien de cours lors de l'introduction du titre. Selon cette pratique, les ITM soutiennent les cours des titres qu'ils introduisent dans les jours qui suivent l'introduction, afin d'augmenter la probabilité du succès de l'introduction d'un titre. Le terme « soutenir » signifie que l'ITM se substitue aux investisseurs absents en prenant lui-même le papier supplémentaire. Notre hypothèse est que la pratique informelle du soutien de cours symbolise en partie l'acceptation de l'identité du Nouveau Marché de la part des teneurs de marché. En d'autres termes, plus un teneur de marché a une vision positive du Nouveau Marché en tant que mode d'organisation des échanges, plus il soutiendra les cours lors de l'introduction. Cette hypothèse est étayée par les deux arguments suivants : premièrement la pratique du soutien de cours qui vise à assurer le succès de l'introduction d'une société sur le Nouveau Marché, est souhaitée par la Bourse de Paris³. Deuxièmement, le fait de soutenir les cours dans les jours qui suivent l'introduction d'un titre, ne garantit pas pour l'ITM la réussite de ce titre sur le marché à moyen et long terme. Par conséquent, la logique du soutien des cours répond en grande partie à une adhésion des teneurs à la structure du Nouveau Marché, telle que l'a définie la Société du Nouveau Marché (Euronext Paris SA)⁴.

Afin de tester cette hypothèse, nous avons réalisé un questionnaire adressé aux ITM et concernant l'activité de tenue de marché sur le Nouveau Marché⁵. Ce questionnaire a été réalisé en juin 1999. Sur 37 teneurs de marchés actifs, nous avons reçu 33 réponses (Revest, 2000). A la question « Soutenez-vous les cours lors de l'introduction d'un titre ? », nous avons obtenu les réponses suivantes : 24,2 % des teneurs de marché affirment soutenir les cours rarement, 36,4 % souvent, 15,2 % très souvent et 24,2 % toujours. Comment expliquer cette disparité des réponses ? Pour répondre à cette question, nous avons eu recours à l'analyse des correspondances multiples (ACM).

Analyse des correspondances multiples

L'analyse des correspondances multiples révèle deux axes factoriels significatifs. Le premier axe (F1) restitue l'information à 30 % et le deuxième axe (F2) restitue l'information à 17 %. Nous avons étudié les caractéristiques des groupes d'individus afin de repérer d'éventuelles associations⁶. La typologie des individus met en relief six groupes dont la position suivante face au soutien de cours apparaît dans le tableau suivant :

Tableau n°1
Groupes d'individus et soutien de cours

Groupe 1	souvent
Groupe 2	rarement
Groupe 3	très souvent
Groupe 4	souvent
Groupe 5	souvent
Groupe 6	très souvent

Les principaux enseignements de cette typologie sont les suivants⁷ : premièrement le soutien de cours est une pratique relativement bien acceptée par les teneurs du Nouveau Marché. Deuxièmement, les variables associées à l'opinion des teneurs de marchés sur la coexistence entre la tenue de marché et le carnet d'ordres en continu semblent expliquer le soutien de cours. Troisièmement, l'évaluation positive des bénéfices financiers et du volume d'activité du marché explique également la variable « soutien de cours ». Les résultats précédents tendent à montrer que la pratique informelle du soutien du cours serait liée à l'opinion des teneurs de marché sur la coexistence entre tenue de marché et carnet d'ordres en continu, à leur opinion sur la rentabilité financière de leur participation au Nouveau Marché et à leur opinion sur le volume d'activité du Nouveau Marché. Nous pouvons considérer ces trois facteurs comme représentant l'opinion globale des teneurs de marché sur l'organisation du Nouveau Marché. Selon cette perspective, plus l'opinion des teneurs est favorable, plus ces derniers soutiennent les cours lors de l'introduction.

Analyse économétrique

Nous avons testé la relation entre la variable « soutien de cours » et l'axe F1 au travers d'une régression logistique (logit) et d'une régression des moindres carrés ordinaires. Les deux méthodes économétriques tendent à suggérer que le soutien de cours est expliqué par l'axe F1 (corrélation positive). D'un côté, les teneurs de marché qui cotent peu de titres, plutôt au *fixing*, et qui ont une opinion favorable sur la coexistence entre la tenue de marché et le carnet d'ordres, ont tendance à soutenir les cours. De l'autre côté, les teneurs de marché qui cotent beaucoup de titres, plutôt en continu, et qui ont une perception défavorable de la coexistence entre la tenue de marché et le carnet d'ordres, ont tendance à moins soutenir les cours. Nous retrouvons donc le rôle de la variable « l'opinion sur l'organisation du marché » dans les deux régressions réalisées. Plus un teneur a une opinion globale positive sur le Nouveau Marché, plus il a tendance à soutenir le cours et réciproquement. La pratique informelle du soutien de cours est ainsi associée au degré d'adhésion des teneurs de marché à l'identité du marché.

Propositions

Plusieurs éléments de réponses peuvent être avancés pour justifier les différences d'opinion observées sur l'organisation du marché et plus précisément sur la coexistence entre tenue de marché et carnet d'ordres en continu. Premièrement, la Bourse de Paris est fondamentalement un marché dirigé par les ordres, bien que celle-ci ait introduit des mesures de tenue de marché sur le second marché ou dans le cas des blocs d'ordres. La tenue de marché est de manière générale, une caractéristique des marchés anglo-saxons. Il y a donc, autant chez les professionnels que chez les investisseurs, un manque d'expérience vis-à-vis de cette fonction⁸. Une enquête menée par Ernst et Young en association avec l'Anvar et la SNM en 1997, révèle une évaluation peu favorable de la tenue de marché de la part de 28 entreprises cotées sur le NM⁹. Ces entreprises mentionnent la trop grande prudence des teneurs de marché et regrettent l'absence de véritable *market making* (p. 19) ; 33 % des sociétés interrogées jugent la tenue de marché « efficace », 48 % la jugent « correcte », et 19 % la jugent « non efficace ». Le qualificatif « correct » fait référence ici au « sentiment que les ITM assurent un suivi minimum sans implication forte, sans dynamisme et sans *market making* ».

6

Deuxièmement, la coexistence entre tenue de marché et carnet d'ordres en continu met en évidence certaines difficultés pour les teneurs de marché. Lorsque le cours est coté uniquement au *fixing*, la présence de teneurs de marché permet à tout moment à des investisseurs d'acheter ou de vendre les titres. Dans ce contexte, la tenue de marché et le *fixing* ont tendance à se compléter. Cependant, lorsqu'un titre est coté en continu, les teneurs de marché sont en concurrence avec le carnet d'ordres, et les investisseurs ont tendance à se tourner vers le carnet d'ordres. La concurrence engendrée par la présence d'un carnet d'ordres qui fonctionne en continu entraîne une diminution de l'activité des teneurs de marché. En outre, un niveau élevé de vigilance est requis chez le teneur de marché afin de gérer à la fois sa présence dans le carnet d'ordres et la tenue de marché.

En résumé, la coexistence entre tenue de marché et carnet d'ordres en continu révèle à la fois des difficultés pratiques (vigilance élevée, manque « d'expérience ») et une faible rentabilité financière (concurrence avec le carnet d'ordres)¹⁰. Cette interprétation nous permet de comprendre pourquoi, en 1999, des teneurs de marchés qui cotent en continu, un grand nombre de titres, soient moins enclins à soutenir les cours des titres qu'ils introduisent.

D'un point de vue théorique, l'explication proposée tend à montrer que :



1 - si la Bourse de Paris, à travers la mise en place d'un ensemble dense de règles formelles, assure les conditions de fonctionnement d'un marché, elle ne peut, seule, construire l'identité de ce marché. Celle-ci est le produit de l'ensemble des acteurs présents sur ce marché. L'identité du marché est d'autant mieux acceptée par ses membres que ces derniers admettent les normes et contraintes liées à leur profession. « Les individus ont tendance à intégrer les identités qui confirment leurs compétences » (March, 1994).

2 - La construction d'un marché nouveau est rattachée à l'histoire des marchés antérieurs à sa création et exige, notamment dans le cadre de nouvelles procédures, une adaptation de la part à la fois des membres du marché et des investisseurs.

Notre interprétation du comportement des teneurs de marché sur le Nouveau Marché entre 1996 et 1999 rencontre cependant les limites suivantes : d'une part, une démarche plus approfondie exigerait la détermination de plusieurs critères témoignant de l'adhésion des teneurs de marché à l'identité du Nouveau Marché. D'autre part, à un niveau empirique les limites sont à la fois associées à la validité des réponses apportées au questionnaire et à la taille relativement petite de l'échantillon, qui peut entraîner certains biais dans les résultats obtenus.

Nous avons mis en évidence, dans la construction de l'identité du Nouveau Marché, l'importance de certains de ses membres, les ITM, parallèlement à l'influence de la Bourse de Paris. A un niveau théorique, cette conclusion nous conduit à insister sur l'étude des marchés financiers en tant qu'organisations. En effet, il serait intéressant de se pencher davantage sur les phénomènes d'identité, d'autorité, de coordination et d'apprentissage qui prennent place à l'intérieur de ces marchés. Comment les membres d'un marché se coordonnent-ils ? Quel est le rôle de l'autorité de régulation dans cette coordination ? La pertinence de ces questions est accrue aujourd'hui par les regroupements de grandes Places financières que nous observons. Le Nasdaq a annoncé son désir de s'implanter en Europe au cours de l'année 2001, en s'associant à une Bourse européenne majeure telle que le LSE, Deutsche Börse ou Euronext¹¹.

A un niveau empirique, la notion de construction institutionnelle du Nouveau Marché doit être explorée. Premièrement, une analyse plus complète de l'identité du Nouveau Marché implique de s'intéresser aux deux autres grandes dimensions du marché : les caractéristiques des entreprises introduites et les investisseurs. Deuxièmement, une étude



plustm	Coexistence entre carnet d'ordres en continu et tenue de marché favorable aux teneurs
plusliquiditég	Coexistence entre carnet d'ordres en continu et tenue de marché favorable à la liquidité (ordres de grande taille)
plusliquiditép	Coexistence entre carnet d'ordres en continu et tenue de marché favorable à la liquidité (ordres de petite taille)
anotoriété	Notoriété associée à la participation au Nouveau Marché
faibleactivité	Opinion négative sur le volume d'activité du Nouveau Marché
freqreserve	Fréquences des réservations de cours
inforeserve	Informations acquises lors de réservations de cours
infofourchette	Ajustement des fourchettes suite à des réservations de cours
plusinvest	Opinion sur la coexistence entre tenue de marché et carnet d'ordres pour les investisseurs
duréetenue	Nombre d'année d'activité de tenue de marché
abenefice	Bénéfice financier lié à la participation au Nouveau Marché
anotoriété	Accroissement de notoriété lié à la participation au Nouveau Marché
avolume	Accroissement du volume de transactions lié à la participation au Nouveau Marché
arelation	Extension des relations liée à la participation au Nouveau Marché

NOTES

1. Ces questions sont au cœur de la littérature sur la microstructure des marchés financiers. Cf. par exemple O'Hara, 1995.
2. INSTINET a été créé en 1969 et POSIT en 1987.
3. Affirmation extraite d'entretiens conduits avec plusieurs membres du Nouveau Marché.
4. Nous devons cependant noter que si la pratique du « soutien de cours » n'apparaît pas dans le règlement du Nouveau Marché, elle fait l'objet d'un accord passé entre l'ITM et la société concernée.
5. Nous nous intéressons uniquement aux facteurs institutionnels qui peuvent expliquer la pratique du « soutien de cours ».
6. Se reporter à l'annexe.
7. Le groupe 6 n'est pas intéressant à commenter car ses résultats sont très proches de la moyenne de l'ensemble des groupes. Nous nous engageons à communiquer aux lecteurs intéressés les résultats de l'ACM et du traitement économétrique.
8. Nous n'avons pas abordé dans notre travail le point de vue des investisseurs. Toutefois au cours des entretiens, des teneurs de marché ont mentionné « le manque d'habitude » des investisseurs vis-à-vis de la tenue de marché.
9. Cette enquête a été effectuée par entretiens téléphoniques auprès de 28 sociétés introduites sur le Nouveau Marché.
10. Boussemma et Hazard ont réalisé en 1997 une première étude sur l'interaction des deux modes de cotations sur le Nouveau Marché, qui prend en compte des aspects plus techniques.
11. Euronext est née en septembre 2000 de la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris.

BIBLIOGRAPHIE

- BOUSSEMA M. et HAZART P., (1997), « Le Nouveau Marché : interaction entre deux modes de cotation », in *Organisation et qualité des marchés financiers*, sous la direction de B. Biais, D. Davydoff, et B. Jacquillat, PUF Finance, pp. 107-126.
- Commission des Communautés européennes (1993), (1995), (1997), Office des publications officielles des Communautés européennes, L-2985 Luxembourg.
- COPIN G., (1998), « Nouveau Marché : un vrai levier pour les entreprises innovantes », *Revue d'économie financière*, n°47, pp. 49-71.
- FAVEREAU O., (1989), « Marchés internes, marchés externes », *Revue Economique*, 40 (2), mars, pp. 273-328.
- LAMY P., (1995), *Les bourses de valeurs*, Gestion Poche, Economica.
- Le Nouveau Marché, la clé de la croissance, décembre 2000, PARISBOURSE^{SBF} SA
- MARCH J. G., (1994), *A primer on decision making : how decisions happen*, New York, Free Press.
- NORTH D.C., (1991), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge : Cambridge University Press.
- O'HARA M., (1995), *Market Microstructure Theory*, Blackwell Business.
- ORLÉAN A., (1994), « Vers un modèle général de la coordination économique par les conventions », *Analyse Economique des Conventions*, PUF, pp. 9-40.
- Règles d'organisation et de fonctionnement du Nouveau Marché, avril 1999, novembre 2000.
- REVEST V., (2000), *Microstructure, institutions et marchés financiers organisés*, thèse de doctorat, CREI, Université Paris XIII.
- ROGER B. et FAURE P., (1995), Rapport du groupe de travail « Nouveau Marché », SBF, Bourse de Paris, février, pp. 1-44.
- SIMON H.A., (1991), « Organizations and markets », *Journal of Economic Perspectives*, 5 (2), pp. 25-44.