

Paris et Londres face à la mondialisation

Bernard COURBIS et Claude DUPUY

Respectivement Professeur et Professeur attachée à l'Université Lumière Lyon 2

La vague mondiale de globalisation des marchés des capitaux, oblige les places boursières à se moderniser. Leurs utilisateurs, entreprises émettrices et investisseurs institutionnels, les mettent en concurrence conduisant leurs autorités de tutelle, à revoir leur organisation. New York, Londres et Paris, ont connu leur *May day*, leur *Big Bang*, en bref, leur modernisation boursière.

Dans ce mouvement, l'Europe en tant que telle brille par son absence. Le projet IDIS¹, pourtant très timoré dans sa première étape, paraît aujourd'hui bien oublié. En fait, dans le subtil rapport entre le spontanéisme du marché et le pouvoir réglementaire des autorités, on trouve toujours, tant à Londres qu'à Paris, la dimension nationale en matière boursière, mais la dimension européenne, présente dans de nombreux domaines, y compris financier, n'y apparaît pas. Partant de ce constat, il s'agit maintenant de décrypter l'évolution que connaissent actuellement Paris et Londres, d'essayer de lire quel peut être le rôle de ces deux places européennes dans un marché en voie de mondialisation. Les marchés boursiers sont jugés sur la liquidité offerte aux valeurs qu'ils traitent. Cette liquidité, correspondant à la possibilité d'effectuer une transaction significative sans perturber les cours, dépend à la fois de l'environnement du marché et de son organisation même. Si l'environnement du marché ne conduit pas à une parfaite autoliquidité, l'organisation doit y suppléer et produire cette liquidité.

La distinction conceptuelle entre modèle d'autoliquidité et modèle de liquidité marchande fondée sur la réalité historique de la Bourse de Paris et du Stock Exchange de Londres, nous fournit une indispensable grille de lecture. L'autoliquidité paraît aujourd'hui irréaliste. Paris est-elle alors nécessairement perdante face à Londres ? En fait, l'adaptation des deux places à la nouvelle donne internationale n'est pas terminée. Elle dépend largement de la dimension réglementaire nationale, tant à Paris où une tradition française affirmée permet de parler d'adaptation administrée qu'à Londres où la mutation libérale recouvre un compromis, instable entre corporatisme national et ouverture au marché mondial.

¹ — *Interbourse Data Information System*.

PARIS ET LONDRES

AUTOLIQUIDITÉ ET LIQUIDITÉ MARCHANDE

Au-delà des bouleversements qu'elles introduisent, les réformes du Stock Exchange de Londres et de la Bourse de Paris confirment deux modes spécifiques d'organisation de la liquidité de marché.

LES FONDEMENTS HISTORIQUES DES DEUX MODÈLES

Paris ou la recherche d'une autoliquidité

La liquidité du marché est assurée par la compensation spontanée des ordres ultimes offreurs et demandeurs, émis par les investisseurs fondamentaux. De ce principe découle une logique de cotation où la recherche d'un prix unique d'équilibre permet de maximiser cette compensation. Trois éléments y contribuent. Les ordres ultimes portés sur le marché par un courtier² sont centralisés en une procédure unique de cotation ; le marché central était ainsi représenté matériellement par des groupes de cotation dont le plus connu était la corbeille. Ces ordres ultimes sont concentrés en une période unique de cotation ; la séance de fixing concrétisait cette volonté de concentration dans le temps. L'autorité de marché assure la recherche du prix d'équilibre et l'officialise ; le coteur, employé de la chambre syndicale des agents de change³, jouait ainsi le rôle de commissaire-priseur et le prix était publié dans la cote officielle.

Ce modèle est construit sur un *a priori* de complémentarité naturelle des ordres. Le marché n'y est producteur de liquidité qu'au niveau de leur mariage, service dont la rémunération obéit à une logique de pur courtage. Dans ce service, est incluse la recherche du prix d'équilibre qui, dans ce modèle centralisé, fait l'objet d'une procédure collective, dont le coût est assumé par l'ensemble des courtiers et ne donne pas lieu à une tarification spécifique. Il convient de noter que ce modèle donne à l'autorité de marché un rôle prédominant, soulignant sa mission de protection de l'épargne.

139

Londres ou la production d'une liquidité marchande

Dans ce modèle, la liquidité repose sur une logique de vente d'un service marchand. Les ordres ultimes des investisseurs fondamentaux sont absorbés par des marchands de titres qui se portent contrepartie (*jobbers*). Le principe de cotation lié à cette organisation est l'affichage permanent par ces marchands de prix, acheteurs et vendeurs, auxquels ils s'engagent à négocier pour un montant conventionnel. La liquidité d'un tel marché suppose la décentralisation de la cotation, c'est-à-dire l'affichage concurrent des prix ; le *floor*, regroupant les *pitches* des *jobbers* matérialisait cette décentralisation. Cette liquidité est garantie par la détention d'un stock de titres que les marchands financent sur leurs fonds propres ; ainsi, le *jobber* était-il amené à intervenir pour son propre compte sur le marché. Une telle organisation, où la formation du prix est assurée par des professionnels spécialisés, contient en elle-même un risque de manipulation de cours. Assurant seuls la cotation les marchands pouvaient faire tomber les investisseurs fondamentaux à faible pouvoir de négociation sous le joug de leurs conditions. Mais la *single capacity* instituée en 1908 contraignait les *jobbers* (contrepartistes) à négocier avec d'autres profession-

2 — Courtier est pris ici dans un sens théorique. Il peut s'agir concrètement d'un agent de change.

3 — Sauf pour les valeurs du hors cote où il existe une cotation par casier.

PARIS ET LONDRES

nels, les *brokers* (courtiers) qui, regroupant les ordres de la clientèle, assuraient ainsi un contre-pouvoir.

La différence entre prix vendeur et prix acheteur rémunère la production de liquidité et le risque pris par le contrepartiste ; le service de courtage est rémunéré par commission.

Adéquation des modèles aux réalités historiques

À travers une pratique séculaire, chacun des deux modèles a montré sa solidité et sa capacité à répondre aux besoins de liquidité des opérateurs. Les deux marchés se sont avérés efficaces en bénéficiant de données circonstancielles favorables : atomicité des ordres et barrières à l'entrée.

Sur un marché secondaire, concerné principalement par l'épargne de particuliers, l'atomicité des ordres atténuait le problème de la liquidité. En effet, sur le marché parisien, la démultiplication des ordres permettait à la loi des grands nombres de jouer, favorisant leur compensation naturelle et contribuant ainsi à l'autoliquidité. À Londres aussi, l'atomicité des ordres garantissait une certaine liquidité naturelle, qui permettait aux *jobbers* d'assurer leur fonction tout en étant faiblement capitalisés. Le grand nombre d'ordres en sens opposés les conduisait, en effet, à dénouer assez rapidement leurs positions.

Toutefois, il pouvait subsister un avantage relatif permettant une fourniture du service de liquidité à des prix différents à Paris et à Londres. Mais des barrières à l'entrée limitaient la concurrence. Les conditions techniques de transmission des ordres au XIX^e siècle et la réglementation restrictive des mouvements de capitaux au XX^e siècle, entraînaient des coûts compensant largement l'intérêt d'un arbitrage.

L'atomicité des ordres va disparaître avec l'institutionnalisation des marchés. Quant aux barrières à l'entrée, elles vont être emportées par la vague de déréglementation. Dans ces nouvelles conditions, qu'en est-il des spécificités historiques dans l'organisation des deux places qui avaient pu être sauvegardées jusqu'aux années quatre-vingts ?

LES CHOIX DES RÉFORMES DES ANNÉES 80

Le Big Bang

Cette réforme est une réaction à l'environnement international. Le marché mondial des valeurs mobilières qui émerge au début des années quatre-vingts nécessite des places pouvant traiter en gros des lignes de titres domestiques et étrangers. Londres, dotée d'une culture financière extravertie, mise sur cette opportunité dès 1984 en réorganisant son marché des valeurs étrangères, puis en septembre 1986 avec le *Big Bang*. La *single capacity* qui avait une mission de protection des petits ordres semble perdre sa raison d'être face aux investisseurs institutionnels et internationaux aptes à négocier directement avec les marchands de titres. Des professionnels, dotés de la *dual capacity*, au capital renforcé par des apports extérieurs et en mesure d'affronter la libre négociation des commissions, s'imposent.

Cependant, derrière l'apparente révolution réglementaire, le modèle décentralisé subsiste ; la cotation concurrentielle sur le *floor* se mue grâce aux moyens informatiques et télématiques, en une cotation automatisée : le SEAQ⁴. L'affichage sur écran individuel délocalisé remplace les *pitches*. La fonction de marchand de titre du *jobber* peut être reprise par un *broker dealer* inscrit au Stock Exchange en tant que

⁴ — *Stock Exchange Automated Quotation*.

PARIS ET LONDRES

market-maker ayant obligation de cotation. Ainsi, le modèle de liquidité marchande, totalement rénové et renforcé quant à sa puissance d'intervention par une forte capitalisation, est-il conforté pour mieux répondre aux exigences de l'institutionnalisation et de la globalisation.

La cotation assistée en continu

Réagissant elle aussi à la concurrence des places étrangères, la Bourse de Paris va s'engager dans un processus de réformes dont la finalité est moins d'internationaliser la cote que de répondre aux exigences nouvelles des investisseurs. La première urgence était d'offrir aux gros opérateurs une séance de cotation en continu. Préfigurée par la séance du matin instituée en mars 1986 pour négocier des volumes importants de certaines grandes valeurs du marché, la césure se réalise avec le remplacement progressif de la séance de fixing par une cotation en continu assistée par ordinateur, à partir de juin 1986.

Mais en s'appuyant sur son savoir-faire et sur l'expérience de rénovation de certaines places nord-américaines, Paris pose comme postulat à ces réformes le maintien d'un modèle de marché centralisé. Toutefois, la logique d'autoliquidité qui sous-tend ce modèle est fortement ébranlée. Des ordres de tailles très inégales arrivant sur le marché, peuvent entraîner un déséquilibre affectant la liquidité du titre. De même la dilution des ordres dans le temps peut, pour les valeurs à faible activité, conduire à des variations de cours non significatives. Ainsi, il ne paraît plus possible d'asseoir la liquidité du marché sur la seule compensation naturelle des ordres ultimes.

Au lendemain de ces réformes, il semble que Londres ait su adapter l'organisation de son marché aux nécessités de la modernité financière en créant un puissant potentiel de contrepartie. Paris a réalisé un incontestable saut technique (système CAC), mais doit encore résoudre le problème de l'organisation de son marché. Le marché central bâti sur un présupposé d'autoliquidité doit être aménagé pour assurer la liquidité nécessaire au fonctionnement d'une bourse moderne.

141

LIMITES D'UN MODÈLE D'AUTOLIQUIDITÉ

La prise de conscience des limites de l'autoliquidité a conduit les autorités à aménager de façon pragmatique les modalités de négociation en organisant l'ébauche d'une fonction de contrepartie. Mais cet aménagement s'avère insuffisant pour mettre un terme au mouvement de fuite des opérations sur certaines actions françaises vers Londres. Conscientes du besoin, les autorités ont paru hésitantes quant à l'organisation technique de la fonction de contrepartie dont dépend la nature même du modèle de marché.

L'ÉBAUCHE D'UNE FONCTION DE CONTREPARTIE

Totalement interdite aux agents de change avant la loi du 11 juillet 1972, cette fonction fait progressivement son entrée dans les textes. À la suite du Rapport Tricot, l'année 1985 voit s'accroître les possibilités de contrepartie et sortir les textes sur les sociétés de contrepartie. Le moyen de pallier le manque d'autoliquidité du marché centralisé est en effet, l'organisation d'une fonction de contrepartie, qui peut avoir deux significations différentes selon qu'elle participe à une logique de service collectif visant à améliorer le fonctionnement technique du marché central ou à une logique commerciale permettant à des professionnels de satisfaire leurs clients en dépit des

PARIS ET LONDRES

insuffisances du marché central. En France, les autorités ont, jusqu'à présent, mené de front l'organisation de la liquidité dans ces deux dimensions : animer le marché central de l'intérieur, le protéger de chocs extérieurs qu'il ne saurait absorber.

La contrepartie sur le marché central...

Véritable service collectif, qualifiée de régularisation de marché, elle vise à remédier par l'intervention d'un spécialiste à une insuffisance marginale d'autoliquidité. Elle se réalise nécessairement pendant la séance de Bourse et a pour objet d'assurer directement la liquidité du marché central. Le spécialiste, en tant que tel, représente la centralisation du marché ; il a vocation à rétrécir les fourchettes du marché en se portant éventuellement acheteur pour un prix plus élevé que celui du marché, et vendeur, pour un prix plus bas. En France, la fonction de spécialiste, ainsi conçue, concerne seulement des valeurs dont le marché est étroit⁵ : elle est appelée à se développer avec l'élargissement de la cotation en continu aux valeurs du comptant et aux obligations.

... et hors du marché central

L'autre type de contrepartie, service commercial rendu par les professionnels à leurs clients, qualifiée de développement de marché, cherche à dépasser les contraintes physiques du marché centralisé : limitation des heures d'ouverture incompatible avec la nécessité de réaliser des transactions sur une plage horaire correspondant à la globalisation des marchés, hétérogénéité et concentration des ordres dues à l'institutionnalisation.

Possible pour toutes les valeurs mobilières et ouverte à de nombreux intermédiaires⁶, cette activité de contrepartie a bien pour objet de renforcer la liquidité de la place ; elle y accroît cependant moins la liquidité du marché central qu'elle ne la protège, en organisant la possibilité de traiter en dehors, tout en respectant le mode centralisé de détermination des cours. Il s'agit d'abord de la contrepartie en avance sur le marché, autorisée depuis 1973, qui permet à l'intermédiaire d'acheter ou de vendre des titres à sa clientèle en dehors des séances de Bourse, la position prise devant être dénouée en Bourse dans un délai porté à 60 jours. En 1985, a aussi été instituée la contrepartie en anticipation de client, autorisant l'intermédiaire à prendre position à l'achat ou à la vente sur le marché lors de la séance de bourse, l'opération devant toujours être dénouée avant 60 jours en Bourse et hors Bourse⁷.

Dans les deux cas, l'opération hors marché central s'effectue en respectant le prix unique ; toutefois, le professionnel contrepartiste est autorisé à prendre une marge pour couvrir son risque. Ainsi, à cette marge près, le client est traité comme sur le marché — il ne négocie pas le cours avec le contrepartiste — sans que la transaction ne pèse sur le marché.

5 — Outre le marché officiel — contrepartie en régularisation de marché (Art. 162 du Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs), la contrepartie technique réalisée pendant la séance de marché recouvre aussi le second marché (Art. 117-2) avec le contrat de liquidité, et le marché des options négociables (Art. 244). Le cas de la contrepartie dans le cadre de la procédure spéciale du hors cote nous paraît tout à fait différente dans la mesure où la régularisation du marché conduit alors à donner au contrepartiste un rôle directeur dans la formation des cours et à en faire un véritable market-maker.

6 — Sociétés de Bourse, banques, Caisse des dépôts, établissements-articles 99 de la loi bancaire habilités à tenir des comptes de titres et affiliés à la SICOVAM, sociétés de contrepartie détenues majoritairement par ces organismes.

7 — L'opération de contrepartie et son dénouement sont évidemment exonérés d'impôt et de courtage pour l'intermédiaire.

PARIS ET LONDRES

LES INTERROGATIONS SUR LE TYPE DE CONTREPARTIE

Le « market-maker » à l'anglaise...

Pour satisfaire leur clientèle et poussés par la concurrence de Londres, certains professionnels parisiens souhaitent développer fortement leur activité de contrepartie. En effet, l'évolution récente des marchés les a conduits, dans un premier temps, à développer une activité de *trading*. N'attendant plus passivement sur le marché la contrepartie naturelle d'un ordre, ils sont allés eux-même chercher auprès de leur clientèle, les ordres de sens opposés afin de pallier une illiquidité passagère du marché. Mais, face aux exigences commerciales et à la nécessité de fournir un service concurrentiel de liquidité, ils ont été amenés spontanément, dans une deuxième étape, à « arrêter le papier » en prenant ainsi position face au client, compte tenu des possibilités offertes par la réglementation actuelle.

Notons que, jusque-là, le principe du marché central est respecté, les cours résultant de la confrontation des ordres. Mais, aiguillonnés par la concurrence anglaise, certains souhaiteraient franchir une nouvelle étape dans l'organisation de la contrepartie. Soucieux d'améliorer leur service de liquidité, ils afficheraient alors des prix de négociation fermes et nets pour des quantités données. Cette troisième étape est déjà largement atteinte sur le marché des obligations d'État, avec les spécialistes en valeurs du trésor. Sa réalisation sur le marché des actions ferait des professionnels en véritables *market-makers* à l'anglaise.

... ou le « specialist » à l'américaine ?

Cette version doit toutefois être largement tempérée par la position d'autres professionnels. Ceux-ci, écartant tout mimétisme, estiment que la modernisation du marché de Paris doit s'appuyer sur ses acquis : leur savoir-faire et la force du marché central.

Les deux premiers marchés du monde, New York et Tokyo, ont conservé, en le rénovant, un modèle centralisé qui semble bien fonctionner et répondre aux défis de l'institutionnalisation et de l'internationalisation. Pourquoi la Bourse de Paris ne pourrait-elle pas en faire de même ? Le développement du rôle du spécialiste sur tous les compartiments du marché et non plus seulement sur les marchés étroits, ouvrirait par exemple une solution à l'américaine plus conforme à la tradition française que l'imitation du modèle anglais.

143

L'amélioration du service de liquidité n'est pas l'affaire des professionnels pris un à un mais de l'ensemble de la profession face à l'ensemble de la clientèle. Dans la mesure où la place est attachée au principe de l'unicité de la cotation garantissant à tous les opérateurs le même traitement, le système d'affichage des prix concurrents par des *market-makers* ne peut être retenu.

En conséquence, instruit des pratiques boursières américaines, on pourrait rénover les techniques de cotation en maintenant le principe du marché centralisé par le recours à des *specialists* véritablement responsables de la tenue du marché de chacune des valeurs de la cote. Ils agissent à la fois comme *agent* selon la terminologie américaine, et comme *principal*. En tant qu'*agent*, ils exécutent les ordres à cours limités qui leur sont confiés au prix courant du marché, concurrentement aux autres professionnels. En tant que *principal*, ils utilisent leur propre capital pour pourvoir à la liquidité du marché du titre. Leur mission de « service public » délégué par l'autorité les amène à se porter contrepartie pour rétrécir l'écart entre les meilleurs prix, offreurs et demandeurs, du marché.

Un aménagement de cette fonction pourrait permettre à Paris de concilier le principe fondamental d'unicité de la cotation auquel elle est attachée et la nécessaire production de liquidité imposée par l'évolution des marchés.

PARIS ET LONDRES

Pour une solution originale à la française !

Devant raisonner dans le cadre des spécificités de la place parisienne, les autorités sont conscientes de l'impossible transposition de l'un ou de l'autre type d'organisation de la contrepartie. Paris ne peut pas être analysée comme un simple modèle réduit de Londres ou de New York. Sa base économique nationale et sa position dans le monde la dotent de caractéristiques propres qui doivent être prises en compte dans la réforme de l'organisation de son marché boursier.

Le *market-making* est un modèle de production de liquidité pertinent sur un marché largement ouvert à l'international. L'affichage concurrentiel des prix permet, en effet, de tirer parti de la pluralité de comportement d'opérateurs divers amenés à négocier sur une structure indépendante de toute tutelle politique. Exploitant au mieux cette disparité et cette liberté, le *market-making* permet ainsi de fournir à tout instant au marché la fourchette de prix la plus étroite. Ce modèle d'organisation de marché convient relativement bien à l'International Stock Exchange de Londres⁸, mais ne répond certainement pas au besoin de la Bourse de Paris dont le rôle principal sera toujours vu par les autorités comme étant de financer l'industrie productive nationale et non de porter l'industrie financière à un niveau international.

D'un autre côté, confier le service de liquidité aux seuls *specialists* selon le modèle américain, n'est pas une solution suffisante. Le New York Stock Exchange, adossé sur un marché domestique dont la puissance n'est pas comparable à celle de la place de Paris, lui donne en lui-même une dimension internationale lui permettant d'ignorer les contingences externes. La situation est totalement différente pour la France qui est contrainte, par l'étroitesse de son marché domestique, à s'ouvrir sur l'extérieur.

N'orientant pas toute son activité sur l'international mais ne pouvant pas compter sur ses seules forces, Paris doit chercher une conciliation des deux systèmes. Le modèle centralisé avec spécialiste semble répondre aux exigences des valeurs à marché national car sa dimension de service public de cotation est une garantie de gestion équitable de l'épargne domestique. Toutefois, pour ne pas être exclue du marché mondial des valeurs mobilières, la place doit, comme le suggère le rapport Deguen, « adjoindre au système actuel de centralisation des ordres par ordinateur un ensemble de teneurs de marché qui, au moins pour les valeurs entrant dans la composition de l'indice, afficheront en permanence des cours acheteurs et vendeurs sur des quantités minimales de titres ». Ainsi, une sorte de marché dual se dessinerait : le marché centralisé continuerait à permettre la négociation des valeurs domestiques mais certaines, d'envergure internationale, seraient aussi cotées par des *market-makers* à Paris.

Dans le processus de modernisation de la place de Paris imposé par la concurrence internationale, les textes semblent suivre la pratique pour mieux la canaliser. C'est la force de l'adaptation administrée, fidèle à la tradition française de libéralisme d'État... c'est aussi sa faiblesse. Dans les années 90, si le mouvement de globalisation se poursuit, dans un monde de liberté des flux de capitaux et de concurrence entre systèmes boursiers, la contradiction entre la pulsion des marchés et une réglementation trop contraignante pourrait remettre en question le rôle des places jugées trop rigides par les opérateurs. Dans ce pays où l'on ne sait si la propension du pouvoir à régenter les marchés est la conséquence ou la cause d'une insuffisante initiative du marché, l'ouverture internationale donne un éclairage nouveau au rapport réglementation-initiative privée. Service public, la Bourse doit être

⁸ — Nous serons amené à nuancer notre propos dans la troisième partie.

P A R I S E T L O N D R E S

réglementée, l'épargne doit en particulier y être protégée ; les autorités doivent cependant veiller à ce qu'une réglementation, anachronique dans un univers concurrentiel, n'étouffe pas la place. Elles y ont réussi jusqu'à présent, mais la restructuration n'est pas terminée, le jeu reste encore très ouvert au niveau international.

Ne rien faire ne peut que renforcer la tendance à la perte de substance au profit de Londres. Introduire le *market-making* dans le fonctionnement d'un système national qui se veut centralisé risque de créer des dysfonctionnements pénalisant la place. Il semble plus sage de renforcer la liquidité du marché central avec un aménagement de la contrepartie. La solution serait de renforcer cette base nationale tout en jouant le jeu international qui ne peut être demain que la participation des firmes parisiennes à un réseau mondial, à la création duquel la place de Paris doit participer.

LES ALÉAS DU MODÈLE DE LIQUIDITÉ MARCHANDE

Si Paris n'a pas encore résolu le problème technique de l'organisation de la contrepartie, Londres doit encore prouver qu'elle a gagné son pari sur l'international. S'appuyant sur un modèle de liquidité marchande, faut-il encore que celle-ci soit produite dans des conditions concurrentielles et que ce modèle soit compatible avec le réseau mondial de cotation qui semble se mettre en place.

LE MARKET MAKING BOURSIER EN PRATIQUE

Le krach de 1987 révélateur d'une surcapacité de marketmaking

Le *Big Bang* réalisé en période haussière a entraîné un formidable développement du potentiel de contrepartie. Le relais des quelques *jobbers* va être pris par des maisons de titres à capitaux britanniques et très souvent étrangers permettant à une trentaine de *market-makers* pour les actions domestiques, et plus de cinquante, pour les actions étrangères, d'animer le marché. Extension des locaux dans la City et équipements informatiques des salles de marché matérialisent l'engouement pour la généralisation du métier de teneur de marché. Le recrutement et surtout l'envolée des rémunérations en sont la confirmation. Trop confiantes en l'attrait de la place sur les valeurs étrangères et aveuglées par le *bull market*, les maisons de titres se sont mises en situation de surcapacité. La « crise » du *market-making*, apparue d'abord sur le marché des *gilts*, est latente sur le marché des actions à la veille du krach boursier qui ne fera que la révéler. Le ralentissement de l'activité globale du marché, renforcé à Londres du fait d'un certain rapatriement des transactions en valeurs étrangères sur leurs marchés domestiques, a en effet fortement affecté la rentabilité de l'ensemble de la profession.

Des firmes se sont déjà retirées de cette activité, des réductions d'effectifs ont eu lieu, mais le sentiment qu'il n'y a pas assez de travail pour tous ceux qui font ce métier domine encore. La crise du *market-making* semble pouvoir déboucher sur trois issues : la réduction de la surcapacité par abandon du métier par certaines maisons de titre, la réduction des coûts par rationalisation des investissements, licenciements et moindre rémunération, et l'élargissement des marges.

La concurrence et ses limites

Conséquence de la réforme de 1986, l'exacerbation de la concurrence avait fait passer au premier plan l'objectif de développement des parts de marché au détriment

PARIS ET LONDRES

de l'impératif de rentabilité, ce qui était possible dans la mesure où les firmes travaillant à perte exerçaient d'autres activités que le *market-making* et disposaient de fonds propres importants. En conséquence, les marges se sont resserrées pour le plus grand bien de la clientèle, mais l'heure de vérité semble maintenant devoir sonner...

En fait, le marché du *market-making* se trouve dans une situation assez étrange. Il est déjà très concentré, trois à cinq firmes contrôlant l'essentiel des transactions. On est ainsi assez proche de la situation des *jobbers* d'avant le *Big Bang*, à la différence cependant qu'un nombre non négligeable de « petits » *market-makers*, jouant de la transparence du marché offerte par le système SEAQ, mène la vie dure à ces grosses maisons. Les autorités du Stock Exchange envisagent ainsi de modifier les règles de fonctionnement du marché : l'obligation de traiter imposée au *market-maker* serait supprimée lorsqu'il est interrogé par un confrère : les transactions n'auraient plus à être publiées à l'écran dans les cinq minutes mais seulement le lendemain, lorsqu'elles dépassent 100 000 livres. Cette révision des règles avantage les plus importants professionnels. Ceux-ci en effet dépendent moins de leurs confrères pour dénouer leur position, car ils disposent d'une large clientèle et ils sont mieux informés des transactions de plus de 100 000 livres qu'ils se partagent au détriment des plus petits.

Les hésitations sur l'organisation du marché

Les marchands de titres ne sont pas tous rentables, mais la volonté d'en réduire le nombre par élimination des plus petits⁹, sous prétexte qu'ils vivent de la trop grande transparence du marché, peut être le signe d'un retour en arrière. Dans la mesure où les grands *market-makers* sont plutôt issus de la tradition britannique, cette tendance apparaît comme assez protectionniste aux yeux des firmes étrangères et risque de contrarier le rôle international de Londres.

À l'issue du *Big Bang* s'est mis en place un vaste marché de gros où les intervenants les plus divers (*brokers*, *market-makers*, investisseurs institutionnels), peuvent traiter sur un pied d'égalité. Le marchand de titres, affichant à l'écran son prix de vente, et son prix d'achat, s'engage à servir pour la quantité elle aussi affichée aussi bien ses concurrents que les *brokers* ou même directement les investisseurs. Les transactions entre *market-makers* tendent cependant à former un véritable *inter-dealer market* sur lequel les négociations peuvent être directes ou par l'intermédiaire d'un *inter dealer broker*¹⁰. C'est ce volume d'affaires que les réformes en cours risquent de limiter, segmentant le marché entre quelques grosses firmes qui négocieraient principalement avec la clientèle directement ou par l'intermédiaire des courtiers. La concurrence se ferait alors uniquement à travers les conditions faites aux clients, qui auraient toujours la possibilité de changer de fournisseurs de liquidité de marché, mais l'inexistence d'un marché de professionnels très animé pourrait nuire à l'efficacité générale du marché. Sur les autres marchés décentralisés, fonctionnant avec des *market-makers* (marché des changes, marché des fonds d'État, marché des euro-obligations...), la densité des opérations entre professionnels semble une condition essentielle de la formation du prix. La place de Londres paraît ainsi hésiter entre la tentation de conforter une pratique séculaire corporatiste et la véritable

9 — Justifiée par le fait qu'ils perturberaient le bon fonctionnement du marché en accroissant sa nervosité, en gênant le travail des professionnels les plus sérieux, en ne répondant pas au téléphone, en ne jouant pas le jeu...

10 — Développé surtout sur le marché des *gills*, l'*inter-dealer broker* existe aussi sur le marché des actions.

P A R I S E T L O N D R E S

concurrence qu'appelle la production de liquidité sur les marchés boursiers emportés par le processus de globalisation.

L'AVENIR DE LONDRES SUR LE MARCHÉ MONDIAL

Le point sur le rôle international de Londres

Le *Big Bang*, propulsant le Stock Exchange au niveau international, peut être vu avec recul comme un coup de force des acteurs du marché mondial qui ont su plier les autorités à leurs exigences de déréglementation. En effet, les eurobanques, installées au cœur même de la City, développaient depuis le début de la décennie des techniques proches de celles du Stock Exchange du fait de la mobiliérisation des euromarchés. La proximité ainsi croissante des pratiques de cotation et de négociation força les barrières corporatistes de la bourse des valeurs domestiques ; l'exploitation de l'immense gisement de la clientèle mondiale par les eurobanques risquait, en effet, de conduire à des négociations hors marché pour l'ensemble des grandes valeurs de la cote londonienne.

La menace de perte de substance de la place de Londres a ainsi poussé à une déréglementation qui, de fait, doit être analysée comme une internationalisation forcée. Toutefois, cette extraversion imposée par l'émergence d'un marché mondial semble fortement tempérée par la puissance du corporatisme de place et la nécessaire volonté réglementaire des pouvoirs publics.

On a vu précédemment que la venue de marchands de titre étrangers sur la place de Londres, tolérée par les maisons d'origine britannique lors du *bull market*, est mal acceptée depuis le krach d'octobre 1987. D'autre part, la nécessaire introversion des pouvoirs publics, responsables politiquement de la bonne gestion de l'épargne résidente pèse négativement sur une déréglementation trop extrême. En effet, la brutale ouverture internationale du Stock Exchange rendant caduque l'ancien code de bonne conduite (*gentlemen agreement*), régissant les rapports sur le marché, les autorités ont été conduites à concevoir un *Financial Service Act*. Le passage d'un contrôle coutumier à un contrôle plus statutaire s'avère être, depuis les textes d'application d'avril 1988, très contraignant pour la profession.

147

Marché international, marché mondial et marché domestique

Pour répondre à la vague de globalisation, l'organisation de la production de la liquidité du marché boursier mondial s'est appuyée jusqu'à présent sur une internationalisation des places nationales. Or, empêtrées dans la contradiction entre la nécessaire tutelle protectrice et la pressante exigence de liberté de comportement des opérateurs, les places nationales ne peuvent être qu'une réponse provisoire à la réorganisation de la liquidité mondiale. L'aboutissement d'un tel processus de globalisation semble devoir être la constitution d'un véritable réseau mondial de cotation totalement délocalisé et a-national.

En effet, l'activité marchande peut éclore et prospérer à l'abri d'une réglementation organisatrice et régulatrice. Mais l'expérience nous apprend que, dès que cette réglementation devient contraignante, des velléités de contournement apparaissent. La force marchande développe une capacité d'innovation permettant de reconstituer, hors des cadres réglementaires, des circuits de cotation et de négociation. Ce phénomène, dont le développement semble inéluctable, se pose comme butoir au mouvement d'internationalisation des places nationales.

L'exemple du marché américain illustre cette tendance. Sur le NASDAQ en effet, à côté du marché des valeurs répondant aux normes de la SEC, certains autres titres formant une sorte de hors-cote sont traités par les *market-makers*. Ainsi sur le

P A R I S E T L O N D R E S

territoire américain, un marché informel fonctionne en dehors de toute structure réglementée, permettant une cotation publiée sous forme de feuillets roses, les *pink sheets*. La souplesse et le professionnalisme d'un tel réseau lui permet d'aborder de façon très concurrentielle les marchés étrangers. Les autorités actuelles du NASDAQ international ne tentent-elles pas de mondialiser ces pratiques à partir du système PORTAL ?

On peut, bien sûr, se demander comment les places nationales à vocation internationale, et notamment Londres, vont réagir face à cette concurrence à venir ? Il paraît indubitable que le *market-maker* londonien, soumis à la réglementation de place, verra sa compétitivité menacée par des opérateurs intervenant sur un marché libre de toute tutelle. Malgré ses réflexes corporatistes l'incitant à raisonner selon une logique de place, il sera plus ou moins contraint, au risque de voir le marché se mondialiser sans lui, d'adhérer à ce réseau délocalisé en l'animant depuis Londres, en concurrence avec d'autres *market-makers* situés dans le monde.

Ainsi, la structure boursière qui semble devoir se dessiner à terme plus ou moins proche selon sa capacité à résoudre certains problèmes formels, notamment celui du choix d'unités de compte de cotation, est une structure duale : un réseau mondial interprofessionnel sur lequel se négocient les valeurs à dimension internationale et des places nationales ayant vocation à coter des valeurs locales et à gérer l'épargne nationale.

Jusqu'à ces dernières années, les places de Paris et de Londres fonctionnaient selon des modalités instituées au XIX^e siècle ; pertinentes, dans un certain environnement économique, ces modalités ont dû être bouleversées pour tenir compte de la nouvelle donne. Aujourd'hui, tous les marchés boursiers sont confrontés à un problème de production de liquidité et se doivent d'organiser une contrepartie efficace permettant d'éviter une fluctuation aberrante des cours. Le problème de Londres est ainsi actuellement de rendre ce service de liquidité dans des conditions compétitives. Pour Paris, le problème de positionnement international se situe à un autre niveau. Ne disposant ni d'un marché domestique suffisamment large pour appuyer une activité internationale (comme New York et Tokyo), ni du bénéfice d'une pratique séculaire de finance internationale (comme Londres), cette place n'aura jamais qu'un rôle limité au niveau mondial. En revanche, son avance technologique (CAC) et son poids relatif lui permettent d'envisager sans trop de présomption un avenir européen.

Dans le *sauf-qui-peut* des industries boursières nationales, l'Europe est encore absente. L'Europe boursière n'existera qu'à travers la constitution d'un vaste espace réglementaire de négociation des valeurs mobilières avec cotation en une seule unité de compte.

Face à ce plus de réglementation européenne, on devine la position négative de Londres : équipée d'une industrie boursière dimensionnée à l'échelle du monde, son seul problème est de la rentabiliser en lui offrant le marché le plus vaste possible.

Si l'attitude de Londres face à l'Europe est tranchée, celle de Paris est plus nuancée. La constitution d'un vaste marché de l'épargne de « proximité » à l'échelle européenne qui ne tirerait sa spécificité que de la réglementation (fiscale et monétaire) pourrait justifier l'existence d'une industrie boursière à vocation européenne distincte du marché mondial. Compte tenu de l'effort déjà réalisé par la place de Paris, celle-ci pourrait avoir un rôle de premier plan dans cet espace boursier, à condition qu'elle sache résoudre les contradictions auxquelles elle est actuellement confrontée. □