

Le Nouveau marché est-il liquide ?

Dominique Leblanc
Directeur général
de la Société du
Nouveau marché



Le Nouveau marché est fondé sur un modèle dual d'organisation des négociations. L'interaction entre les deux systèmes accroît le volume global des échanges tout en garantissant l'exécution des ordres au meilleur prix, sans qu'il y ait prédominance d'un mode de cotation sur l'autre.

Sur un marché de valeurs de croissance, les notions de liquidité et de transparence sont déterminantes. En effet, un tel marché, composé de valeurs de petites et moyennes capitalisations, à fort potentiel de croissance, mais aussi à fort risque, ne peut prétendre attirer durablement les investisseurs s'il ne peut leur garantir la faculté de voir leurs ordres exécutés rapidement et à des conditions satisfaisantes. C'est pourquoi, dès son origine, le Nouveau marché s'est attaché à mettre en œuvre les moyens nécessaires pour assurer une liquidité et une transparence satisfaisante aux intervenants.

Le Nouveau marché repose sur un modèle original d'organisation de marché. Comme les marchés de courtiers, il permet l'accumulation des

ordres et leur confrontation lors de deux fixages quotidiens. Comme les marchés de teneurs, il permet à des intermédiaires agréés de proposer à tout instant des prix acheteurs et vendeurs, ainsi que la possibilité de négocier pour des quantités prédéterminées.

A l'issue d'une première année de fonctionnement, on constate que :

- la liquidité du marché est satisfaisante, tous les indicateurs le montrent ;
- la complémentarité des deux systèmes de négociation accroît la liquidité globale du marché ;
- la concurrence que s'exercent les teneurs entre eux, mais également face au carnet d'ordre, est vertueuse ;
- la transparence est renforcée par l'affichage des prix au fixage.

Deux modèles de négociation complémentaires

L'organisation du Nouveau marché a été conçue dans le but de garantir le maximum de liquidité aux intervenants. Ainsi, il associe un carnet d'ordres centralisé et la présence de teneurs de marché.

Deux confrontations des ordres sont réalisées quotidiennement à des horaires fixes (10 heures 30 et 16 heures 30). Entre les confrontations, les teneurs de marché assurent l'animation des titres. Ils affichent en perma-

nence des propositions de prix, à l'achat et à la vente, pour une quantité déterminée de titres. Ils sont par ailleurs contraints de respecter un écart maximum entre le prix acheteur et le prix vendeur qu'ils affichent.

Ce modèle original d'organisation des négociations permet de satisfaire les besoins différenciés des investisseurs, et ce, d'autant plus que la tenue de marché apporte une liquidité additionnelle au marché.

La tenue de marché permet une instantanéité des transactions, notamment sur des volumes importants de titres, tandis que le fixage favorise l'échange de petites quantités à des cours jugés plus proches des cours d'équilibre.

Depuis l'ouverture du Nouveau marché, les ordres se répartissent de façon stable entre les deux systèmes de négociation en fonction de leur taille, sans prédominance d'un mode de cotation sur l'autre :

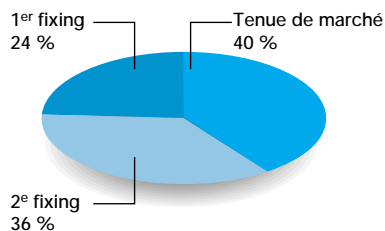
- les ordres de détail sont acheminés vers le carnet central pour une exécution par fixage,
- les ordres de bloc sont exécutés entre les deux fixages par les teneurs de marché pour le compte de leurs clients, ou par les sociétés de bourse, qui se portent alors contrepartie (l'accord du teneur de la valeur reste néanmoins nécessaire, si les prix proposés par l'intermédiaire sont moins intéressants).

Le Nouveau marché en chiffres

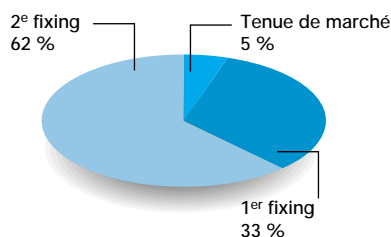
Au 31 mai 1997

- 26 sociétés cotées (dont 3 doubles cotations)
- 1,99 milliard de francs de capitaux levés
- 9,1 milliards de francs de capitalisation
- 18,3 milliards de francs/jour de capitaux échangés (moyenne mai 1997)
- 65 membres
- 65 membres associés

① Répartition des capitaux échangés par système de négociation



② Répartition du nombre de transactions par système de négociation



En moyenne, depuis début septembre 1996, une négociation en tenue de marché est d'environ 723 000 francs et de 25 000 francs en fixage.

L'organisation du marché permet ainsi de répondre à deux familles d'investisseurs dont les comportements sont différents :

- les investisseurs particuliers interviennent lors des fixages, pour des échanges fréquents, sur de faibles quantités de titres ;
- les investisseurs institutionnels peuvent intervenir plus facilement grâce à la tenue de marché qui leur offre de meilleures conditions de liquidité et de transparence pour la négociation instantanée de blocs d'actions.

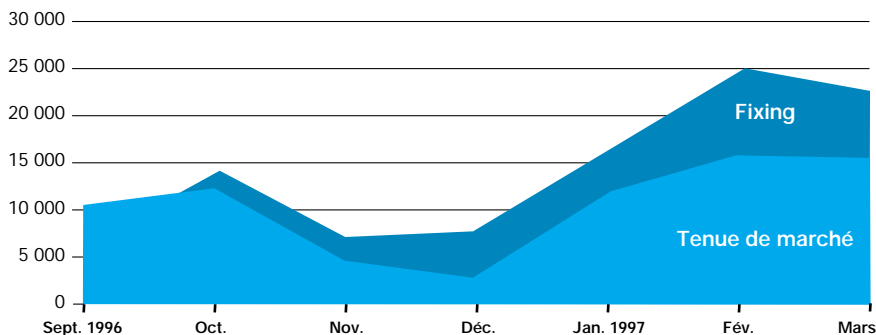
Les deux systèmes de cotation mis en œuvre sur le Nouveau marché ont progressé de façon parallèle depuis son démarrage.

On constate que la répartition du volume d'échanges entre les fixages et la tenue de marché est stable et équilibrée dans le temps ①.

La répartition entre les deux fixages est sensiblement identique pour toutes les valeurs du Nouveau marché. En revanche, l'activité de tenue de marché varie selon les valeurs : pour certaines valeurs traitées par plusieurs teneurs de marché, la part des transactions enregistrées en tenue de marché est proportionnellement plus importante.

③ Évolution des volumes de transactions

En millions de francs (société Picogiga)



Nombre d'ordres introduits (barres)



Nombre de transactions en tenue de marché (courbes)

④ Compétition entre le carnet et les prix proposés par les teneurs

En termes de nombre de transactions, la plus grande partie des échanges est réalisée en fixage, les ordres de faible montant étant bien sûr plus nombreux que les gros ordres.

Cette répartition est également restée stable depuis le démarrage des négociations ②. Bien qu'ils s'adressent à deux catégories différentes d'investisseurs, les deux modèles de négociation ont progressé de façon stable et convergente, comme le montre l'exemple ③ de Picogiga.

Si l'on peut distinguer une segmentation claire des besoins des investisseurs et des modes de négociation, on constate néanmoins une interaction positive ; l'activité des teneurs de marché apporte une liquidité supplémentaire au marché ; il ressort en particulier que les volumes échangés aux fixages sont plus importants lorsqu'il y a des transactions préalables en tenue de marché.

Ainsi, l'activité en tenue de marché a pour effet de stimuler les échanges en fixage ④.

En fournissant une liquidité immédiate et importante, notamment pour les transactions de grande taille, les teneurs permettent aux ordres de moindre importance de venir se placer plus facilement dans le carnet d'ordres. Le risque de subir une varia-

tion de prix est alors minimisé. Dès lors, le nombre d'ordres introduits dans le carnet d'ordres central s'accroît, ce qui suscite un cercle vertueux d'échanges.

Inversement, l'activité en fixage n'a pas pour effet de diminuer le nombre de transactions en tenue de marché. Au contraire, une fois le fixage passé, les ordres traités en tenue de marché augmentent très nettement.

En conclusion, l'analyse des ordres transmis et des transactions effectuées sur le marché met en évidence une interaction positive entre les deux systèmes, qui induit une activité supplémentaire.

Les teneurs de marché apparaissent comme des acteurs privilégiés pour favoriser le développement d'une activité supplémentaire orientée vers de nouveaux investisseurs. Chaque mode de négociation contribue à la liquidité globale du marché.

La concurrence vertueuse des deux modèles de négociation

Les fixages remplissent une double fonction. D'une part, ils permettent l'échange des petits ordres à un prix satisfaisant. D'autre part, l'af-

⑤ Moyenne des fourchettes

En %	Affichées	Réelles
Décembre	7,02	3,82
Janvier	6,65	3,92
Février	6,20	4,07
Mars	6,38	4,38
Moyenne	6,56	4,05

fichage d'un prix déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande renforce la transparence du marché et sert de référence aux négociations engagées par les teneurs de marché avec leur clients.

Bien que segmentés en fonction des besoins des investisseurs, ces deux systèmes de cotation ne sont pas cloisonnés. Les interactions observées traduisent la compétition implicite que se livrent les teneurs de marché, entre eux d'une part, avec le carnet d'ordres central d'autre part.

La concurrence constatée sur le Nouveau marché, entre les opérateurs, s'exerce à un double niveau : bien sûr, lorsqu'une valeur est traitée par plusieurs teneurs de marché, ceux-ci s'affrontent. Mais les teneurs de marché se positionnent également en concurrence avec le carnet d'ordres, dont ils ne subissent pas passivement la compétition. Au con-

Classement des valeurs du Nouveau marché

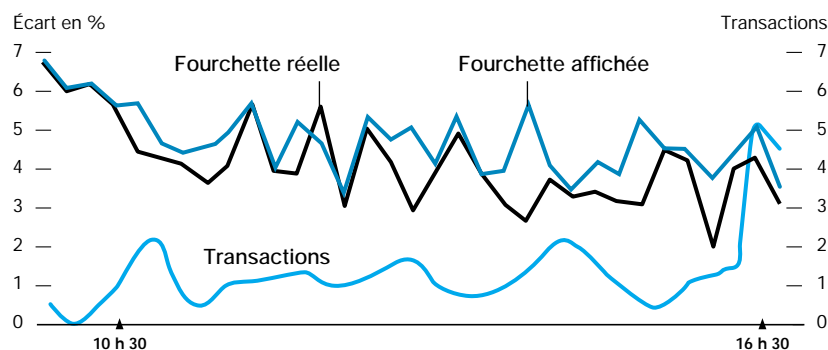
(par rapport à l'ensemble des valeurs de la Bourse de Paris en fonction de leur liquidité)

Moyennes au 30 avril 1997

	Capitaux échangés Rang/716	Transactions Rang/716
Infonie	297	205
High Co	392	321
Joliez Regol	412	348
Proxidis	435	384
Elec D2	200	184
Picogiga	198	162
Genset	174	259
Coil	291	366
Mille Amis	597	552
Stelax	529	453
Appligène	505	437
FDM Pharma	287	376
R2i Santé	348	310
Guyanor	499	497
Naturex	407	347
BVRP	242	145
Thermatech	370	316
Olitec	182	158
Belvédère	173	191

⑥ Fourchettes affichées/Fourchettes réelles

Évolution au cours d'une séance



traire, ils suivent des stratégies d'établissement de leurs prix qui leur permettent de développer leur niveau d'activité.

Entre les fixages de 10 heures 30 et 16 heures 30, le teneur a l'obligation de fournir au marché des propositions de prix à l'achat et à la vente sur des quantités prédéterminées. L'écart entre les prix auxquels il est prêt à vendre et ceux auxquels il est prêt à acheter rémunère les services rendus au client. Les transactions peuvent toutefois être réalisées à des cours différents de ceux affichés. Des rabais peuvent être consentis par le teneur de marché, et l'investisseur pressé peut accepter un surcoût en paiement d'un service d'immédiateté, ou pour le traitement d'une quantité de titres importante. La transaction peut être l'aboutissement d'une longue négociation. Le prix de la transaction s'éloigne alors du prix affiché et la fourchette réelle diffère de la fourchette affichée.

D'après le tableau ⑤, on remarque qu'il existe une différence notable entre les fourchettes affichées et les fourchettes réelles. La fourchette moyenne réelle est inférieure de deux points à la fourchette moyenne affichée (6,5 % contre 4,5 %). On peut donc en déduire que sur le Nouveau marché, la fourchette effectivement réalisée par le teneur est réduite (4 % en moyenne). Elle est sensiblement inférieure à l'obligation de 10 % impartie aux teneurs de marché aux termes du règlement.

La compétition entre teneurs améliore les prix

Lorsque plusieurs intermédiaires sont teneurs sur une même valeur, un meilleur prix se dégage de leur com-

pétition et la fourchette affichée est plus étroite :

Fourchettes réelles (moyenne)

Valeurs animées

- par plusieurs teneurs 3,48 %
- par un teneur 4,17 %

Après chaque fixage, les prix négociés deviennent plus intéressants pour les investisseurs. Les écarts entre les fourchettes affichées (prix proposés) et les fourchettes réelles (prix négociés) sont alors de plus de deux points en moyenne. Ils ne sont plus que d'un point, en moyenne, en dehors de ces périodes ⑥.

Avant 10 heures 30, les fourchettes affichées ne se distinguent pas des fourchettes réelles. Après le fixage, les fourchettes réelles baissent de 2,5 points, passant de 6,8 à 4,3 %, tandis que la fourchette affichée reste stable. De même, avant le second fixage, les fourchettes réelles se rapprochent des fourchettes affichées sans toutefois se confondre comme avant 10 heures 30. Le fixage de 16 heures 30 entraîne alors des effets identiques au premier, avec une baisse de même ampleur : 2,1 points.

Par conséquent, les fixages ont un impact déterminant sur les prix proposés par les teneurs.

L'évolution de la fourchette est encore plus accentuée sur les valeurs traitées par plusieurs teneurs. Après chaque fixage, les fourchettes décroissent de 2,5 points, alors que pour les valeurs qui n'ont qu'un seul teneur, cette baisse est de 2 points.

De manière générale, l'évolution de la fourchette est décroissante pendant toute la séance, et la clôture des marchés apparaît comme une période de très forte liquidité, cumulant les avantages de fourchettes étroites et d'échanges fournis. ■