

Panorama du Système Financier

Concurrence et mutations des marchés financiers en Europe

D. Goyeau et A. Tarazi

A paraître dans les Cahiers Français « Le financement de l'économie » n°331 (2006)

L'ouverture internationale des bourses de valeurs mobilières n'est pas récente. Depuis longtemps, bon nombre d'émetteurs utilisent parallèlement leur marché domestique et des marchés étrangers pour procéder à leurs émissions de titres. Par ailleurs, les non résidents peuvent aussi investir directement sur des marchés étrangers. Toutefois, depuis une vingtaine d'années, le vaste mouvement de déréglementation financière entrepris à l'échelle mondiale et les formidables progrès réalisés dans le domaine des technologies de l'information et de communication ont donné une nouvelle dimension à l'internationalisation de la finance. C'est ainsi que, selon la FESE (Federation of European Securities Exchanges), la proportion des actions cotées sur les marchés européens, détenues en 2003 par des non résidents, s'élevait à 23% et qu'elle était, en France, de 35% contre 25% en 1995.

Cette internationalisation s'est traduite par un renforcement de la concurrence entre les places financières nationales qui sont maintenant en permanence soumises aux contraintes de l'innovation tant en matière de produits offerts qu'en matière de processus de production (négociation, compensation, règlement et livraison des titres). La concurrence au sein de l'Europe est d'autant plus vive depuis l'introduction de l'euro qui a favorisé la formation d'un vaste marché des capitaux. Elle a conduit différents marchés nationaux à coopérer sur le plan technologique et à fusionner pour préserver leur compétitivité. Ce mouvement de coopération et de concentration qui n'en est qu'à ces débuts, ne peut que se poursuivre pour donner naissance à un véritable marché paneuropéen, seul capable de rivaliser avec leurs concurrents américains. Il est toutefois freiné par des différences de modes d'organisation et des disparités réglementaires et fiscales qui persistent.

Progrès technologiques et organisation des marchés

Le regroupement de bourses est un phénomène ancien, notamment à l'intérieur d'une zone géographique partageant la même monnaie. En particulier, aux Etats-Unis, des dix-huit bourses régionales en activité en 1940, seules sept subsistaient en 1980. Le Royaume-Uni a connu la même évolution dès 1973 et, d'une façon générale, l'intégration des places régionales s'est généralisée lors de la mise en place de systèmes de cotation électronique. En France, le système CAC (Cotation Assistée en Continu) a été introduit pour les grandes valeurs à partir de juin 1986 afin de préserver la compétitivité de la bourse de Paris face à la concurrence de la Bourse de Londres. Il fut ensuite remplacé en juin 1995 par le Nouveau Système de Cotation (NSC) entièrement automatisé permettant la transmission des ordres, leur exécution, le paiement contre livraison des titres (à l'aide du système RELIT) ainsi que la diffusion de l'information.

Une fois l'intégration des marchés régionaux traditionnels réalisée, un deuxième mouvement d'intégration est lancé dans de nombreux pays entre les marchés traditionnels et les marchés de produits dérivés. Ces fusions se justifiaient par la recherche d'économies de coûts, notamment par la mise en commun des systèmes de cotations électroniques.

D'une manière générale, à quelques exceptions près qui traduisent des spécificités structurelles ou des cultures de marché différentes, tous les marchés se livrent concurrence pour s'attirer les faveurs tant des émetteurs que des investisseurs via les intermédiaires financiers. Avec la mise en place de systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison qui offrent leurs services aux opérateurs internationaux, cette concurrence dépasse maintenant les frontières géographiques, même si les appartenances nationales ou régionales des émetteurs ainsi que les préférences des investisseurs pour les titres locaux restent significatives. Par ailleurs, les marchés traditionnels sont confrontés à une nouvelle concurrence, celle de réseaux alternatifs (Electronic Commerce Network –ECN- et Alternative Trading System –ATS-) qui permettent la négociation des valeurs mobilières par réseaux privés ou internet.

Dans un tel climat de concurrence, les choix de processus de production¹ (plus spécifiquement le choix négociation électronique / négociation traditionnelle par téléphone ou à la criée) s'avèrent en fait déterminants dans la mesure où ils conditionnent à la fois les coûts de transactions, la fréquence potentielle des transactions, le risque opérationnel (la sécurité de la chaîne de traitement des transactions du passage d'ordre au règlement de la transaction) et le mode de diffusion de l'information qui conditionne la transparence du marché et par conséquent son efficacité. En d'autres termes, ces choix déterminent l'efficacité en termes de coûts et de liquidité du marché sous les contraintes de transparence et de sécurité.

De profonds changements dans l'organisation de la négociation des valeurs mobilières ont été observés au cours des vingt dernières années. Le processus de négociation a largement été automatisé et, pour de nombreuses bourses, il est devenu entièrement électronique. Ainsi, la plupart des marchés d'actions sont passés progressivement au système de négociation électronique au cours de ces vingt dernières années. Toutefois, les marchés obligataires et de produits dérivés n'ont entamé leur mutation que beaucoup plus récemment. Sur un grand nombre d'entre eux, les deux méthodes de négociation cohabitent encore.

Dans la mesure où les marchés électroniques fonctionnent souvent selon le mécanisme de marché gouverné par les ordres, la part des négociations dirigées par les prix diminue progressivement (voir encadré).

Les différents modes d'organisation des marchés

La finalité première des marchés financiers est de permettre une allocation efficiente des ressources financières. Cette allocation repose tout d'abord sur une efficacité opérationnelle, i.e. de faibles coûts de transaction pour les investisseurs et une bonne circulation de l'information boursière pré et post transactions. Cette efficacité conditionne alors la liquidité des titres sur laquelle repose l'efficacité des prix de transactions (le prix des titres doit s'écarter le moins possible de leur valeur intrinsèque) avec une fourchette (écart entre le meilleur prix de vente et le meilleur prix d'achat) la plus étroite possible.

Ces efficacités dépendent du mode d'organisation des différents marchés financiers. Fondamentalement, une double distinction permet de caractériser les différents marchés. Deux grands modes d'organisation des transactions s'opposent : les marchés gouvernés par les prix et les marchés gouvernés par les ordres.

¹ De nombreuses études théoriques et empiriques traitent de l'incidence de ces choix. Pour une synthèse, voir Biais, Glosten et Spatt (2005).

Un **marché gouverné par les ordres** est un marché centralisé où les ordres d'achat et de vente se confrontent pour déterminer un prix d'équilibre. Ce cours d'équilibre est celui qui permet de maximiser le nombre de titres échangés. On parle alors de cotation au fixing si la confrontation a lieu à un instant précis de la journée, les ordres étant accumulés jusqu'à cet instant, ou de cotation en continu si la cotation a lieu à tout moment de la journée avec l'arrivée des ordres.

La confrontation des ordres peut se faire de trois façons : - à la criée : des crieurs professionnels crient leur ordres d'achat et de vente en réponse à un cours annoncé par un commissaire-priseur dans un lieu prévu à cet effet, le parquet. En fonction des décalages entre l'offre et la demande de titres, le commissaire-priseur annonce des prix à la hausse ou à la baisse jusqu'à l'obtention du prix d'équilibre ; - par casier : les ordres sont centralisés dans un casier par valeur et sont traités globalement ; - ou par système informatisé : les ordres d'achat et de vente sont confrontés de façon automatique. Il permet, d'une part, un plus grand nombre de cotations et, d'autre part, une automatisation et un suivi des tâches depuis le passage de l'ordre jusqu'à la procédure de règlement-livraison.

Un **marché gouverné par les prix** est un marché décentralisé qui est animé par des teneurs de marché (*market makers*). Les teneurs de marché affichent en permanence une fourchette de prix (un prix acheteur ou *bid* et un prix vendeur ou *ask*) pour une quantité minimale de titres. Il n'y a donc pas de négociation multilatérale.

En Europe, des modèles de marché plus ou moins hybrides se sont développés. D'un côté, le LSE (London Stock Exchange), par exemple, est avant tout un système de tenue de marché mais il existe aussi un système de carnet d'ordres central, dont le rôle s'amplifie, pour les plus grosses capitalisations. D'un autre côté, Euronext, par exemple, est un marché fondamentalement dirigé par les ordres mais des mécanismes de tenue de marché tels que des contrats de liquidité, sont introduits pour des petites et moyennes capitalisations. Cette évolution se démarque de celle observée aux Etats-Unis où les deux systèmes purs cohabitent, le NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System) restant un marché gouverné par les prix alors que le NYSE (New York Stock Exchange) est un marché gouverné par les ordres.

Places financières et bourses

L'analyse économique met en évidence que les gains de proximité sont généralement plus substantiels pour les activités à valeur ajoutée et à rendements d'échelle élevés. La grande majorité des métiers de la finance entrant dans ce cadre sont donc susceptibles de bénéficier d'effets d'agglomération. C'est ce qui explique la forte concentration des activités de la finance au sein de places financières.

Une place financière est un espace économique homogène (généralement une ville) où, pour des raisons historiques, culturelles, réglementaires, fiscales, ..., se concentrent un ensemble d'intervenants de marchés (banques, assurances, sociétés de gestion, courtiers, ...) qui nouent de multiples relations, sans lien direct avec la localisation, et réalisent des opérations sur les différents marchés financiers primaires et secondaires. Puis d'autres entreprises (des sociétés de services informatiques, des agences de notation, des cabinets conseils, des centres de formation, ...) viennent

s'agglomérer autour de ses intervenants directs. La proximité géographique génère alors des externalités positives et donc une plus grande efficacité individuelle et collective.

Historiquement, chaque place était structurée autour d'une Bourse, c'est-à-dire d'une institution nationale, publique ou de type coopératif, prestataire de services d'exploitation des marchés financiers. Et l'activité de chaque Bourse était directement dépendante de l'importance et du dynamisme de la place financière qui l'entourait. La proximité géographique facilitait notamment la circulation et la gestion de l'information, condition indispensable à l'efficacité d'une bourse.

Mais l'harmonisation progressive des dispositifs réglementaires et fiscaux, en particulier en Europe, et surtout les formidables progrès réalisés ces dernières années dans les technologies de l'information et de la communication conduisent à reconsidérer le lien historique entre place financière et bourse nationales.

Mais, ces institutions boursières se sont, tout d'abord, transformées en sociétés privées, en entreprises de marché, pour ensuite être elles-mêmes cotées sur les marchés.

La démutualisation des Sociétés de Bourses

Par ailleurs, les bourses européennes (marchés traditionnels et de dérivés) ont connu une autre évolution fondamentale : leur démutualisation.

Historiquement, les Bourses de valeurs sont des structures, sans but lucratif affiché, créées par des membres qui partagent les droits d'utilisation du marché, droits qui peuvent être achetés ou transférés avec l'accord des autres membres. Ces structures mutualistes ou coopératives s'auto-régulaient de façon satisfaisante tant que le marché était parfaitement localisé.

Cependant, avec les progrès réalisés dans les techniques de communication et l'ouverture des frontières, les Bourses nationales doivent maintenant faire face à la concurrence tant des Bourses étrangères que des ATS et bientôt des internalisateurs systématiques². Et la forme mutualiste des sociétés de Bourse est susceptible de freiner leurs indispensables adaptations pour contrer la concurrence. Les différents membres, présentant des intérêts divergents, ne parvenaient pas à s'accorder sur les choix technologiques et à collecter les ressources financières nécessaires à leur modernisation.

Les sociétés de Bourse ont alors successivement abandonné leur statut de mutuelle ou de coopérative pour adopter un statut de société anonyme dont le capital est ouvert. Elles sont ainsi devenues des entreprises capitalistiques contraintes d'innover en permanence et de réduire leurs coûts pour rester compétitives face à une clientèle non captive. Ces entreprises de marché sont des sociétés industrielles qui possèdent un certain savoir-faire et une certaine technologie pour gérer des marchés financiers. Et à ce titre, elles doivent faire face à une concurrence technologique.

² L'internalisation des ordres permet à un intermédiaire financier de contourner les marchés réglementés en exécutant directement les ordres de ses clients en interne. Il peut pour cela, soit se porter lui-même contrepartie, soit confronter les ordres de ses clients entre eux. Si l'internalisation est autorisée par exemple à Londres, elle ne l'est pas encore en France où tous les ordres doivent être exécutés sur Euronext. Toutefois, une nouvelle directive européenne (MIF) relative à l'harmonisation et au renforcement de la concurrence des marchés financiers européens, autorisera cette pratique dès la fin 2007.

Leur nouveau statut leur permet de collecter les ressources financières nécessaires au financement des lourds programmes d'investissements indispensables. Par ailleurs, cette démutualisation a largement favorisé les mouvements de fusions entre les marchés. Mais, dans la mesure où les titres de ces nouvelles sociétés sont eux-mêmes maintenant cotés sur les marchés, le mouvement de concentration des marchés peut s'accélérer à coups d'OPA hostiles.

Les regroupements des Bourses de valeurs ne reposent plus sur des logiques géographiques mais sur des stratégies d'investissements créateurs de valeur pour les actionnaires des entreprises de marché (maîtrise des systèmes informatiques de négociations de compensation et de règlement-livraison, économies d'échelle, synergies,...).

De ce fait, les bourses sont de moins en moins sous l'emprise des Etats et sont de plus en plus soucieuses de l'intérêt de leurs propres actionnaires. Et, comme toutes entreprises concurrentielles, elles sont soumises à des objectifs de croissance rentable et définissent maintenant leurs stratégies de développement, à travers des opérations de fusions et d'offres publiques d'achat (OPA) amicales ou hostiles.

Ce faisant, le lien historique entre place financière et bourse de valeurs a fondu avec la création de liens européens entre marchés nationaux. Les places demeurent mais leurs perspectives relèvent pleinement de l'évolution du cadre juridique et fiscal des entreprises ainsi que des réglementations boursières locales qui conditionnent leurs capacités à s'intégrer dans les marchés internationaux des capitaux et non de la performance technologique de l'entreprise de marché locale.

La réforme d'Euronext

La loi du 22 janvier 1988 cassa le monopole des agents de change en permettant l'ouverture de leur capital aux intermédiaires financiers pour donner naissance à des sociétés de Bourse habilitées à réaliser des opérations pour compte propre et compte tiers.

L'institution financière spécialisée, la Société des Bourses Françaises (SBF-Bourse de Paris) créée en 1990, a tout d'abord été transformée en une société anonyme, Euronext NV, puis a fusionné en septembre 2000 avec les Bourses d'Amsterdam et de Bruxelles et est maintenant une société cotée depuis juillet 2001 dont le siège est à Amsterdam. Puis, la Bourse de Lisbonne et le marché des produits dérivés internationaux basé à Londres, le Liffe, ont rejoint Euronext en 2002.

La Bourse de Paris a adapté sa cote à de nombreuses reprises au cours des 20 dernières années pour contrer la concurrence sur des marchés européens. Dernièrement, Euronext l'a réformé d'abord à Paris, en février 2005, puis à Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne afin d'améliorer la lisibilité et la liquidité du marché et en particulier celui des petites et moyennes entreprises. Ainsi, les compartiments Premier, Second et Nouveau Marchés et le Marché Libre (OTC) ont été remplacés par un marché réglementé unique (Eurolist) et deux marchés non réglementés, l'un organisé (Alternext) et l'autre non structuré (le Marché Libre). Cette réforme s'avérait nécessaire pour améliorer la lisibilité de la cote mais aussi pour accroître la visibilité du marché à l'échelle internationale. En particulier, il s'agissait de réunir les conditions pour garantir l'émergence d'un compartiment dédié aux valeurs de croissance (Alternext) pouvant rivaliser avec le NASDAQ américain.

Eurolist

Sur Eurolist, les sociétés sont classées par ordre alphabétique à l'intérieur de trois classes de capitalisation :

- le compartiment A regroupe les entreprises dont la capitalisation boursière (la valeur en bourse) est supérieure à 1 milliard d'Euros ;
- le compartiment B, les entreprises dont la capitalisation est comprise entre 150 millions et 1 milliard d'Euros ;
- le compartiment C, les entreprises de moins de 150 millions d'Euros de capitalisation.

Marché organisé, marché réglementé et marché libre

Un marché organisé est un marché d'instruments financiers qui, contrairement aux marchés de gré à gré, est organisé par une entreprise de marché (Euronext par exemple en France).

Un marché réglementé est un marché organisé d'instruments financiers qui obéit à un règlement général de marché, édicté et appliqué par une entreprise de marché agréée par l'autorité compétente de son Etat d'origine. Ce règlement concerne les conditions d'agrément, les règles d'admission, de suspension et de radiation ou de retrait des instruments financiers de la négociation, le contrôle des négociations, les exigences de transparence pré- et post-négociation, etc... et son application est contrôlée par les autorités de tutelle (l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) par exemple en France).

Le concept de marché réglementé est l'une des innovations majeures issues de la Directive européenne des Services en Investissement de 1993 (DSI) et de la loi du 2 juillet 1996 sur la modernisation des marchés financiers.

Un marché libre est un marché non réglementé (le Marché Libre par exemple en France) qui offre aux sociétés de petite taille la possibilité de lever des capitaux sans devoir pour autant respecter les obligations imposées aux sociétés sur les marchés réglementés.

Cependant, une forme hybride de marché, un marché organisé mais non réglementé, existe (Alternext par exemple en France) qui est destiné à accueillir des sociétés qui souhaitent bénéficier de conditions d'accès au marché simplifiées ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour une admission sur un marché réglementé, sous réserve de leur engagement en matière de transparence financière et de protection des investisseurs.

Les entreprises qui souhaitent accéder à Eurolist pour lever des fonds, doivent se soumettre à un certain nombre de contraintes. En particulier, elles doivent mettre à disposition du public au moins 25% de leur capital social (ou sinon un montant jugé suffisant par Euronext pour garantir un bon fonctionnement régulier du marché). Elles doivent aussi produire au moins trois années de comptes certifiés. Elles doivent enfin s'engager à fournir l'information sur leur activité et à la diffuser dès qu'elle est susceptible d'influencer leur valeur de marché.

Afin de soutenir le marché des petites et moyennes valeurs, cette réforme de la cote s'est accompagnée d'une création d'un statut particulier d'expert en valeurs moyennes. Ces SME (*Small and Midcap Experts*) assurent un rôle de suivi en analyse financière et de promotion des valeurs de capitalisation inférieure à 1 milliard d'Euros. Les candidats à ce statut doivent :

- disposer d'une équipe de recherche et d'animation sur valeurs moyennes ;

- s'engager à suivre régulièrement au minimum 60 valeurs moyennes dont au moins 20 présentant une capitalisation boursière de moins de 150 millions d'Euros et 10 ayant un volume de transactions annuel inférieur à 2 500 négociations par an ;
- et s'engager à publier des analyses semestrielles ou tout autre message lors d'événements marquants relatifs aux sociétés concernées.

Alternext

Alternext a été ouvert en mai 2005 pour accueillir les petites et moyennes capitalisations aux conditions d'introduction simplifiées. Ce compartiment non réglementé (au sens juridique du terme) mais toutefois organisé et régulé par Euronext allie ainsi souplesse (facilité d'accès) et efficacité à la fois pour les émetteurs de tous les secteurs d'activité et pour les investisseurs. Ce concept s'est développé en Europe³ pour combler le retard accumulé par rapport aux Etats-Unis dans le financement des innovations et dans le capital-risque.

La principale différence avec Eurolist tient aux modalités de négociation. Euronext propose en effet aux investisseurs plusieurs modes de cotation.

Les ordres relatifs aux valeurs les plus liquides (plus de 2 500 transactions par an) peuvent être transmis, dès 7h15, au carnet d'ordres central et une confrontation de ces ordres a lieu à 9h qui permet de déterminer un prix d'ouverture (par fixing d'ouverture). Ensuite, jusqu'à 17h25, le marché fonctionne en continu. Ce mode de cotation en continu n'a été introduit qu'en 2006 afin de le rendre plus fluide et pour garantir davantage son succès. Enfin, de 17h25 à 17h30 (préclôture), les ordres s'accumulent de nouveau dans le carnet d'ordres central pour procéder au fixing de clôture à 17h30. Les autres valeurs (les moins liquides) sont négociables par un fixing quotidien à 15h30.

Par ailleurs, parallèlement au carnet d'ordres central, au fixing ou en continu, les valeurs peuvent être également négociés de gré à gré par des teneurs de marchés (*Market Makers*) dont la fonction est d'assurer la liquidité des actions cotées.

Mais, compte tenu des caractéristiques des entreprises admises, l'investissement sur ce compartiment reste risqué, même si les actionnaires minoritaires bénéficient de garanties de cours (garanties qui n'existent pas sur Eurolist) et, même si, avec la création d'Alternext, apparaît un nouvel intervenant, le *listing sponsor*, qui est un intermédiaire agréé par Euronext, et dont la fonction est d'apporter, durant au moins deux ans, une expertise aux entreprises souhaitant être cotées sur Alternext.

Pour pouvoir être cotée sur Alternext, une entreprise doit lever 2.5 millions d'euros, montant minimum qui doit être placé auprès du public (flottant), ou sinon par admission directe suite à un placement privé d'au moins 5 millions d'Euros. Elle doit présenter un historique de comptes, sans contrainte de rentabilité, d'au moins deux années auditées (ou au moins trois années auditées si l'introduction s'accompagne d'une augmentation de capital). Elle est aussi tenue d'informer le public de tout élément susceptible d'affecter son cours et de publier ses comptes annuels et semestriels. Enfin, elle doit déclarer les transactions de ses dirigeants et les franchissements de seuil de 50% et 95% du capital.

³ Le premier marché européen des valeurs de croissance, l'*Alternative Investment Market* (AIM), a été créé à Londres en 1995. Il a connu un formidable succès et accueille encore aujourd'hui une grande part des introductions. Aujourd'hui, l'AIM et Alternext restent les deux seuls marchés non réglementés en Europe mais Eurex envisage aussi la création d'un tel marché.

Depuis son lancement, Alternext a accueilli 26 sociétés dont la capitalisation boursière dépasse au total 1 milliard d'Euros et offre maintenant une liquidité globale supérieure à celle observée sur le compartiment C d'Eurolist auquel sont inscrites des sociétés comparables.

Le marché Libre

Le marché libre a succédé en 1998 à l'ancien hors-cote. Il accueille les valeurs qui ne peuvent être admises à l'Eurolist ou à Alternext. L'accès à ce compartiment n'est pas réglementé, l'entreprise cotée ne devant répondre à aucune contrainte, et les transactions se font librement, d'où la mention de marché OTC (*Over-The-Counter*). L'absence de contraintes imposées aux émetteurs en fait un marché risqué et peu liquide (il faut parfois attendre plusieurs séances avant la formation d'un cours).

Les mutations des différents marchés

Le marché des actions

Depuis le début des années 1980, les marchés actions ont connu sur le plan mondial une forte croissance en terme de capitalisation. Cette croissance résulte toutefois davantage d'effets de valorisation que de progressions des émissions de capital bien que certaines bourses, comme celle de Paris, aient pu bénéficier de la privatisation de grandes entreprises publiques. Au contraire, d'une part, le nombre d'entreprises cotées a plutôt tendance à diminuer sur les principaux marchés. C'est le cas en particulier des entreprises étrangères. Toutes les grandes entreprises recourent depuis longtemps à des émissions internationales d'actions (multicotation). Une telle stratégie est d'autant plus souhaitable que le montant des capitaux levés est élevé dans la mesure où elle permet de réduire le risque de l'émetteur de faire face à une saturation du marché domestique qui le contraindrait à réduire le prix proposé et ainsi sa capacité à lever des fonds. Le seul frein repose sur la nécessité pour les émetteurs de se conformer aux exigences du marché d'accueil. Cependant, avec la mobilité internationale du capital et l'harmonisation de normes comptables et des réglementations internationales, la multicotation perd progressivement de son intérêt. La proximité géographique des émetteurs et investisseurs n'est plus déterminante et le principal critère mis en avant par les investisseurs, notamment les institutionnels, est la liquidité. Or, l'essentiel des transactions sur un titre a toujours eu lieu sur le marché domestique et la multicotation en Europe apparaît de plus en plus comme une déperdition potentielle de la liquidité. D'autre part, les politiques de rachat d'actions menées par les entreprises sur la période récente exercent un effet négatif sur la capitalisation des marchés.

Le marché mondial est largement dominé par le marché américain. Les deux seules bourses dominantes, le NYSE, pour les entreprises matures, et le NASDAQ, pour les entreprises de croissance, représentent ensemble fin 2005 près de 40% de la capitalisation mondiale alors que les cinq principales bourses européennes réunies n'en représentent qu'environ 20%.

Contrairement aux Etats-Unis, l'Europe est encore largement segmentée en un grand nombre de bourses (une quinzaine). La principale tant en termes de capitalisation, de nombre d'entreprises cotées que de transactions, reste celle de Londres, suivi par Euronext, la première bourse continentale et la seule à vraiment rivaliser avec celle de Londres.

Toutefois, la suprématie du NYSE apparaît menacée dans la mesure où sa part de marché tend maintenant à diminuer au profit de ces concurrents américains et notamment des ATS. Cette contre-

performance du NYSE peut s'expliquer par son organisation institutionnelle de type mutualiste qui a freiné son automatisation, ce qui a encouragé l'apparition d'ATS. Aussi, pour inverser cette tendance, le NYSE a réagi début 2006, en fusionnant avec Archipelago, le premier ATS mondial, pour former une société de plein droit à but lucratif, cotée. Cette fusion lui permet de renforcer son offre de transactions électroniques (80% des transactions étaient encore réalisées sur le parquet) et d'entrer sur le marché des produits dérivés. L'objectif est de contrer la concurrence du NASDAQ qui, quant à lui, fusionne avec le Instinet, le deuxième ATS, et des bourses européennes (LSE, Euronext et Deutsche Börse) dont certains rapprochements apparaissent imminents. En parallèle à ce mouvement, la Securities & Exchange Commission (SEC) envisage d'assouplir les règles pour les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis.

**Capitalisation boursière des actions nationales
(Cote officielle et marchés parallèles en fin d'année)**

Parts de Marché (%)	1990	1995	2000	2005	2005***
London*	45,4	42,2	35,2	35,0	3 058
Euronext*	21,6	28,4	30,6	31,0	2 706
<i>Dont Euronext-Paris*</i>				20,1	1 758
Deutsche Börse*	19,0	18,1	17,1	14,0	1 221
Spanish Exchanges (BME)*	6,0	4,7	6,8	11,0	959
Borsa Italiana*	8,0	6,6	10,3	9,1	798
Total des cinq**	21,0	18,6	24,0	19,7	8 744
NYSE**	30,3	33,0	37,3	30,0	13 310
Japan (Tokyo)**	32,9	20,7	10,2	10,3	4 573
Nasdaq**	3,5	6,8	11,6	8,1	3 604

* En pourcentage des cinq marchés européens du tableau

** En pourcentage du marché mondial

*** En milliards de dollars

Euronext = Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris

Source : FIBV

Nombre d'entreprises cotées

Nombre d'entreprises cotées	1995		2000		2005	
	Total	<i>dont étrangères</i>	Total	<i>dont étrangères</i>	Total	<i>dont étrangères</i>
London	2 502	531	2 374	448	3 091	334
Euronext*	1 698	485	1 633	421	1 259	293
<i>Dont Euronext-Paris</i>	904	194	966	158	749	104
Deutsche Börse	1 622	944	989	245	764	116
Spanish Exchanges (BME)	366	4	1 036	17	nd	nd
Borsa Italiana	254	4	297	6	282	7
Total des cinq	6 442	2 162	6 574	1 137	5 396	750
Nasdaq	5 127	361	4 734	488	3 164	332
NYSE	2 242	246	2 862	433	2 270	452
Japan (Tokyo)	1 791	77	2 096	41	2 351	28

Euronext = Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris

**Volume de transactions sur actions
(Domestiques et étrangères. En milliards de USD)**

	*	1990	1995	2000	2005
London SE	REV	543	1 153	4 559	5 674
Euronext	REV				2 901
<i>Dont Euronext-Paris</i>	TSV	121	213		
	REV			1 065	
Deutsche Börse	REV	509	594	2 120	1 912
Borsa Italia	REV	42	87	1 020	1 300
NYSE	TSV	1 325	3 083	11 060	14 125
Nasdaq	REV	452	2 398	19 799	10 087
Tokyo SE	TSV	1 288	884	2 316	4 427

* TSV (Trading System Value) : ne sont prises en compte que les transactions enregistrées par le système central de négociation. REV (Regulatory Environment View) : Tout intermédiaire, dès lors qu'il intervient dans une transaction, déclare celle-ci à ses autorités.

Source : FIBV

Le marché obligataire

Les transactions sur le marché secondaire obligataire se sont longtemps réalisées exclusivement par téléphone auprès de teneurs de marché. Le premier système de négociation électronique (système MTS) est apparu en Italie en 1988 mais est resté le seul en Europe jusqu'en 1998. Ce marché était donc peu transparent et peu liquide, et plus particulièrement sur le segment des émissions privées.

La mise en place de systèmes de négociation électronique était complexe dans la mesure où le marché obligataire était très décentralisé contrairement aux marchés d'actions où la négociation était déjà centralisée sur un parquet. Pourtant, dès la fin des années 1990, des plates-formes de négociation électronique sont apparues, initialement en grand nombre avec une disparition progressive des moins performantes. Pour les titres les plus liquides (notamment les titres publics), le recours à ces plateformes s'est progressivement généralisé dans la plupart des pays. Aussi, la transparence et la liquidité du marché se sont largement améliorées.

Par ailleurs, la création de l'Euro a défini un nouvel espace financier unifié qui modifie fondamentalement la structure du marché obligataire mondial. Le marché obligataire est devenu bipolaire. Les émissions nettes de titres de dettes libellées en euros sont devenues comparables à celle libellées en dollars depuis 1999 et les excèdent même depuis 2002.

Emissions de titres de dettes par devises

Devise	1998*	1999*	2000*	2001*	2002*	2003*	2003**	2003***	2003****
Euro	32.8	47.1	38.7	44.3	51.7	56.9	834.4	43.7	5104.8
Dollar	60.3	44.7	47.7	48.4	41.5	31.6	463.2	39.9	4655.6
Yen	-3.9	-0.6	0.3	1.2	4.3	-0.3	-4.2	4.3	506.5
Autres	10.8	8.8	13.3	6.2	11.1	11.8	173.7	4.7	1414.5

* émissions nettes en pourcentage du total mondial

** émissions nettes en milliards de dollars

*** encours en pourcentage du total mondial

**** encours en milliards de dollars

Source : BRI

Cette évolution est particulièrement significative pour les obligations internationales libellées en euros par les sociétés (corporates et utilities) qui ont connu une véritable explosion. Toutefois, ces émissions concernent avant tout les institutions financières et par ailleurs, on observe une forte hétérogénéité au sein d l'Europe.

**Répartition par émetteur de la dette obligataire domestique en Europe
(année 2003, en %)**

Emetteurs	Allemagne	Espagne	France	Italie	RU
Entreprises	2.7	1.9	17.1	2.5	24.9
Institutions financières	60.9	34.8	28.8	31.1	43.3
Administrations publiques	36.5	63.2	54.1	66.5	31.3

Quoi qu'il en soit, les entreprises européennes recourent beaucoup moins aux émissions obligataires pour se financer que leurs homologues américaines : la dette obligataire représente 57% de l'endettement des entreprises américaines et seulement 23% et 13% pour les entreprises britanniques et françaises respectivement.

Les marchés de produits dérivés

La création de marchés dérivés pour la gestion des risques financiers a débuté en Europe au début des années 80 avec la création, par exemple, à Londres, du *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) en 1982, à Stockholm, du marché des options (OM click) en 1985, à Paris, du *Marché à Terme d'Instruments Financiers* (MATIF) en 1986, rebaptisé *Marché à Terme International de France* en 1988, et du *Marché des Options Négociables de Paris* (MONEP) en 1987, à Francfort, du *Deutsche Termin-Börse* (DTB) en 1989 donnant naissance à EUREX en 1997 suite à un accord avec son homologue suisse, le SOFFEX. La dynamique de création de ces marchés répondait au souci de développer les instruments de couverture des risques financiers mais aussi à la volonté de contrer le développement des marchés concurrents. C'est ainsi que le DTB a été créé en réaction au succès des contrats à terme sur taux d'intérêt libellés en Mark allemand proposés par le LIFFE.

Dès la deuxième moitié des années 1990, la concurrence entre les marchés de produits dérivés, notamment sur taux d'intérêt, est devenue vive. En effet, au fur et à mesure que la création de l'Euro devenait de plus en plus imminente, le risque d'écartement des taux d'intérêt sur les différentes devises européennes diminuait et le risque de base résultant d'une couverture à l'aide d'un contrat libellé dans une devise autre que celle des titres à couvrir pouvait être négligé. Les investisseurs se sont alors progressivement tournés vers les contrats les plus liquides, en particulier sur ceux offerts par le LIFFE ou le DTB. Cette tendance s'est tout naturellement renforcée avec l'adoption officielle de l'Euro, à un tel point que les chances de survie des "petits" marchés européens de produits dérivés, notamment sur taux d'intérêt, étaient minces. Plus encore, en réalité, la seule question qui se posait, était de savoir lequel des deux grands marchés, du LIFFE ou du DTB, pouvait s'imposer ?

La réponse est en fait rapidement venue dans la mesure où, premièrement, le DTB a su mieux promouvoir ses produits tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'Europe et, deuxièmement, son accord avec le marché suisse SOFFEX, en septembre 1997, pour constituer Eurex, lui a permis de bénéficier d'un système de négociation avancé. Ainsi, au cours de l'année 1998, le LIFFE fut progressivement marginalisé pour toute la gamme de contrats sur taux à 2, 5, 10 et 30 ans, libellés en Euros. A un tel

point qu'Eurex s'impose, depuis 1999, comme le premier marché mondial, devant le CBOT, sur les contrats sur taux d'intérêt à long terme. En fait, le LIFFE n'a pu asseoir sa domination que sur le contrat Euribor 3 mois et sur des contrats et options sur actions.

**Marchés dérivés organisés
(Montants des contrats, valeur notionnelle en milliards de USD)**

	1995					2004					
	Contrats		Options			Contrats			Options		
	Indice	Taux	Indice	Taux		Indice	Taux long court		Indice	Taux long court	
DTB	715	3 475	366	55	} Eurex	8 285	72 858	714	3 646	7 209	
Soffex	175		72			} Euronext- LIFFE	3 397	2 875	254 173	2 588	1
Matif	491	3 368									
Monep			238								
Liffe	446		235								
- UK		1 095		139							
- Germany		5 635		1 222							
- Italy		1 180		139							
- Japan		890									
CBOT (USA)		12 295		3 628		1 372	39 455	59 701		8 822	23 536
CME (USA)	5 137		1 238			18 017		300 534	1 695		130 599
CBOE (USA)			5 221						7 624		
TIFFE (Japan)	403	14 914	2	2 147		1 077	7 457	6 748	2		2

Source : FIBV

Face à cette suprématie d'Eurex, tant Paris Bourse SBF qui contrôlait le Matif et le Monep (en mars 1998) que le Liffe (en novembre 1998) ont renoncé au système de négociation continue sur le parquet et se sont progressivement convertis au système électronique. Mais le recours, à l'évidence tardif de la négociation électronique, n'a pas permis de préserver le contrat phare du MATIF, le contrat euronotionnel, et ce malgré une intervention des banques de la place parisienne dès fin 1999. Le contrat euronotionnel s'est éteint début 2002.

Aussi, les différents marchés dérivés d'Euronext ont été progressivement intégrés au sein d'Euronext.Liffe (ceux de Paris et Bruxelles en 2003 et ceux de Lisbonne et Amsterdam en 2004). Il ne reste donc plus que deux véritables marchés de produits dérivés en Europe (Euronext.Liffe et Eurex) qui se livrent une bataille permanente en créant tour à tour des produits directement substituables ou de nouveaux produits. Ainsi, Euronext.Liffe a lancé, depuis 1998, différents contrats et options sur swaps de taux (swapnotes) ou sur de nouveaux indices portant sur des actions européennes pour contrer la suprématie des contrats d'Eurex sur les contrats sur taux long ou sur l'indice Euro Stoxx 50.

Conclusion

Malgré les évolutions récentes, l'Europe boursière reste encore aujourd'hui largement fragmentée en une quinzaine de Bourses (avec des systèmes de négociation, de compensation, de règlement et livraison des titres différents) au regard de situation outre-atlantique où dominent seulement deux bourses spécialisées, le NYSE, pour les entreprises matures, et le NASDAQ, pour les entreprises en croissance. Mais la mise en place d'un vaste marché boursier européen exige une

véritable harmonisation de la réglementation qui ne progresse qu'à travers de lentes négociations entre les Etats membres et les instances européennes et une véritable harmonisation fiscale indispensable au développement des transactions transfrontières.

Le regroupement des Bourses offrirait aux émetteurs un accès à un plus grand nombre d'investisseurs qui pourraient bénéficier d'une baisse des coûts de transactions permise par des économies de centralisation ou de standardisation des plates-formes.

Certains regroupements apparaissent maintenant incontournables. En effet, alors que la directive sur les services d'investissements (DSI), adoptée en 1993, établissait la notion de marché réglementé comme élément central de l'organisation des marchés, l'objectif de la nouvelle Directive des marchés financiers (MIF), applicable fin 2007, est de rechercher une plus grande efficacité des marchés et une réduction des coûts reposant sur une plus grande concurrence entre les divers lieux et modes de négociation des titres. En d'autres termes, elle définit les règles concurrentielles entre marchés organisés, systèmes multilatéraux de compensation et systèmes d'internalisation. Si les Bourses traditionnelles européennes ont fait preuve de leur capacité à innover pour neutraliser des ATS dont les parts de marché d'actions restent très faibles, les systèmes d'internalisation seront peut-être plus difficiles à contrer.

Mais les tergiversations actuelles entre les trois bourses européennes dominantes (LSE, Euronext et Deutsche Börse) attestent que les futurs regroupements ne seront guidés que par les seuls intérêts de leurs actionnaires, notamment des fonds tels que TCI, Atticus, Harris Associate et Fidelity qui détiennent à la fois le capital d'Euronext et de Deutsche Börse, et non pas par une quelconque vision stratégique européenne. Pourtant, jusqu'à présent, la seule expérience qui ait réussi, est celle d'Euronext qui repose sur une stratégie d'architecture ouverte juxtaposant plusieurs bourses sans remettre en cause ni l'existence de chacune d'elle, ni celle de ses intervenants.

Bibliographie :

Biais, Glosten et Spatt (2005) : *"A survey of microfoundations, empirical results and policy implications"*, Journal of Financial Markets, 8, pp 217-264.

Davydoff D., J.F. Gajewski, C. Gresse et L. Grillet-Aubert (2002) : *"Trading costs analysis : a comparison of Euronext Paris and The London Stock Exchange"*, Working Paper, <http://www.oec.fr>

Duvivier A. (2004) : *"L'attractivité des places financières"*, Bulletin de la Banque de France, n°123.

Goyeau D. et A. Tarazi (2006) : *"La Bourse"*, Collection Repères, La découverte, février.

Karyotis C. (2005) : *"Mondialisation des marchés et circulation des titres"*, Revue Banque Edition.

Lima P. (de) (2004) : *"Intégration du système bancaire et financier en Europe"*, Revue Banque Edition.

Minguet A. (2005) : *"Des marchés financiers en pleine mutation : Titres à revenu fixe, marchés dérivés, marché des change"*, Revue Banque Edition.

Ramos S. B. (2003) : “*Competition between stock exchanges : a survey*”, HEC Lausanne, FAME, Research paper n°77.

Revue d’Economie Financière (2006) : “*Le devenir des Bourses de Valeurs* ”, Revue de l’Association d’Economie Financière, n° 82.

Ryam D., A. Dufour et B. Scott-Quinn (2005) : “*The MiFiD : Competition in a new European Equity Market regulatory Structure*”, July, working Paper, <http://faculty.babon.edu>