

**CHAPITRE 3: LES PLACES  
FINANCIÈRES INTERNATIONALES ET  
LA CHAÎNE DE TRAITEMENT D'UN  
TITRE FINANCIER**

# DEFINITIONS

- Une place financière internationale est définie comme « *le regroupement sur un espace urbain donné d'un certain nombre de marchés, institutions et services financiers destinés à faciliter les mouvements internationaux de capitaux.* »

Une place financière est « *un endroit physique (le plus souvent une ville) où se trouvent réunis des investisseurs et des infrastructures de marché ( bourse, banques, sociétés d'avocats, de communication financière, de notation financière, etc ...) qui opèrent dans un environnement juridique, fiscal et politique qui ne lèse pas leurs intérêts et qui est à peu près stable.* »

Depuis plus de trois siècles, trois places financières seulement se sont succédé dans le rôle de centre financier du monde :

Amsterdam au xviii<sup>e</sup> siècle, Londres au xix<sup>e</sup> et début du xx<sup>e</sup> siècle, New York depuis lors. il s'agit dans les trois cas de la capitale financière de la première puissance économique du moment : les Pays-Bas, la Grande-Bretagne et les États-Unis

# LES PLACES ET MARCHES FINANCIERS AMÉRICAINS

- La place financière américaine est la plus importante au monde. Les principales bourses du pays sont aussi les principales bourses mondiales.

- i) *Le New York Stock Exchange (NYSE)*

- C'est la bourse phare de *Wall Street*, créée en 1792 Avec environ 2.300 sociétés cotées, c'est **la première bourse mondiale**. La plupart des **grandes sociétés mondiales y sont cotées**, dont **450 non américaines** grâce au dispositif des ADR (*American Depositary Receipts*), sortes de bons déposés en banque et qui leur permettent d'être cotées sans que la société émettrice ait à se faire inscrire en bourse aux Etats-Unis.

- Le NYSE est un marché par les ordres hybride (avec des teneurs de marché) où la confrontation des offres et demandes se fait parfois encore à **la criée**. Les ordres sont transmis sur le parquet par les *brokers* (courtiers) agissant au nom de leurs clients. Les *specialists* exécutent les ordres mais veillent aussi à la régulation du prix et à la liquidité du titre en se portant acquéreurs ou vendeurs de ce titre selon la nécessité (ils agissent comme **teneurs** de marché). Dans la période récente la cotation électronique est devenue dominante et les 7 derniers *specialists* ont vu leur part de marché décliner.

- Jusqu'en 2005 le NYSE ne traitait que les valeurs mobilières au Etats-Unis. Après sa transformation en société commerciale, il s'est engagé dans une politique de croissance externe marquée notamment par **l'absorption de la plateforme électronique de négociation Archipelago** en 2005, **d'Euronext** en 2006. En peu de temps le NYSE est devenu une bourse multinationale et diversifiée à tous les instruments financiers.
- L'indice qui mesure le niveau des cours est le Dow Jones, en fait une famille d'indices issus de celui créé à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle
- **ii ) Le NASDAQ**
- Le *National Association of Securities Dealers Automated Cotations* est d créée en (1971). Il a connu un succès exceptionnel à la fin des années 1990 où il a bénéficié de la bulle Internet.
- Il comporte deux segments : le *NASDAQ National Market* et le *NASDAQ Small Cap Market* pour les sociétés nouvellement créées. Le NASDAQ inscrit une part importante de valeurs dites technologiques.
- Le NASDAQ est un marché par les prix : les 450 *market makers* entrent en concurrence pour proposer des prix d'achat et de vente aux investisseurs et former les prix [cf. microstructure des marchés par les prix].
- Le NASDAQ cherche à s'internationaliser. L'EASDAQ, créé en 1997, été remplacé en 2000 par le *NASDAQ Europe* et un *NASDAQ Japan* et un coréen ont été créés. Mais c'est plus la fusion ou l'association avec une grande bourse européenne qui est réalisée en 2007 avec la prise de contrôle de la bourse scandinave OMX.
- Le principal indice qui mesure le niveau des cours est le *NASDAQ Composite*.

# LES PLACES EUROPÉENNES

- La plupart des pays européens ont une ou plusieurs bourses de valeurs. L'ensemble est en recomposition par fusions ou associations. Deux doivent être évoquées avant Euronext qui fera l'objet d'un traitement ultérieur.

## *i) Le London Stock Exchange (LSE)*

- La bourse de Londres est **la quatrième** au monde après le NYSE, le NASDAQ et Tokyo, et la première européenne. Son rôle est historique dans la **création de produits financiers sophistiqués et par la qualité des intermédiaires qui interviennent**. Le marché est conduit par les prix et est très adapté aux grandes transactions et aux titres

- Le LSE est un marché par les prix contrôlé par une multitude de *market makers* dont beaucoup travaillent seuls et pour leur propre compte sur un nombre limité de titres.

- Depuis 2007 le LSE s'est aussi lancé dans des opérations de croissance externe (Bourse de Milan) et d'accords internationaux (Tokyo)

- Les Indices FTSE (dont le célèbre Footsie) du Financial Times indiquent l'évolution des cours.



## • ***Ii) La Deutsche Börse***

Le dispositif boursier allemand comporte huit bourses : Berlin, Brême, Düsseldorf, Francfort, Hambourg, Hanovre, Munich et Stuttgart. Francfort est la plus importante : la *Deutsche Börse* est la troisième bourse européenne après Londres et Euronext.

○ Deutsche Börse comprend tous les compartiments – actions, obligations, dérivés – ainsi que les activités de back office. Le groupe *Deutsche Börse* offre l'ensemble des services d'actions et de commerce de produits dérivés à travers :

- La plate-forme électronique de négociation Xetra pour les opérations au comptant électronique du monde. Elle associe la bourse allemande à celles de Vienne et de Dublin.
- Eurex, marché spécialisé pour les options et contrats à terme, constitué en commun avec la bourse suisse. Eurex est associé au Chicago Board of Trade.
- La société de clearing et de règlement-livraison Clearstream, fruit de la fusion de celle de Francfort et de la Cedel luxembourgeoise.

○ L'évolution des cours est donnée par un ensemble d'indices DAX.

### ○ ***iii) Autre places européennes***

○ En dehors de Londres, Francfort et des bourses réunies dans Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne et le LIFFE traitées plus loin), l'Europe comprend encore quelques places significatives comme Zurich, Milan, Stockholm et Madrid par exemple. Ces bourses proposent tous les compartiments : valeurs mobilières et contrats. Elles coexistent parfois avec des bourses régionales historiquement installées dans de grandes villes industrielles.

# LES AUTRES PLACES ET MARCHES FINANCIERS

## i) *La place financière de Tokyo*

- La place de Tokyo a été créée en 1878. Elle est **la seconde au monde** après les Etats-Unis. L'institution la plus importante est la Bourse de Tokyo (le *Tokyo Stock Exchange*, TSE, réalise plus de 80% de la capitalisation) loin devant celles d'Osaka, de Nagoya, de Fukuoka et de Kyoto. La bourse de Tokyo est la troisième bourse de valeurs au monde, après le NYSE et le NASDAQ. Les dirigeants de cette bourse cru qu'elle devenait la première bourse mondiale, devant le NYSE, à la fin des années 90. Mais la crise financière qu'a connue le Japon a réduit les prétentions. Les institutions de la place de Tokyo éprouvent des difficultés à évoluer. Peut être la concurrence du NASDAQ *Japan* provoquera-t-elle le mouvement d'innovation et de déréglementation que connaissent les autres places...
- Les indices représentant l'évolution des cours sont les Nikkei.

## ○ ii) *Les marchés émergents*

- Le nombre de marchés boursiers augmente tous les ans. Les nouvelles places sont beaucoup plus petites que celles qui viennent d'être évoquées. Certaines commencent à occuper une part intéressante.
  - ✓ En Chine le *Hong Kong Exchanges and Clearing* réunit une capitalisation voisine de celle de l'Espagne et de la Suède. Le Singapore Exchange le suit. En fait ces deux places, auxquelles on peut ajouter le *Taiwan Exchange* se sont surtout développées pour les transactions sur les produits dérivés.
  - ✓ De création également récente l'*Australian Stock Exchange* de Sidney (ASX) a dépassé Hong Kong, l'Espagne et la Suède en capitalisation. L'entreprise de marché elle-même fait l'objet d'une cotation sur son propre marché.
  - ✓ La liste est longue des *bourses récemment créées* : *Johannesbourg*, *Sao Paulo* par exemple. Le *Financial Times* fournit chaque jour les indices d'évolution de la cote pour une soixantaine de pays comportant au moins une bourse...

## LES MARCHES ÉLECTRONIQUES (ECNS)

- Ce sont des systèmes électroniques de négociation (*Electronic Communication Networks* ou *ECNs*) qui se sont développés rapidement aux États-Unis dans les années 1990<sup>1</sup>. Un ECN est un *alternativ Trading System* (ATS).
- Ce sont des plateformes de négociation électronique qui gèrent des carnets d'ordres d'achat et de vente et les exécutent si les contreparties sont trouvées sur la plateforme. Certains s'identifient donc à des marchés par les ordres en continu. Parmi les participants (*suscribers*) à un ECN se trouvent des *market makers* qui assurent l'exécution des ordres.
- Ces ECN sont enregistrés par la SEC (*Security Exchange Commission* qui veille à la régularité des opérations sur les bourses de valeurs aux États-Unis et régule les marchés) comme des *brokers-dealers*, des courtiers négociateurs qui se posent en contrepartie temporaire entre les vendeurs et d'achat. Dès lors qu'un ECN se conforme aux obligations de son *Order Display Rules* du NASDAQ.
- La SEC autorise les teneurs de marché de ce même NASDAQ à avoir recours à ses services.

- La conséquence est que les ECNs sont devenus des opérateurs tampons entre les donneurs d'ordre et la bourse particulièrement sur les marchés par les prix (le NASDAQ et le LSE). Leur double statut de courtier et de teneur de marché les conduit souvent à arbitrer au mieux de leur intérêt entre l'exécution de l'ordre sur la plate-forme ECN et sa transmission sur le NASDAQ.
  - La première conséquence est de distraire une part des transactions du NASDAQ et d'agir contre les intérêts de ce dernier alors qu'ils prennent appui sur lui. Les ECN sont en position favorable par rapport aux teneurs classiques sur le marché principal.
  - La seconde conséquence est une augmentation des marges, établies sur le *spread* entre deux prix proposés aux acheteurs et aux vendeurs.
- En 1999 les ECN réalisaient 30% des transactions sur le NASDAQ. Ce faisant, même s'ils en perturbent le fonctionnement, les ECN ne sont pas en concurrence avec le NASDAQ lui-même (ou le LSE). Ils en sont membres. Ils ont capté une partie du marché aux teneurs de marché en substituant à ceux-ci un système de carnets d'ordre. Des règles ont été établies par les bourses concernées pour obliger les ECN à déclarer tous les ordres du carnet qui n'avaient pas été compensés. Les ECN devraient sur cette base au contraire augmenter l'efficacité des marchés par les prix, comme le demandent les gérants des investisseurs institutionnels.
- La réforme des services financiers de l'Union européenne avec la directive MIF (Marchés d'Instruments Financiers) a pour vocation d'étendre la place des ECN dans les transactions à partir de 2006.

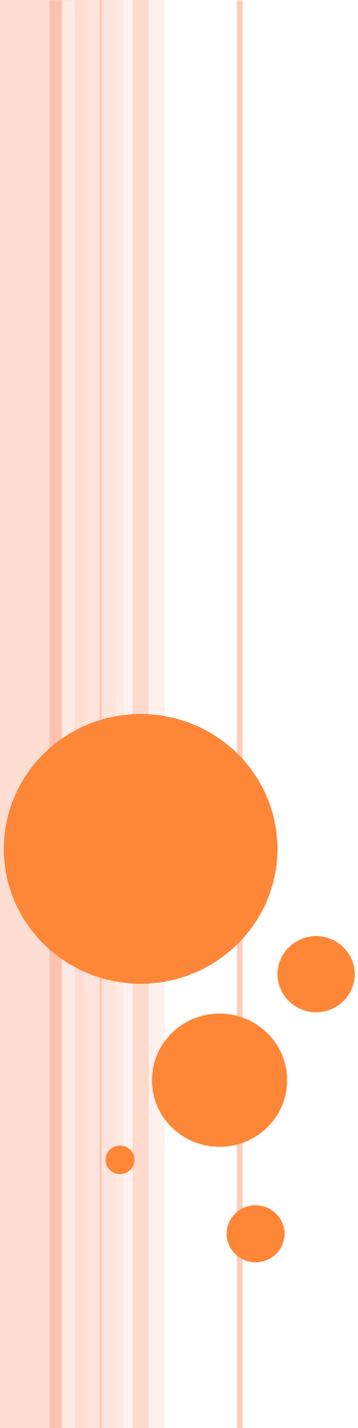
## Classement selon le Global Financial Centres Index (septembre 2023)<sup>9</sup>

Rang	Ville	Pays	Score
1	<u>New York</u>	<u>États-Unis</u>	763
2	<u>Londres</u>	<u>Royaume-Uni</u>	744
3	<u>Singapour</u>	<u>Singapour</u>	742
4	<u>Hong Kong</u>	<u>Hong Kong</u>	741
5	<u>San Francisco</u>	<u>États-Unis</u>	735
6	<u>Los Angeles</u>	<u>États-Unis</u>	734
7	<u>Shanghai</u>	<u>Chine</u>	733
8	<u>Washington D.C.</u>	<u>États-Unis</u>	732
9	<u>Chicago</u>	<u>États-Unis</u>	731
10	<u>Genève</u>	<u>Suisse</u>	730
11	<u>Séoul</u>	<u>Corée du Sud</u>	729
12	<u>Shenzhen</u>	<u>Chine</u>	728
13	<u>Pékin</u>	<u>Chine</u>	727
14	<u>Francfort</u>	<u>Allemagne</u>	726



## Classement selon le Global Financial Centres Index (septembre 2023)9

Rang	Ville	Pays	Score
15	<u>Paris</u>	<u>France</u>	725
16	<u>Luxembourg</u>	<u>Luxembourg</u>	724
17	<u>Boston</u>	<u>États-Unis</u>	723
18	<u>Zürich</u>	<u>Suisse</u>	722
19	<u>Amsterdam</u>	<u>Pays-Bas</u>	721
20	<u>Tokyo</u>	<u>Japon</u>	720
21	<u>Dubaï</u>	<u>Émirats arabes unis</u>	719
22	<u>Sydney</u>	<u>Australie</u>	718
23	<u>Berlin</u>	<u>Allemagne</u>	714
24	<u>Miami</u>	<u>États-Unis</u>	713
25	<u>Dublin</u>	<u>Irlande</u>	712
26	<u>Munich</u>	<u>Allemagne</u>	711
27	<u>San Diego</u>	<u>États-Unis</u>	710
28	<u>Minneapolis-Saint Paul</u>	<u>États-Unis</u>	709
29	<u>Canton</u>	<u>Chine</u>	708
30	<u>Toronto</u>	<u>Canada</u>	707



# **LA CHAÎNE DE TRAITEMENT D'UN TITRE FINANCIER**

- La chaîne de traitement du titre recouvre **l'ensemble des opérations qui assurent la bonne fin** des transactions menées par les intervenants sur un marché financier (achats et ventes ferme, cessions temporaires, prêts-emprunts de titres...). Les processus de traitement **sont complexes** et ils diffèrent selon les types d'actifs traités et recouvrent des fonctions diverses
- Ces opérations reposent sur trois pôles fonctionnels essentiels, gérés par des systèmes de plus en plus automatisés : **la négociation, la compensation, le règlement-livraison.**



## Les composantes essentielles de la filière titres

*Nature des opérations*

*Fonctions et systèmes utilisés*

Engagement de l'opération

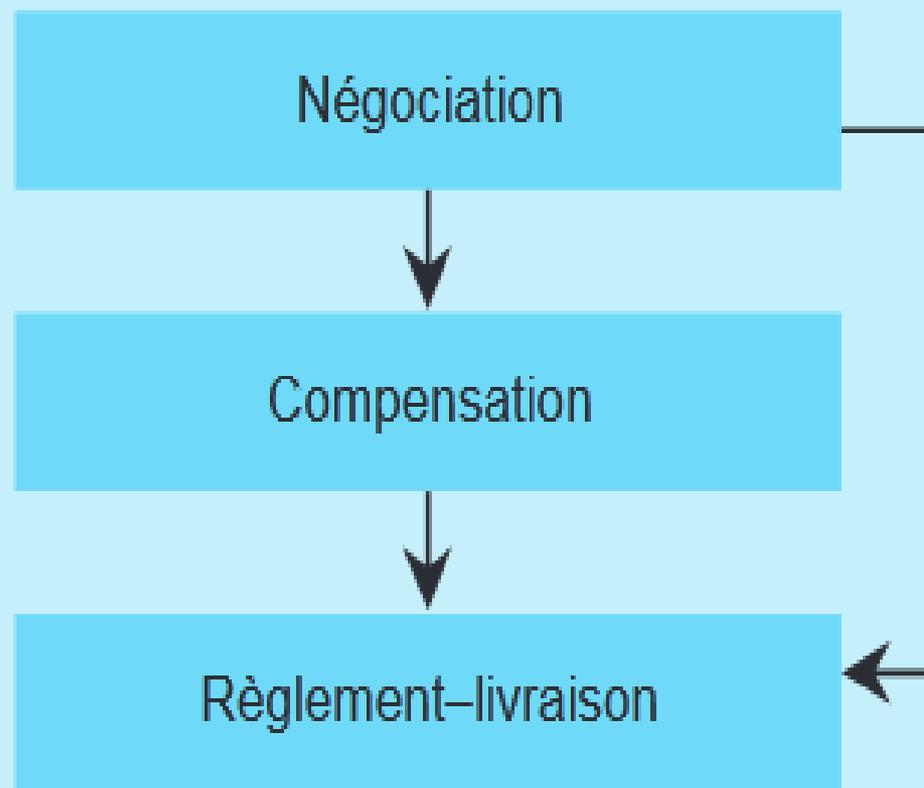
Négociation

Gestion des risques

Compensation

Dénouement en compte

Règlement-livraison



# LA NÉGOCIATION

- **La négociation** constitue la première phase du traitement. Elle s'effectue à la criée, par téléphone — directement ou via un courtier —, ou, de plus en plus couramment, par l'intermédiaire de systèmes informatiques qui traitent les ordres d'achat et de vente des investisseurs transmis par les intermédiaires financiers.
- La négociation consiste d'abord en **la confrontation des ordres individuels**, dont découle **la formation des prix** diffusés par le marché. Elle comprend également **le routage de l'opération vers le système de compensation** ou de règlement et la confirmation des transactions aux services « post-marchés » (back offices)

# LA COMPENSATION

- La compensation comprend les opérations suivantes : **la réception et l'enregistrement** des opérations individuelles en provenance du système de négociation, **le calcul des positions nettes** des membres de la chambre de compensation, **la gestion des dispositifs de maîtrise des risques** et, enfin, **le transfert des ordres nets vers les systèmes de règlement-livraison.**



# LE RÔLE DES CHAMBRES DE COMPENSATION CONTREPARTIES CENTRALES

- On distingue la compensation bilatérale, où deux contreparties s'accordent pour ne faire ressortir qu'un solde net de leurs engagements réciproques, de la compensation multilatérale, qui implique l'intervention d'un prestataire, une chambre de compensation, qui calcule une position nette pour chaque participant, en compensant l'ensemble de ses opérations toutes contreparties confondues.
- La compensation est **dite par contrepartie centrale**, lorsque la **chambre de compensation**, outre sa fonction technique de calcul des soldes nets, **se substitue** juridiquement (par novation) **au vendeur et à l'acheteur initial et garantit la bonne fin des transactions**. Certaines contreparties centrales ne remplissent pas la fonction technique de compensation, mais garantissent simplement la bonne fin des opérations et gèrent les dispositifs de maîtrise des risques associés

- Pour assurer la sécurité de ce processus, la chambre de compensation doit disposer de **mécanismes de gestion des risques** qui incluent généralement la mise en place et la surveillance du **respect de critères** de participation, une évaluation au prix de marché sur une base au moins quotidienne des positions de leurs membres, **l'appel de dépôts de garantie** et de marges, la gestion de fonds mutuels de compensation.
- Eu égard à l'importance de leur fonction, elles font l'objet d'un traitement prudentiel particulier et peuvent être dotées du statut d'établissement de crédit



## « RÈGLEMENT-LIVRAISON »

- La fonction « règlement-livraison » constitue la dernière étape du processus de traitement du titre. Celle-ci **se traduit par le dénouement des engagements réciproques** de l'acheteur et du vendeur et la passation des écritures en compte assurant le caractère définitif des transactions, c'est-à-dire la livraison des titres à l'acheteur et, en contrepartie, le versement des fonds correspondants au vendeur.



- La gestion des systèmes de règlement-livraison est assurée par les dépositaires centraux. La fonction première des dépositaires centraux nationaux est d'ordre notarial et consiste à enregistrer l'ensemble des titres existants et les opérations effectuées sur ces titres. Ils s'assurent ainsi à tout moment que le montant des titres portés au compte de l'émetteur correspond au nombre de titres présents sur les comptes des intermédiaires.



- Le règlement de flux de transactions entre intermédiaires titulaires de comptes titres (et, le cas échéant, de comptes espèces) dans les livres du dépositaire central, agissant pour leur compte propre et celui de leurs clients. Afin d'éliminer le risque en principal, le dénouement des transactions sur titres s'effectue de préférence sous forme de règlement-livraison, processus qui assure la livraison des titres à l'acheteur de manière simultanée et conditionnelle au règlement du prix au vendeur.

