

ORGANISATION DES MARCHES REGLEMENTES : PRINCIPES GENERAUX

Plan :

- 1 *Fonctions des marchés financiers (rappel)*
- 2 *Typologie des marchés*
- 3 *Organisation générale d'un marché réglementé*
- 4 *Organisation générale d'Euronext-Paris*

A) LES FONCTIONS DES MARCHES FINANCIERS

1) Faire coïncider l'exigence de liquidité et le besoin de stabilité

Pour les agents à besoin de financement : comment constituer des ressources suffisamment stables? Pour les créanciers : comment rendre liquides des titres financiers qui ne le sont pas a priori ?

C'est la fonction des marchés financiers de créer la liquidité des titres en organisant leur circulation entre les agents économiques.

2) Créer des économies dans les transactions

Par rapport à la recherche directe de partenaires par les acteurs le système financier propose des économies de coût dans les transactions.

- Il permet des économies dans la recherche des partenaires.
- Il propose une intermédiation transactionnelle en facilitant l'émergence de choix de produits et de prix qui soldent les offre et demandes de crédit et de titre.
- Il facilite l'émergence de la concurrence entre eux.
- Il organise le développement d'une information sur les agents, les produits et les transactions mais également l'accès des agents à cette information.

En résumé le système financier fonctionne comme une industrie qui permet les économies d'offre et de demande :

- Des économies d'échelle en réduisant les coûts de transaction et d'opération
- Des économies de champ entre les composantes d'une offre diversifiée.
- Des économies de demande avec le développement d'une offre différenciée en caractéristiques (liquidité des titres, éventail des solutions en termes d'alternative rémunération-risque) en en qualité.

3) Réduire les facteurs de risque

La troisième grande fonction d'un système financier est de mettre en place des dispositifs de réduction des risques en diversifiant les sources et en garantissant une information la plus complète et fidèle possible.

B) TYPOLOGIE DES MARCHES

1) Marché primaire et marché secondaire

Le marché primaire d'un type de titres est celui où a lieu la première émission de ce type de titres.

C'est le marché des titres « neufs ». Il met en relation les émetteurs du titre avec ses premiers souscripteurs selon des modalités particulières à cette occasion. Un marché primaire remplit une fonction de financement, celui d'un agent à besoin de financement par un agent à capacité de financement. Le marché primaire remplit ce premier rôle de mise en contact.

Il en remplit parfois un second qui est l'ajustement du prix. Le titre nouvellement émis a une valeur « faciale », celle qui est inscrite sur le bordereau qui le matérialise par exemple : une obligation de 1000€ (en général remboursable à ce prix à l'échéance), une action de 100€ (représentant 0,1% de la valeur nette d'une société dont le capital social est de 100.000€ par exemple). Cette valeur peut être différente de celle que les acteurs du marché attribuent au titre : une obligation de 1000€ servant un intérêt annuel particulièrement élevé peut être souscrite à un prix supérieur à sa valeur nominale¹.

L'organisation du marché primaire des titres doit permettre leur placement auprès des premiers souscripteurs. Il le fait selon des modalités, des procédures adaptées aux différents titres, émetteurs et souscripteurs, comme on le verra dans les leçons suivantes.

Le marché secondaire est celui où s'échangent des titres déjà émis.

C'est le marché des titres d'occasion. On y trouve des actions, des obligations, des produits dérivés (contrats à terme et options). Son fonctionnement ne concerne plus directement les émetteurs de titres dont le financement a déjà été assuré. Par contre il les concerne indirectement dans la mesure où la bonne ou mauvaise tenue des titres qu'ils émettent facilite ou rend plus difficiles des émissions ultérieures.

Le rôle des marchés secondaires est de rendre les patrimoines liquides (transformables en monnaie) alors que les actifs qui les constituent ne le sont intrinsèquement pas : une obligation n'est remboursée qu'à son échéance ; une action jamais, sauf dissolution de la société ; un titre dérivé a une date d'exercice ; etc. Leur vente avant l'échéance permet de pallier ce manque intrinsèque de liquidité, sous réserve de trouver un acquéreur qui accepte un prix convenable.

¹ Voir le chapitre sur les obligations dans la seconde partie.

L'organisation du marché secondaire doit permettre les transactions entre offreurs et demandeurs de titres déjà émis.

La bourse est un marché secondaire de valeurs mobilières.

Dans le cas général, les titres sont émis sur un marché primaire où ils font l'objet d'un premier placement, puis ils sont introduits en bourse après un délai plus ou moins long.

L'introduction en bourse permet donc à un titre d'être échangé sur un marché secondaire réglementé. Cette introduction requiert la réalisation de trois ensembles de conditions :

- **Tenant au flottant**, qui doit représenter un nombre minimal de titres, un montant minimal de capitalisation et une part minimale de la capitalisation de la société quand il s'agit d'actions.
- **Tenant à la présentation des comptes et à l'information du Conseil des marchés** financiers sur la situation de la société émettrice et les conditions de l'émission. La société qui souhaite faire admettre ses titres doit également en informer la COB qui valide (ou non) le « prospectus » d'information émis à cette occasion et le publie.
- **Tenant à l'information fournie ultérieurement.** L'émetteur qui demande l'introduction s'engage à fournir des informations permanentes sur l'évolution de ses comptes et de sa situation financière, sur son activité, son chiffre d'affaires et son résultat pour les rendre disponibles auprès des acteurs du marché. Il doit aussi porter à la connaissance du public toute information occasionnelle susceptible d'affecter la valeur du titre.

Les règles d'introduction varient selon que celle-ci porte sur l'un ou l'autre des compartiments du marché.

2) Les compartiments des marchés financiers

Les titres inscrits auprès d'une bourse de valeur présentent des propriétés qui les rendent négociables dans des conditions différentes. L'organisation de la cotation est d'autant plus facile que le titre est plus liquide, c'est-à-dire :

- Que sa capitalisation boursière est élevée ;

La capitalisation boursière se calcule comme le produit du cours de l'action par le nombre d'actions

- Que le flottant est important ;

On appelle flottant la capitalisation représentée par les actions d'une société cotée que les actionnaires sont disposés à négocier sur le marché. C'est a contrario de ce qu'ils ne souhaitent pas conserver dans un but de contrôle de la société.

- Que la valeur de chaque titre est plus faible, c'est-à-dire que le capital est divisé en un nombre plus grand de titres.

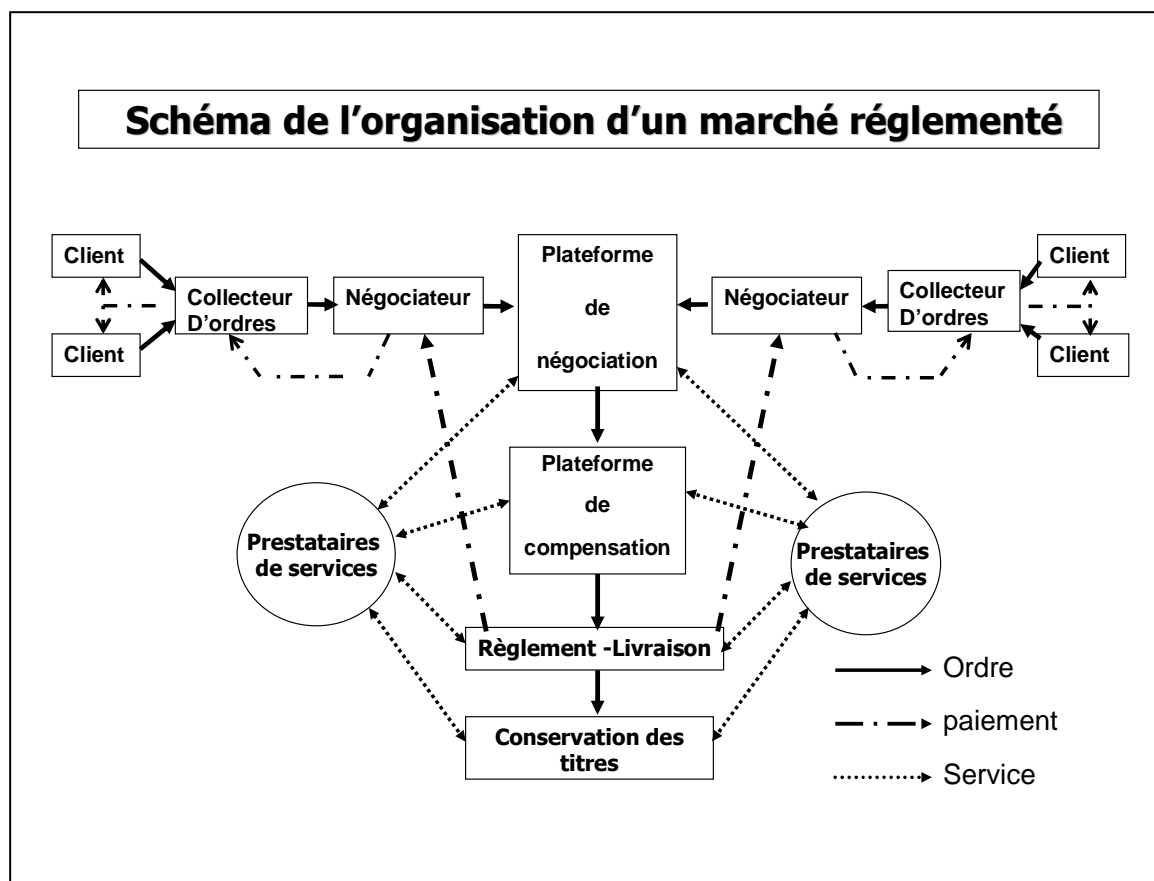
Un nouveau cours (prix) d'un titre peut être fixé dès lors qu'une quantité suffisante de titres sont proposés à l'achat et à la vente à un prix commun. Plus le titre est liquide plus la probabilité d'une telle mise en correspondance s'accroît et donc plus les transactions peuvent être fréquentes.

Les différentes bourses organisent une répartition des titres entre différents compartiments en fonction de différents critères :

- La liquidité du titre.
- La technique de cotation : par les ordres ou par les prix.
- L'information sur la valeur actuelle et la valeur future des titres et leur caractère spéculatif, selon par exemple qu'il s'agit par exemple de sociétés connues, de sociétés nouvellement introduites, de valeurs de croissance, etc.

C) ORGANISATION GENERALE D'UN MARCHÉ RÉGLEMENTÉ

Les opérations engagées lors d'une opération sur titres sont nombreuses : plusieurs dizaines. Chacun des intervenants figurés dans le schéma suivant peut en réaliser plusieurs.



1) Du ramassage des ordres à la bourse

- Les clients sont des investisseurs de toutes sortes : individuels, sociétés financières ou non financières. Les plus importants d'entre eux sont en même temps collecteurs d'ordres : les banques notamment. Les sociétés d'investissement et de grandes entreprises non financières s'adressent directement aux négociateurs sans passer par les collecteurs d'ordres.
- Les principaux collecteurs d'ordres sont les banques, les gestionnaires de patrimoine, les collecteurs en ligne, les courtiers et tout intermédiaire agissant pour le compte d'un donneur d'ordre mais n'intervenant par en tant que tels dans la négociation.
- Les négociateurs ont accès à la plateforme de négociation. Ils sont des membres ou des adhérents de la bourse. Sous des modalités propres au fonctionnement de chaque marché ils sont la véritable interface entre

d'une part le marché et son mécanisme de recherche du prix et de réalisation des transactions, et d'autre part les investisseurs intervenant directement ou par intermédiaire.

- La plateforme de négociation est consacrée à la confrontation des ordres d'achat et de vente et à la recherche du prix. Anciennement réalisée manuellement ou à la criée elle repose de plus en plus sur des systèmes informatiques qui réduisent les coûts et le temps et permettent des cotations en continu.

2) Le post-marché

Chaque opération donne lieu à un nombre d'écritures et de transmissions d'ordres qui engendrent un coût et une dépense de temps. Le niveau plus ou moins élevé de ces coûts et de ce temps passé est un argument dans la concurrence que se livrent les entreprises de bourse pour attirer les investisseurs et les émetteurs de titres.

- La compensation est l'opération par laquelle un intermédiaire s'interpose entre vendeurs et acheteurs de titres pour lesquels une transaction a été nouée. L'organisme de compensation achète aux vendeurs et vend aux acheteurs au prix négocié. Il est rémunéré par un droit.

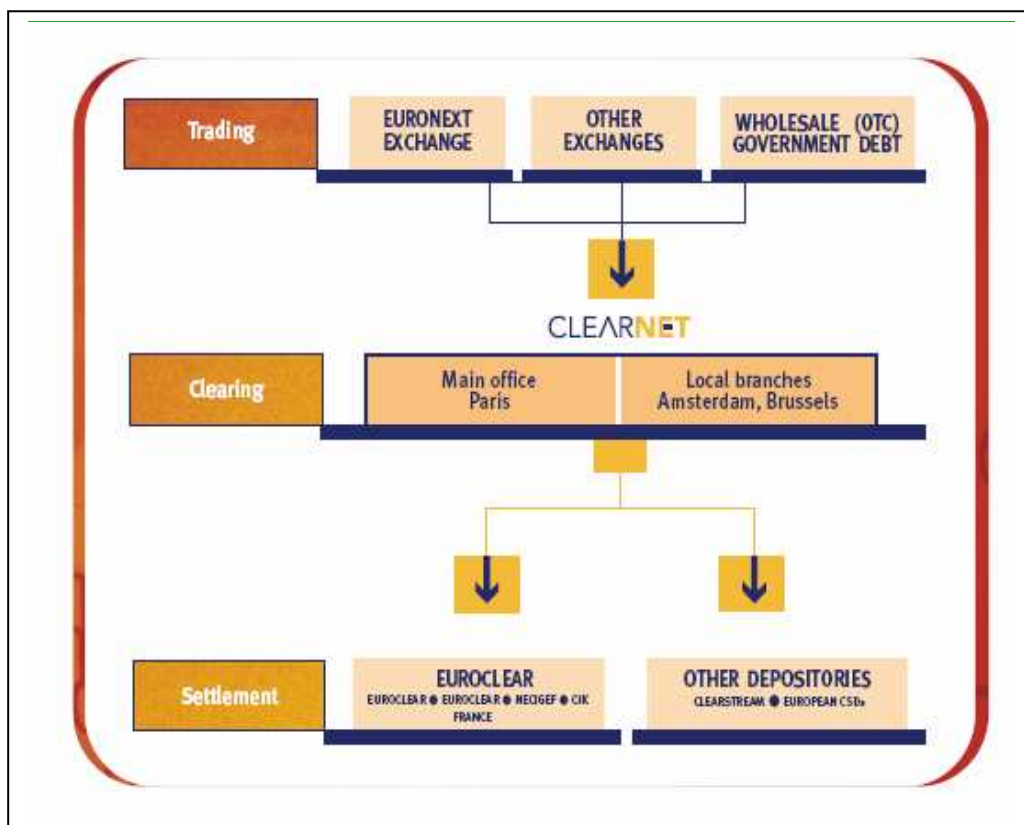
La compensation transfère le risque de non exécution de son engagement par l'acheteur ou le vendeur vers l'intermédiaire. Globalement ce risque décroît avec le nombre de transactions traitées et le nombre de participants à chaque transaction. Les économies d'échelle sont donc un élément de la compétitivité de la compensation.

- Le règlement et la livraison sont des opérations symétriques de transfert. Anciennement le paiement (transfert de monnaie par jeu d'écriture) s'effectuait simultanément au transfert du titre de propriété. Le dépôt obligatoire des titres a remplacé le transfert physique par un jeu d'écritures dès lors qu'acheteurs et vendeurs relevaient du même organisme dépositaire. Il n'y a plus de transfert physique qu'entre dépositaires, ce qui raccourcit le coût et le temps nécessaires à la livraison. Le règlement s'opère par des jeux d'écritures bancaires.
- Le dépositaire conserve les titres physiquement quand ils sont matérialisés. Leur dématérialisation est de plus en plus la règle. Le dépositaire agit alors comme une « banque centrale de titres ».

Dans ces opérations de *back office* des opérations sur titres les économies d'échelle sont importantes ainsi que les économies de coordination entre les différentes opérations de compensation, règlement, livraison et dépôt. Les économies d'échelle peuvent conduire au monopole naturel et les économies de coordination à l'intégration verticale des fonctions par un opérateur unique.

La combinaison des deux – concentration et intégration verticale – peut conduire à une situation d'où la concurrence serait exclue. Deux stratégies sont possibles :

- La réalisation d'économies d'échelle entre des fonctions réalisées dans des entreprises différentes, distinctes (illustrées par l'exemple de Cléante ci-après).
- La réalisation d'économies de coordination dans la même entreprise de marché (illustrée par *Deutsche Börse*).



D) L'ORGANISATION GENERALE D'EURONEXT-PARIS

Elle constitue une illustration de ce qui précède.

Euronext-Paris, filiale d'Euronext NV elle-même filiale du NYSE (New York Stock Exchange), est l'entreprise de marché chargé du fonctionnement, de la sécurité et de la transparence des marchés boursiers français. Sous le contrôle de l'AMF :

Elle fixe les règles d'admission à la cote et de radiation.

Elle définit les règles de fonctionnement : tenue des feuilles de marché, information sur les cours, enregistrement des transactions, règlement-livraison, gestion des plateformes de négociation,...

Elle surveille le bon déroulement des transactions et peut même suspendre temporairement la cotation d'un titre si cela s'avère nécessaire.

Elle étudie et met en place les nouveaux produits et services propres à satisfaire les besoins des utilisateurs et à garantir un bon fonctionnement du marché.

1) Les intervenants

Outre les sociétés cotées qui émettent les titres et les investisseurs qui les acquièrent pour les détenir les principaux intervenants sont :

i) Les sociétés de bourse

Héritières des charges d'agents de change elles sont depuis 1988 des sociétés commerciales adossées à des banques ou des sociétés financières. Elles accomplissent des opérations de courtage et ne peuvent agir pour leur propre compte. Elles enregistrent les ordres donnés par les investisseurs, les transmettent à la plateforme de négociation et s'assurent de leur bonne exécution lors de la négociation et à l'issue de celle-ci.

ii) Les experts en valeurs moyennes (listing sponsors)

Pour promouvoir les valeurs à capitalisation moyenne Euronext a créé en février 2005 un statut d'intermédiaires actifs sur ce créneau. Clairement identifiés et contrôlés par un organisme indépendant, ils ont pour mission de faciliter l'accès de ces sociétés au marché en assurant la liquidité de leurs titres et l'information les concernant.

- Ils doivent disposer d'une équipe pour la vente, l'animation et l'analyse des valeurs moyennes.
- Ils assurent le suivi et l'animation de 60 valeurs
 - Dont 20 dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€,
 - 10 ayant un volume annuel de transactions inférieur à 2.500.

iii) L'autorité des marchés financiers (AMF)

Issue de la fusion en 2003 de la Commission des opérations de bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF) elle est l'autorité qui assure le contrôle des marchés financiers en France.

Elle a hérité des compétences du CMF sur toutes les opérations de marché – hormis la gestion de portefeuille – qu'elles soient conduites par un établissement de crédit ou une société d'investissement, agissant sur des marchés organisés ou de gré à gré :

- La tutelle des marchés réglementés,
- L'agrément des intermédiaires prestataires de services d'investissement,
- L'approbation des programmes d'activité,
- La recevabilité et la gestion des offres publiques (achat, échange, retrait, etc.)

Elle exerce aussi les compétences de la COB depuis 1967. Son rôle est de veiller aux intérêts des investisseurs et à leur bonne information ainsi qu'au bon fonctionnement des marchés et au respect de leurs règles :

- Elle contrôle l'information émise par les sociétés vers le public.
- Elle autorise la création des OPCVM (SICAV et fonds communs de placement).
- Elle habilite les établissements de crédit et sociétés d'investissement pour l'activité de gestion de portefeuille.
- Elle veille à la régularité des transactions et à l'égalité de traitement des investisseurs, notamment en luttant contre les manipulations de cours et les délits d'initiés.
- Elle reçoit les plaintes du public.

Elle dispose d'un pouvoir de sanction.

2) Les principaux types de produits négociés sur Euronext

- Les produits « actions »
 - Actions
 - Contrats et options sur actions
 - Fonds de placement actions,
 - Warrants
 - Trackers et dérivés sur Trackers
 - Les bons de souscription d'action
 - Les droits de souscription

- Les produits « indices »
 - Indices globaux, sectoriels ou géographiques
 - Dérivés sur indices
 - Indices climatiques
- Produits « matières premières »
 - Matières premières
 - Dérivés sur matières premières
 - CO2
- Les produits de « taux »
 - Obligations
 - Dérivés sur obligations
 - Obligations convertibles
 - Dérivés sur taux d'intérêt à court terme
 - *Swaps notes* ©

3) Les compartiments du marché à Euronext-Paris

i) Les marchés réglementés : L'Eurolist

Réorganisation de la cote d'Euronext – Février 2005			
Euronext-Paris avant		Eurolist-Paris	
Premier Marché (358 sociétés)	Valeurs françaises	Valeurs françaises (675 sociétés)	Catégorie 1 : Capitalisation boursière supérieure à 1 G€ (95 sociétés)
	Valeurs euro		Catégorie 2 : Capitalisation boursière entre 150 M€ et 1 G€ (158 sociétés)
	Valeurs internationales		Catégorie 1 : Capitalisation boursière inférieure à 150 M€ (422 sociétés)
Second Marché (306 sociétés)	Valeurs françaises	Valeurs euro (53 sociétés)	Compartiment spécial
	Valeurs euro		Classement alphabétique sans distinction de capitalisation
	Valeurs internationales		
Nouveau Marché (133 sociétés)		Valeurs internationales (69 sociétés)	Classement alphabétique sans distinction de capitalisation
	Compartiment spécial		

Depuis janvier 2005 la nouvelle cote d'Euronext réunit dans l'Eurolist les trois compartiments organisés : Premier marché, Second marché et Nouveau marché.

Les critères de l'admission et l'admission des titres d'une société à l'Eurolist sont décidés par Euronext-Paris. Une **notice** (ou **prospectus**) à destination de l'AMF est rédigée par la société candidate sur sa propre situation financière et sur les caractéristiques du titre dont elle propose l'inscription. Si la notice lui paraît conforme, l'AMF délivre un **visa**. La notice fait l'objet d'une publication dans la presse. Notices et visas sont accessibles sur le site <http://www.amf-france.org>.

Une fois inscrite la société est tenue à une information trimestrielle sur son chiffre d'affaires, semestrielle sur ses résultats et elle doit publier des comptes annuels audités. Elle doit informer le marché de tout fait, projet, évènement qui peut avoir un impact sur le cours du titre. Cette information doit être rendue disponible pour tous les investisseurs simultanément afin d'assurer leur égalité.

ii) **Alternext**

C'est un marché conçu pour les PME. Ouvert le 17 mai 2005. Il répond à la demande des investisseurs d'un espace de transactions situé entre le marché réglementé et le capital-investissement. Il pallie également au renforcement des conditions d'accès (transparence et prospectus) aux marchés réglementés, imposé notamment par les directives sur les services d'investissement (DSI) de l'Union européenne.

Non réglementé au sens de l'Union européenne il est organisé et régulé par Euronext et impose aux sociétés cotées d'informer régulièrement les investisseurs.

- Lors de l'introduction par la publication d'un historique de deux années d'activité et de comptes.
- Pour les sociétés inscrites à la cote d'Alternext par la satisfaction des obligations d'information des investisseurs adaptées aux PME :
 - Publication de comptes annuels audités et de résultats semestriels.
 - Communication de toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours de bourse.
 - Déclaration des transactions des dirigeants avec la société.

L'admission à la cote peut suivre deux procédures :

- Concomitante à une offre publique :
 - Elle doit porter sur un minimum de 2,5 M€ de titres.
 - Un prospectus visé par l'AMF doit être publié.
- Succédant à un placement privé auprès d'investisseurs « qualifiés » :
 - Réalisé au plus dans les deux ans précédant l'admission.
 - Un montant d'au moins 5 M€ placé auprès d'au moins 5 investisseurs.

- Un document d'information non obligatoirement soumis à l'AMF.

Cette procédure permet d'acquérir un statut boursier auprès de professionnels expérimentés.

Le **listing sponsor** (expert en valeurs moyennes) apporte pendant deux ans au moins l'expertise d'un spécialiste. Il assure la liquidité du titre.

Alternext a été créé comme un marché au fixing, par les prix et animé par des *market makers*. Il évolue vers un marché par les ordres avec des animateurs.

iii) Les marchés non réglementés : Le marché libre

C'est un avatar contemporain de l'ancienne Coulisse. Ce n'est pas un marché réglementé. Il a été créé en 1996 pour régler les difficultés rencontrées par le Hors cote. L'accès y est libre sous réserve d'une publication du prix d'introduction trois jours avant celle-ci. Aucune règle d'information des investisseurs qui n'ont que peu de garanties. Liquidité faible, cotation intermittente des titres. Les prix pratiqués font l'objet d'un relevé quotidien. Il est souvent utilisé comme sas avant l'introduction sur un marché réglementé.

4) Les modes de cotation à Euronext-Paris

Jusqu'en 1986 la cotation à la criée constituait le mode traditionnel. La criée était ouverte chaque jour, à partir de 11 heures, sur une durée courte. Chaque titre faisait l'objet d'une seule cotation. Dépassé par les exigences des investisseurs, la concurrence entre marchés et les possibilités de la technologie, ce dispositif a été modifié pour les marchés les plus liquides. La cotation est actuellement assurée à l'aide d'un nouveau système de cotation (NSC) informatisée qui a succédé en 1995 au système de cotation en continu par ordinateur (CAC).

Selon la liquidité décroissante des titres, quatre modalités sont prévues :

- **La cotation en continu A (CA)** qui concerne les valeurs les plus actives : ex RM, principales du comptant, obligations d'Etat et quelques autres obligations. Elles font l'objet de plus de 20 cotations par jour.
- **La cotation en continu B (CB)** : une moitié du SM, une partie du PM, Le reste des obligations. 10.000 € par jour pour chaque transaction et 5 cotations par jour.
- **Le fixing A (FA)** : Le reste des valeurs du comptant et du SM et les obligations non cotées en continu. Deux cotations par jour à 11h30 et 16h.
- **Le fixing B (FB)** : pour les titres du hors cote, chaque jour à 15h.

Des règles de variation sont établies au delà desquelles le titre est réservé afin d'éviter le mouvement erratiques. : 10% à l'ouverture puis 2 fois 5% dans le même sens pour le CA ; 5% puis 2 fois 2,5% pour le CB, 5% à 11h30 puis 5% à 16h. pour le FA par exemple.

Pour assurer la liquidité des titres, la SBF a créé en 1993 des contrats d'animation entre elle-même et les sociétés de bourse. Ces dernières assurent,

dans certaines limites, un équilibre offre-demande qui amortit les variations de cours. En contrepartie elles bénéficient d'avantages tarifaires, commerciaux (spécialistes des titres) et institutionnels.