

PLACES, MARCHES ET BOURSES

Plan :

Les places financières
Les marchés financiers
Les bourses de valeurs

A) LES PLACES FINANCIERES : DEFINITION ET TYPOLOGIE

La notion de place financière est en général ignorée des statistiques : les données et indices sur les marchés se rapportent à des bourses (London Stock Exchange, New York SE, NASDAQ par exemple) qui n'en sont que des composantes institutionnelles. Mais l'expression est fréquemment utilisée et correspond à un niveau essentiel de structuration de la finance de marché associant les marchés eux-mêmes aux composantes du système financier avec lesquelles ils interagissent.

1) Définition d'une place financière

On désigne couramment par place financière un territoire, généralement une grande ville ou une agglomération :

✓ *Où sont concentrés des acteurs financiers.*

L'importance d'une place financière se mesure au nombre d'acteurs qui y opèrent. Il faut toutefois considérer leur degré d'autonomie : les Caïmans ne sont pas une place financière car les 500 banques (contre 550 à Londres) et les 18.000 sociétés (pour 24.000 habitants) ne sont que des succursales

✓ *Qui concentre les transactions financières d'un ou de plusieurs pays.*

L'importance d'une place se mesure au volume des transactions qui y sont passées annuellement. On observe que la sophistication croissante des techniques financières s'effectue là où la centralisation des opérations et leur concentration sont les plus fortes.

Une place financière se caractérise en outre par certaines caractéristiques des systèmes financiers :

- *Le dispositif de refinancement des banques et des organismes de crédit.*

Historiquement la place financière de Paris s'est développée à partir des années 1860 parce que les banques ont été attirées par les possibilités de refinancement proposées par la Banque de France. La place de Londres s'était développée au siècle précédent selon un principe voisin.

- *Les institutions de contrôle et de régulation qui réduisent le risque.*

Ces institutions sont mises en place tant au niveau du système financier lui-même qu'au niveau de l'organisation des marchés. Elles constituent un environnement juridique favorable aux transactions.

2) Typologie fondée sur l'internationalisation

Une place financière polarise l'activité financière d'un territoire autour de l'agglomération d'acteurs de ressources et de transactions. Son activité et son influence ont vocation à s'exercer au-delà du territoire qui lui sert d'appui.

Pierre Lamy propose de distinguer trois catégories de places financières classées selon leur degré d'internationalisation¹. Il forme pour cela un ratio d'internationalisation avec :

- Au numérateur de la position externe des banques :

La moyenne entre les créances et les engagements extra territoriaux détenus par les établissements financiers de la place, en général le pays considéré ;

- Au dénominateur la capitalisation boursière nationale.

En général ce dénominateur est calculé par la capitalisation dans la principale bourse du pays : ainsi pour la place de Zurich ou de Londres. Pour quelques pays à structure financière plus décentralisée, on additionne les capitalisations de l'ensemble des bourses : en Allemagne, Australie. Les E-U sont considérés particulièrement. La formation d'Euronext par fusion entre des bourses européennes crée une situation nouvelle pour les places de Paris et d'Amsterdam.

Une place financière est donc un pays dont le degré d'extraversion financière est élevé (numérateur) au regard de sa capitalisation boursière (dénominateur). Une place financière est en général désignée par le nom de la ville où est établie la première capitalisation boursière du pays : Paris, Londres, Frankfurt, etc.

On en distingue trois sortes :

Les places financières continentales

Ce sont des métropoles situées en général dans des pays où l'activité économique et financière atteint des niveaux élevés : les opérations sont appuyées sur l'arrière pays continental. Leur ratio d'internationalisation est significativement inférieur à 1, même si le volume des transactions internationales est très élevé (ex. New York).

Ce sont essentiellement : New York, Tokyo, Londres, Paris, Francfort, Zurich, Milan, Amsterdam, Toronto, Sydney, Stockholm, Séoul.

Les places financières internationales

¹ Lamy P., « Places financières », in Simon Y. dir.[1997], *Encyclopédie des marches financiers*, Paris : Economica, pp.1493-1501.

Elles sont apparues avec le développement du commerce international, et développent des produits sophistiqués. Certaines se sont rétractées (Florence, Anvers, Venise avant le 18^{ème} siècle), d'autres sont devenues continentales, soit parce que leur position internationale s'est trop peu développée (Amsterdam), soit parce que leur base économique et financière s'est fortement développée (Londres). Londres et Zurich présentent la particularité d'être à la fois continentales et internationales.

Ces places, comme les premières, développent des produits financiers souvent très sophistiqués qui les rendent attractives au delà du poids économiques sur lequel elles s'appuient.

Outre Londres et Zurich, on trouve principalement Hong Kong, Singapour et Bahrein.

Les places financières d'enregistrement

C'est un territoire politiquement indépendant dont les pouvoirs publics ont attiré les capitaux par des mesures fiscales et des dispositions réglementaires très favorables. Cela va de l'exonération fiscale à l'impunité pénale. Ce n'est pas l'effet structurant sur la vie financière qui en fait le caractère mais la possibilité qu'elles présentent d'échapper au contrôle des autorités. Les produits développés sont dans l'ensemble peu sophistiqués.

En font partie notamment : Luxembourg, les Iles anglo-normandes, l'Ile de Man, et quelques paradis fiscaux européens, des îles des Caraïbes, les Antilles néerlandaises, des îles du pacifique.

L'organisation en Europe connaît des évolutions rapides et profondes avec l'unification monétaire, surtout depuis le passage à l'Euro en 1999. La concurrence est forte entre les anciennes places pour constituer la (ou les ?) place continentale de référence. Peut-être avec la constitution d'une ou deux places financières multi métropolitaines.

B) LES MARCHES FINANCIERS

1) Marchés financiers : une grande variété

Rappelons la définition d'un marché proposée par ailleurs en l'appliquant aux marchés financiers².

Un marché financier est un lieu, réel ou virtuel, organisé de façon continue ou périodiquement, pour faciliter des transactions visant à l'échange d'actifs financiers entre des acheteurs et des vendeurs.

Cette définition peut être développée de la façon suivante :

- *Le marché est un lieu* : les participants savent où les transactions nouées par ce marché peuvent être conclues, qu'il s'agisse d'un lieu géographique, d'un

² Voir dans le module 11 de la MSG en introduction aux marchés de produits de base

site Internet ou par extension des bureaux d'un réseau d'intermédiaires qui reçoivent et transmettent les ordres d'achat ou de vente.

- *La finalité du marché est de permettre les transactions et de faciliter leur dénouement.* C'est parce qu'il a ce rôle de facilitation qu'il attire les acteurs.
- *Le marché est organisé.* Les transactions ont une certaine régularité, à des périodes préétablies et connues d'un nombre suffisant de participants potentiels. Il dispose de moyens matériels et techniques propres et de services permanents accompagnant les transactions : intermédiaires, conseils ou services de financement.
- *Le marché est une forme institutionnelle.* Les participants doivent respecter un certain nombre de dispositions légales ou réglementaires publiques, de règles privées, écrite ou non, d'usages pour permettre son fonctionnement ou simplement pour y être admis.

Le terme de marché peut se décliner à différentes échelles.

- Le marché des changes est international en ce sens que les taux de change entre monnaies convergent très rapidement dans le monde sous l'effet des arbitrages entre places. Mais chaque grande devise fait l'objet de transactions sur les marchés des changes ouverts dans les principales places financières.
- Euronext organise plusieurs marchés selon qu'il s'agit par exemple d'actions ou de produits dérivés. Chacun de ces marchés a une organisation particulière, adaptée aux produits négociés, à l'intensité des échanges et à la qualité de l'information dont bénéficient les intervenants.

2) Une typologie des formes de marchés financiers

En fonction de cette définition et des compléments qui lui ont été apportés, les marchés peuvent prendre différentes formes et être dotés d'organisations plus ou moins fortes.

Les types généraux suivants représentent une typologie à organisation croissante :

i) Marchés informels ouverts à transactions décentralisées.

Les transactions sont de gré à gré. Les acheteurs et les vendeurs sont totalement libres et recherchent les transactions à n'importe quel moment. Le marché est alors dépourvu d'organisation. Le coût de la recherche de partenaires peut être élevé pour les acteurs. Seule l'intermédiation de courtiers ou de *traders* peut réduire ce coût et assurer au marché une organisation minimum.

ii) Marchés formels ouverts à transactions décentralisées.

Ce sont encore des marchés de gré à gré. Les vendeurs et acheteurs sont réunis en un lieu et pour un temps donnés. Quiconque le souhaite peut se porter vendeur ou acquéreur dès lors qu'il respecte les règles de prudence et de respect

des engagements pris : dépôts de garantie par exemple. Ils se rencontrent et négocient bilatéralement, ou par des intermédiaires, les titres qu'ils échangent. C'est par exemple le cas du marché libre d'EURONEXT. Cette organisation accroît la probabilité pour les participants de rencontrer un partenaire en créant un cadre (lieu et temps) pour densifier les contacts.

iii) Les marchés organisés à enchères centralisées.

Les marchés organisés sont un sous-ensemble des marchés formels. Les transactions réalisées sur un produit dans un temps donné sont « centralisées » lors de chaque processus d'enchère. L'ensemble des offres et demandes de sont alors confrontées pour établir un prix d'équilibre, c'est-à-dire le prix qui assure un nombre égal de titres offerts et demandés. Sont satisfaites les offres de vente proposant un prix au plus égal au prix d'équilibre et les demandes d'achat proposant un prix au moins égal à ce prix d'équilibre.

Les marchés organisés peuvent être ouverts, c'est-à-dire que tout candidat à l'achat et à la vente peut participer directement à l'enchère. Les marchés financiers organisés sont en règle générale fermés (on dit parfois semi-ouverts !). L'accès est alors réservé à des acteurs agréés – agissant comme intermédiaires par rapport aux détenteurs de portefeuilles de titres.

3) Les constituants d'un marché

i) Les acteurs

Il y a bien entendu les acheteurs et les vendeurs de titres, les détenteurs de portefeuilles qu'on appelle aussi les investisseurs. Quand le déroulement des transactions ne met en présence que vendeurs et acheteurs, le marché est non-intermédié.

La plupart des marchés financiers sont intermédiés. La fonction des intermédiaires est de faciliter, d'une façon ou d'un autre la transaction et son dénouement. On distingue :

- Les courtiers (*brokers*), qui émettent des ordres d'achat ou de vente pour le compte de leurs clients et n'agissent donc pas pour eux-mêmes.
- Les *traders* qui achètent ou vendent pour leur propre compte (ou celui de l'établissement financier qui les emploie). Parmi eux les teneurs de marché (*market makers*) qui achètent pour revendre immédiatement et ont un rôle essentiel dans certains marchés. Les arbitragistes – qui font des gains rapides en exploitant les imperfections du marché – peuvent être rattachés à cette catégorie.

Les opérateurs du *back office* qui assurent l'exécution de la transaction à travers deux types d'opérations. La première est la compensation : c'est l'opération par laquelle un opérateur – le compensateur – s'interpose entre le vendeur et l'acheteur pour assurer que l'opération sera exécutée, même si l'un d'eux est défaillant. La seconde est le règlement-livraison qui assure le

transfert de propriété des titres. La troisième est celle de conservation des titres : Ils détiennent les titres quand ceux-ci sont matérialisés et tiennent les comptes des propriétés et de leurs changements.

ii) Les titres échangés

Les titres échangés sur les marchés financiers représentent une grande variété. On peut les regrouper en trois grandes catégories qui renvoient *grosso modo* aux trois catégories de marchés :

- Les titres de dette et les monnaies qui s'échangent en général dans le cadre de marchés entre intermédiaires financiers (marchés « interbancaires »).
- Les valeurs mobilières (actions, obligations) qui s'échangent de gré à gré ou dans le cadre de bourses de valeurs.
- Les titres de couverture de risque (contrats à terme, swaps et options) qui s'échangent selon les cas de gré à gré ou sur des marchés boursiers.

iii) Les règles régissant le marché : la microstructure

Elles combinent des règles fondées sur les usages et les habitudes et celles qui font l'objet de règlements. Elles visent plusieurs buts :

- *Définir les modalités des transactions* : dates et durées, lieux, procédures et forme des offres d'achat et de vente, méthode de sélection des propositions qui réalisent les transactions...
- *Mettre en place des procédures conduisant à la fixation de prix* des titres échangés.
- *Assurer la sécurité des transactions* et de la bonne exécution des engagements par les uns et les autres. La possibilité existe d'autant plus que le marché est plus organisé et fermé. Le marché peut alors s'engager à se substituer à un acteur défaillant par la compensation. Il se couvre lui-même du risque de défaillance par les garanties que donne une procédure d'agrément (marché fermé) ou en imposant des dépôts de garantie.
- *Rendre les marchés « liquides »*, c'est-à-dire tels que la probabilité qu'une offre d'achat ou de vente trouve preneur soit très élevée. Cela suppose des volumes de transaction élevés pour des transactions fréquentes. Les gestionnaires du marché peuvent avoir à assurer eux-mêmes la « contrepartie » de l'offre si les preneurs sont insuffisants.

Le principe est que tout acteur du marché a intérêt à ce que les transactions soient abondantes et sécurisées et que si ces conditions sont remplies, l'entreprise qu'est tout marché accroît les chances de croissance et de rentabilité.

C) LES BOURSES DE VALEURS

Les bourses de valeurs sont un segment des marchés de capitaux. Elles y jouent néanmoins un rôle essentiel.

1) Définition

Les bourses sont des marchés secondaires de valeurs mobilières et de contrats

Les marchés des capitaux se décomposent selon différents segments.

- ✓ On distingue d'abord les marchés monétaires (de l'argent à court terme) et les marchés financiers (de l'argent à long terme).
- ✓ Les marchés financiers sont ceux où s'acquièrent et s'échangent les titres de capitaux à long terme : titres de dette (créances ou obligations) ou titres de propriété (actions). Actions et obligations forment les valeurs mobilières.
- ✓ Le dernier segment des marchés financiers est celui des contrats : contrats à terme et d'options. La première différence avec les valeurs mobilières est que les contrats n'existent pas avant l'ouverture d'une échéance et qu'ils ne subsistent pas après la clôture.
- ✓ Ces segments des marchés financiers sont eux-mêmes constitués d'un marché primaire et d'un marché secondaire.
 - Le marché primaire est celui de l'émission des titres (le marché du neuf en quelque sorte).
 - Le marché secondaire est celui où s'échangent des valeurs mobilières déjà émises.

Une partie de ces valeurs est inscrite dans une bourse, le reste s'échange de gré à gré dans le cadre de transactions de gré à gré décentralisées et peu ou pas organisées.

2) La bourse est la forme la plus organisée des marchés financiers.

Une bourse de valeur est un marché organisé d'échange de titres financiers, fermé ou semi-fermé, dont les règles sont formalisées et qui est associé à l'ensemble des services d'accompagnement des transactions (le *back office*).

Elle dispose d'un statut juridique d'entreprise dont l'objet social est d'être gestionnaire de marché.

A l'origine ce statut était souvent de deux types :

- Des institutions créées à l'initiative d'acteurs du marché, le plus souvent des intermédiaires (brokers, traders, banques...) dans le but de faciliter leurs opérations. Les bourses américaines (NYSE, NASDAQ par exemple) et une partie des bourses européennes (London SE p.e.) ont cette origine.

- Des institutions créées à l'initiative d'un gouvernement ou avec son soutien actif pour permettre dans des conditions satisfaisantes de transparence et de liquidité la circulation des capitaux (Paris p.e.).
- Le statut des bourses de valeurs est de plus en plus fréquemment celui de sociétés commerciales (démutualisation).

3) Les bourses sont des entreprises en concurrence

L'image d'institutions vénérables et vieillottes accomplissant l'équivalent d'une mission de service public est de moins en moins conforme à la réalité, si tant est qu'elle l'ait été dans le passé.

- Les bourses de valeur sont désormais des entreprises organisant la cotation de titres financiers et des transactions sur ces titres, en vue de rémunérer les capitaux investis dans l'entreprise.
- De plus en plus souvent elles sont constituées en sociétés commerciales et organisent la cotation de leurs propres actions dans l'un ou l'autre de leurs compartiments de marchés. C'est par exemple le cas d'Euronext sur la place de Paris. Elles sont en concurrence avec d'autres entreprises visant le même objet.

La concurrence est devenue très active :

Les monopoles dont jouissaient souvent les intermédiaires (agents de change en France p. e.) ont été abolis et la libre installation tend à devenir la règle.

La liquidité des marchés des différents titres est d'autant mieux réalisée que les transactions sont importantes. La recherche d'économies est donc la règle.

La diffusion de produits sophistiqués et la création de compartiments spécialisés liquides est mieux assurée par une place de grande taille.

Cette course à la taille affecte aussi le back office et notamment les organismes de règlement et de livraison dont la croissance internationale est plus rapide que celle des bourses. Ils tendent à devenir plus autonomes.

Les dispositifs internes à la bourse (intermédiation, cotation, compensation) sont de plus en plus concurrencés de nouvelles formes de ramassage des ordres et de transaction comme les marchés privés électroniques.

4) La bourse est une institution centrale de la place financière

C'est celle qui dans son principe assure le mieux les fonctions d'un marché.

- ✓ Elle définit des règles précises d'accès à ses différents marchés, de modalités des transactions, de formation des prix et de sélection des offres et demandes satisfaites.
- ✓ Elle assure la compensation des opérations et en garantit donc l'exécution aux conditions définies lors de la cotation.

- ✓ Elle met en place des dispositifs propres à assurer, dans des conditions définies, la liquidité des titres inscrits à la cotation.

D) QUELQUES DONNEES SUR LES PRINCIPALES BOURSES MONDIALES

| PRINCIPALES BOURSES D' ACTIONS : NOMBRE DE SOCIETE COTEES ET TRANSACTIONS | | | | | |
|---|----------------------------|-----------------------------------|---|----------------------------|-----------------------------------|
| Bourses | Sociétés cotées (31/12/06) | Echanges d'actions année 2006 G\$ | Bourses | Sociétés cotées (31/12/06) | Echanges d'actions année 2006 G\$ |
| Nyse | 2.281 | 21.789 | Tokyo | 2.416 | 5.825 |
| Nasdaq | 3.133 | 11.807 | Osaka | 1.075 | 263 |
| Toronto | 3.842 | 1.282 | Hong Kong | 1.173 | 832 |
| Sao Paulo | 350 | 276 | Shanghai | 842 | 739 |
| Amex | 562 | 601 | Sydney | 1.829 | 860 |
| Londres | 3.256 | 7.584 | Taipeh | 694 | 737 |
| Euronext | 1.210 | 3.805 | Johannesburg | 382 | |
| D. Börse | 760 | 2.741 | Séoul | 1.689 | 1.340 |
| Zurich | 348 | 1.396 | Bombay | 4.798 | 215 |
| Madrid | * | 1.941 | New Delhi | 1.156 | 424 |
| Milan | 311 | 1.596 | Singapour | 708 | 180 |
| OMX | 794 | 1.333 | Source WFE : www.world-exchanges.org | | |

| TABLEAU 2 : CAPITALISATION DES PRINCIPALES BOURSES D' ACTIONS (31/12/2008) | | | |
|--|---------------|---|---------------|
| Bourse | G\$ | Bourse | G\$ |
| NYSE | 9.209 | Tokyo | 3.116 |
| NASDAQ | 2.398 | Osaka | 147 |
| Toronto | 1.033 | Hong Kong | 1.327 |
| Sao Paulo | 591 | Shanghai | 1.425 |
| Amex | 132 | Sydney | 693 |
| TOTAL AMERIQUES | 13.897 | Taipeh | 369 |
| Londres | 1.868 | Johannesburg | 483 |
| Euronext | 2.101 | Séoul | 471 |
| Deutsche Börse | 1.111 | Bombay | 647 |
| Zurich | 880 | New Delhi | 600 |
| Madrid | 948 | Singapour | 265 |
| Milan | 522 | TOTAL RESTE DU MONDE | 10.111 |
| OMX | 563 | TOTAL MONDE | 32.584 |
| TOTAL EUROPE | 8.576 | Source WFE : www.world-exchanges.org | |