



Institut
Mines-Télécom

" Introduction aux Marchés Financiers - Organisation des Marchés Financiers"

Intervenant :
Philippe Castelnau

Bureau : E-214

Tél. : 01.60.76.40.13

Mail : Philippe.Castelnau@telecom-em.eu



 Association
of MBAs

www.telecom-em.eu

■ Classification selon trois critères, qui structurent la « microstructure » des marchés:

- contrepartie,
- fréquence / moment des échanges,
- lieu des échanges.

■ Contrepartie: Marché dirigé par les ordres et marché dirigé par les prix:

- **Dirigé par les prix=**

- marché de contrepartie= quote (price) driven market. Il s'organise autour d'un intermédiaire, le market maker qui affiche un prix bid et un prix ask (achat<vente); la fourchette rémunère le teneur pour son service de liquidité. Les teneurs peuvent être uniques (NYSE) ou en concurrence (Londres ou Nasdaq). Les prix n'ont qu'une valeur informative.

- **Dirigé par les ordres =**

- marchés à double enchère = order driven market. Les ordres sont directement appariés. Carnet d'ordres électronique. (Euronext, Toronto, Francfort...). NSCEuronext, CATS Toronto, Xetra de la Deutsche Börse devenue EUREX suite à sa fusion avec la bourse Suisse.

Marchés Financiers - Organisation

Il existe donc deux grandes catégories de marchés financiers :

les marchés dirigés par les **ordres**.

les marchés dirigés par les **prix**.

Dans le premier cas, les intervenants communiquent les **ordres** d'achat ou de vente, en précisant la **quantité négociée** (le montant) et, éventuellement, un **prix limite** (prix maximum pour un achat, minimum pour une vente). L'offre et la demande se rencontrent au sein du carnet d'ordres, le plus souvent géré par un ordinateur central.

Marchés Financiers - Organisation

■ Il existe donc deux grandes catégories de marchés financiers :

les marchés dirigés par les **ordres**.

les marchés dirigés par les **prix**.

Dans le second cas, celui d'un **marché dirigé par les prix**, (ex: marché des changes), les ordres d'achat et de vente ne sont **pas transmis immédiatement**. Auparavant, l'information sur le niveau du prix est requise. Certains intervenants, les **market makers** (teneurs de marché), ont en effet pour **charge d'informer** les autres participants sur le niveau des prix qu'ils pratiquent et d'**accepter toute transaction à ces niveaux** de prix, pour des quantités qui doivent toutefois se situer dans un ordre de grandeur standard (par exemple de 1 à 10 millions de Dollars sur le marché des changes). Cette **information** sur les prix peut être transmise soit de manière **orale**, à la demande d'une éventuelle contrepartie (souvent par téléphone), soit de manière **électronique** pour alimenter un écran de cotation.

Marchés Financiers - Organisation

Les market makers, à la fois acheteurs et vendeurs potentiels, ne peuvent pratiquer le même prix dans les deux sens. Ils affichent en réalité pour chaque demande, 2 prix en fourchette :

le prix auquel ils sont prêts à acheter, le plus faible (bid) ;
le prix auquel ils sont prêts à vendre, le plus élevé (ask).

Pour le marché le taux de change monnaie ou la cotation en fourchette se communique de la manière suivante : EUR/USD : 1.4980 / 83

Un tel affichage signifie que le market maker propose d'acheter des Dollar à 1.4980 ; de vendre des Dollars à 1.4983. Son interlocuteur, après avoir reçu cette information, peut, s'il le souhaite, effectuer l'une des 2 transactions, pour un montant standard, mais il sera bien sûr, contrairement au market maker, du mauvais côté de la fourchette.

Un market maker peut interroger un autre market maker pour obtenir une cotation et, éventuellement, déclencher une transaction. Sur la plupart des plateformes aujourd'hui, les cotations sont en temps réel, il n'y a pas de transaction téléphonique.

Marchés Financiers - Organisation

■ Les market makers, à la fois acheteurs et vendeurs potentiels, ne peuvent pratiquer le même prix dans les deux sens. Ils affichent en réalité pour chaque demande, 2 prix en fourchette :

le prix auquel ils sont prêts à acheter, le plus faible (bid) ;
le prix auquel ils sont prêts à vendre, le plus élevé (ask).

Comment les cours varient-ils ? Il n'existe pas de cours unique ou de fourchette de cours unique sur le marché des changes, car **chaque market maker peut afficher librement une fourchette de prix différente**. Le mécanisme de la **concurrence** va cependant **réduire les écarts de prix** observés. Sur les plateformes aujourd'hui, les cotations étant en temps réel la fourchette de prix est visible de suite. **Un courtier (traditionnel ou électronique) peut extraire le meilleur prix.**

■ La fourchette de cotation rémunérée

- soit le teneur de marché sur les marchés de market making;
- soit plus généralement le risque pris par le coteur;
- Elle est la composante implicite et essentielle des coûts de transaction subie par les investisseurs.

■ Fréquence /moment des échanges : Marché de fixing (*call market*) et marché continu (*continuous market*) :

Fixing: cotation et exécution des ordres ont lieu à des intervalles **réguliers** et **discrets** dans le temps ; les ordres sont classés en fonction du prix limite, dans l'**ordre décroissant** pour les **achats** et **croissant** pour les **ventes** ; le prix d'équilibre est celui qui maximise les transactions; les ordres placés du côté excédentaire du marché sont rationnés;

la **procédure** de fixing assure l'**exécution immédiate** des ordres d'achat (de vente) dont la **limite est supérieure**(inférieure) au prix d'équilibre; un marché par les ordres est de fixing ou continu.

Continu : négociations se déroulent **tout au long de la séance** ; les transactions sont bilatérales ; un marché dirigé par les prix est nécessairement continu.

Marchés Financiers - Organisation_NYSE Euronext

- **NYSE Euronext est la société holding créée par le rapprochement de NYSE Group, Inc. et d'Euronext N.V.**
 - est le plus grand et le plus liquide groupe boursier au monde.
 - offre la gamme de produits et de services financiers la plus diversifiée.
 - rassemble **6 marchés au comptant** dans 5 pays (Belgique, France, Pays-Bas, Portugal, USA). Il est numéro un mondial pour la cotation de valeurs, la négociation de produits au comptant, d'obligations et la diffusion de données de marché.
- **C'est (au 29 juin 2007):**
 - une capitalisation boursière globale des sociétés cotées sur ses marchés de **30 800 milliards de dollars / 22 800 milliards d'euros (27 300 milliards de dollars / 17 300 milliards d'euros au 31/03/2008);**
 - une valeur moyenne des échanges de **127 milliards de dollars / 94 milliards d'euros par jour (approximativement) (169,6 milliards de dollars / 113,2 milliards d'euros par jour au 31/03/2008).**

Marchés Financiers - Organisation_NYSE Euronext

- Les marchés dérivés de NYSE Euronext regroupent aujourd'hui 6 places financières (Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne, Londres, New-York et Paris). En Europe l'activité des dérivés, rassemblée sous l'appellation Liffe, se situe au 2ème rang mondial en nombre de contrats négociés. Liffe:
 - offre aux investisseurs à travers ces différents marchés une large gamme de produits tels que **dérivés de taux, d'actions, d'indices, de marchandises** et de **devises**.
 - Depuis 2003 les marchés de Liffe sont intégrés techniquement et disposent de règles de fonctionnement harmonisées par famille de produits, d'une **plate-forme unique de négociation LIFFE CONNECT®** et d'une **chambre de compensation** unique avec LCH.Clearnet.

■ NYSE Euronext est une entreprise cotée sur ses propres marchés à New York et à Paris depuis avril 2007. Elle:

- établit les règles du marché qui sont communes et sont soumises à l'approbation des régulateurs de chacun des pays concernés (cf. infra page 6 et schéma page 5);
- prononce l'admission des valeurs et des instruments financiers sur le marché;
- décide de l'adhésion de ses membres;
- gère les systèmes informatiques de cotation;

■ NYSE Euronext est une entreprise cotée sur ses propres marchés à New York et à Paris depuis avril 2007. Elle:

- assure la publicité des négociations et la diffusion des cours;
- enregistre les négociations entre les membres du marché au travers d'une chambre de compensation, LCH.Clearnet, partenaire du Groupe, qui agit comme contrepartie centrale, assurant la bonne fin des opérations.
- offre aux émetteurs les services du marché pour la cotation de leurs titres et la réalisation de leurs opérations financières.

■ NYSE Euronext a procédé le :

- 17 janvier 2008 au rachat de l'*American Stock Exchange*-Amex.
- 14 mars 2008 au rachat de CBOT Metals Complex au CME Group.
- En décembre 2012, la société Intercontinental Exchange ICE créée en 2000, annonce le rachat de **NYSE Euronext** sous réserve de l'accord des autorités.
- Actuellement ??

Marchés Financiers - Organisation_NYSE Euronext

- Depuis la **Directive MIF**, la part de marché de NYSE Euronext a décliné au bénéfice de la plate-forme **Chi-X**.
- Elle **redessine la chaîne de valeur des négociations** entre les acteurs, en supprimant la règle de concentration des ordres et en **reconnaissant 3 lieux d'exécution** des ordres :
 - marchés réglementés,
 - plates-formes multilatérales MTF (*Multilateral Trading Facilities*),
 - systèmes internes de négociation.
- **Conséquences:**
 - + baisse des coûts de transaction,
 - - détérioration du processus de formation des prix du fait de la multiplication des lieux de cotation.

■ NYSE Euronext - Un marché unifié:

- grâce à des **plate-formes unique de négociation** (NSC® pour les produits au comptant et LIFFE-CONNECT® pour les dérivés) auxquelles sont reliés tous les négociateurs;
- **une seule chambre de compensation**, dont l'interposition entre les négociateurs garantit à l'ensemble des intervenants le paiement et la livraison des transactions;
- **un système unique de règlement/livraison.**

Marchés Financiers - Organisation_NYSE Euronext

■ *La compensation - Règlement / livraison:*

- La fonction de chambre de compensation, se situe entre la **négociation** (effectuée sur les systèmes de NYSE Euronext) et les **opérations de règlement/livraison** (réalisées par Euroclear).
- NYSE Euronext offre à ses membres la possibilité d'accéder à la **compensation et la garantie des négociations via LCH.Clearnet**.
- Sauf exception, les titres ne sont plus matérialisés et les livraisons entre vendeurs et acheteurs se font uniquement sous forme de virement de compte d'intermédiaire à compte d'intermédiaire auprès d'Euroclear ou de tout autre dépositaire central.
- Ces livraisons sont effectuées contre paiement à J+3.

■ Les régulateurs européens:

- autorités publiques indépendantes qui ont pour mission de veiller à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés primaire et secondaire d'instruments financiers.
- N'ayant compétence que dans leur propre pays, les régulateurs sont liés par des accords de réciprocité leur permettant de compléter leur mission d'un pays à l'autre.
 - l'AFM à Amsterdam (Autoriteit Financiële Markten)
 - la CBFA à Bruxelles (Commission Bancaire, Financière et Assurances)
 - la CMVM à Lisbonne (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)
 - la FSA à Londres (Financial Services Authority)
 - l'**AMF** à Paris (Autorité des Marchés Financiers) créée avec la loi de Sécurité Financière - 1^{er} août 2003.

■ Les régulateurs français:

- NB: Depuis l'ordonnance du 21/01/2010, l'Autorité de Contrôle Prudentiel - **ACP**, fusion des autorités d'agrément et de contrôle des secteurs de la banque et de l'assurance, a la charge de :
 - contribuer à la **stabilité** du secteur financier,
 - **protéger** la clientèle,
 - **renforcer l'influence de la France** sur la scène internationale et européenne.
- La **Commission bancaire** est chargée:
 - de **contrôler** le respect par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement des **dispositions législatives et réglementaires**,
 - de veiller au respect de la **réglementation** relative à la lutte contre le **financement du terrorisme** et le **blanchiment des capitaux**.



Marchés Financiers - Admission_Marchés réglementés

- **les sociétés qui font appel à l'épargne public sont soumises à deux obligations:**
 - diffusion minimale de 25 % du capital dans le public avec dérogation éventuelle en fonction des capitaux placés;
 - présentation de comptes audités et certifiés sur les trois dernières années.
- **Les entreprises n'ont aucune obligation en termes de rentabilité ou de distribution de dividendes.**

Marchés Financiers - Admission_Marchés réglementés

- **La répartition des valeurs inscrites sur trois compartiments de capitalisation boursière constitue les nouveaux critères d'identification:**
 - **compartiment A:** valeurs dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'euros,
 - **compartiment B:** Valeurs dont la capitalisation boursière est comprise entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros,
 - **compartiment C :** valeurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros.
 - Un compartiment spécial, déjà créé en 2003, subsiste sur le marché. Il concerne les sociétés qui ne remplissent pas leurs engagements en matière d'information financière ou en procédure de redressement judiciaire, ou affichant une capitalisation boursière inférieure à 4 millions d'euros.

Marchés Financiers - Admission_Marchés non réglementés

- **Organisés par Euronext, ces compartiments ne bénéficient pas de la qualité de marché réglementé au sens de la directive européenne.**
- **Ils offrent un moyen de diffusion des ordres d'achat et de vente et une facilité de négociation par l'intermédiaire des membres d'Euronext.**
- **Les valeurs qui y sont négociées:**
 - n'ont pas fait l'objet d'une procédure d'admission.
 - Leurs émetteurs ne sont pas soumis à des obligations de diffusion d'information.
- **Exemples:**
 - Bruxelles : Marché des Ventes Publiques;
 - Lisbonne : le Mercado Sem Cotações;
 - Paris : le Marché Libre.

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

- ***Les fonds cotés en Europe (janvier 200): NYSE Euronext a classé les fonds cotés en 4 grandes catégories:***
 - les trackers sur indices de marché;
 - les trackers sur indices de stratégie;
 - les trackers sur indices de matières premières;
 - les ETF actifs.
- ***Les certificats et les warrants: Le segment des certificats et warrants présente des produits très variés allant d'une protection totale du capital jusqu'à des produits très volatils à fort effet de levier.***
- ***Les obligations.***
- ***Les indices.***

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

- **Les trackers: fonds indiciels négociables en bourse.**
 - Performance d'un indice en alliant les avantages des actions et des fonds traditionnels.
 - Ils ont un numéro de code valeur et les ordres se passent comme pour une action.
 - Les commissions perçues par les intermédiaires correspondent au courtage des actions.
 - Ni échéance, ni couverture ou dépôt de garantie. Le tracker verse ou capitalise les dividendes.
- **Les ETF actifs: ne reproduisent pas uniquement l'évolution de leur indice de référence. Ils présentent un niveau d'exposition variable, ajusté systématiquement en fonction de l'évolution du marché, et optimisé en fonction d'anticipations de tendance et de volatilité.**
 - Certains offrent un effet de levier qui consiste à prendre une exposition au risque plus importante que le capital investi.

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

La segmentation des fonds cotés en bourse

Trackers sur indices de marché

- Trackers sur des indices actions de pays, zones géographiques ou pays émergents (Brésil, Inde...)
- Trackers sur des indices sectoriels (énergie, industrie...)
- Trackers sur des indices obligataires (emprunt d'Etat, corporate...)

Trackers sur indices de matières premières

Trackers sur des indices de paniers de matières premières (produits agricoles, métaux ferreux, métaux précieux, énergie) basés sur des prix de contrats à terme

Trackers sur indices de stratégie

- Trackers sur des indices intégrant différents types de stratégies d'investissement :
- les indices de style : performance, valeur de rendement, petites capitalisation, grande capitalisation...
 - les indices intégrant des effets de levier, des indices répliquant l'inverse des performances...
 - les indices intégrant des stratégies d'options

ETF actifs

Fonds basés sur des indices intégrant une offre structurée (effet de levier, protection de capital, performance inverse de l'indice...)

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

■ Un certificat est :

- une valeur mobilière cotée en bourse dont la nature juridique est celle d'un **titre de créance complexe**. Emis par un établissement bancaire, ses conditions de remboursement à l'échéance sont généralement connues – et garanties – dès l'émission.

■ Un warrant est :

- un instrument financier négociable en bourse. Il donne à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter (dans le cas d'un call warrant) ou de vendre (dans le cas d'un put warrant) un actif dit sous-jacent à un prix fixé d'avance (le prix d'exercice) jusqu'à une date donnée (la date d'échéance).

- **En 2007, pour plus de clarté, NYSE Euronext a classé les produits sur deux niveaux:**
 - Le premier niveau a pour objet de donner à l'utilisateur une indication concernant le risque global du produit ; il permet ainsi à l'investisseur d'être renseigné sur l'exposition sur laquelle il s'engage vis à vis de la performance de l'actif sous-jacent.
 - Le deuxième niveau regroupe les segments de produits qui ont un comportement comparable.

- **Les obligations:**
 - Les emprunts obligataires sont émis par l'**Etat** des pays de l'environnement de NYSE Euronext, des **collectivités publiques** et des **émetteurs privés**.
 - L'émission d'emprunts obligataires: forme de financement des besoins d'investissement par **appel public à l'épargne**.



Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

- **Les obligations:**
 - Une obligation est un titre représentatif de la fraction d'une créance.
 - Ce marché reste accessible aux **investisseurs institutionnels** et aux **investisseurs individuels**.
 - Tous les emprunts publics ou privés émis via une place de NYSE Euronext sont cotés sur le marché réglementé Euronext.

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Autres composantes

■ Les indices:

- représentatifs de l'ensemble du marché, d'un secteur d'activité ou d'une population de valeurs spécifiques;
- Ils sont des instruments essentiels à la gestion de portefeuille.

■ NYSE Euronext a développé une gamme d'indices de capitalisation calculés sous forme d'indices de prix et d'indices de rentabilité.

- La sélection des valeurs est fonction de la liquidité.
- Le poids d'une valeur dans un indice est pondéré par le flottant (pourcentage du capital dans le public).

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Indices

Place	Indice	Descriptif
Paris	CAC 40*	40 plus fortes capitalisations d'Euronext à Paris.
	CAC 40* Volatility Index	Volatilité des 40 plus fortes capitalisations d'Euronext à Paris.
	CAC NEXT 20*	20 premières capitalisations flottantes après CAC 40.
	SBF 80	80 plus fortes capitalisations boursières après CAC 40.
	SBF 120	CAC 40 + SBF 80.
	CAC MID 100	100 premières capitalisations après CAC 40 et CAC NEXT 20.
	CAC IT20	20 premières valeurs en taille et volume de CAC IT.
	SBF 250	CAC 40 + SBF 80 + 130 valeurs suivantes.
	CAC Small90*	90 capitalisations les plus faibles de SBF 250.
	CAC Mid&Small 90*	CAC Mid 100 + CAC Small 90.
CAC IT*	Indice large regroupant les sociétés technologiques (nombre de sociétés variables).	
CAC Allshares*	Indice regroupant toutes les valeurs cotées sur Euronext à Paris dont le taux de rotation annuelle est supérieur à 5 %.	
L'indice Euronext FAS IAS*	Composé des sociétés du SBF 250 ayant plus de 3 % de capital détenu par plus de 25 % de salariés ou anciens salariés.	
Amsterdam	AEX*	25 plus fortes capitalisations boursières d'Euronext à Amsterdam.
	AEX* Volatility Index	Volatilité des 25 plus fortes capitalisations d'Euronext à Amsterdam.
	Amsterdam Midkap index*	25 capitalisations moyennes les plus actives.
	Amsterdam Exchanges All-Share index*	Regroupe toutes les valeurs cotées sur Euronext à Amsterdam.
Bruxelles	Bel 20*	20 actions les plus liquides d'Euronext à Bruxelles.
	BEL 20* Volatility Index	Volatilité des 20 actions les plus liquides d'Euronext à Bruxelles.
Lisbonne	PSI 20*	20 actions les plus liquides d'Euronext à Lisbonne.
FTSEurofirst FTSE + NYSE Euronext	FTSEurofirst 80*	80 valeurs de la zone euro.
	FTSEurofirst 100*	100 valeurs paneuropéennes.
NYSE Euronext en Europe	Next CAC 70*	70 plus fortes capitalisations d'Euronext.
	Euronext 100*	100 plus fortes capitalisations boursières d'Euronext.
	Next 150*	150 plus fortes capitalisations boursières d'Euronext après Euronext 100.
	Alternext* All Share	Regroupe l'ensemble des valeurs cotées sur les marchés Alternext de NYSE Euronext.
	IEIF REIT Europe*	Composé de 27 valeurs représentatives du secteur des sociétés foncières européennes.

- **La négociation des valeurs: Avec la mise en place de la plate-forme unique de négociation, tous les titres du marché au comptant se négocient selon les mêmes règles.**
- **Les valeurs liquides sont cotées en continu et les valeurs à moindre liquidité sont cotées en fixing deux fois par jour à 11 h 30 et 16 h 30.**

- **La confrontation des ordres sur le Marché Libre s'effectue une fois par jour à 15 h 00.**
- **Que leurs titres soient cotés en continu ou en fixing, les émetteurs peuvent faire appel à un “apporteur de liquidité”.**
 - **Un apporteur de liquidité** est un négociateur membre de NYSE Euronext qui s'engage à placer sur la feuille de marché de la valeur un ordre d'achat et un ordre de vente pour un volume minimum et un écart de prix maximum.

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Séance

Pour les valeurs cotées en continu

7 h 15 – 9 h 00	Pré-ouverture	Les ordres sont centralisés sans qu'aucune transaction n'intervienne.
9 h 00	Fixing d'ouverture	L'ordinateur central détermine le prix auquel s'échange le plus grand nombre de titres.
9 h 01 – 17 h 30	Cotation en continu	Tout au long de la séance, l'introduction d'un nouvel ordre provoque une nouvelle cotation dès lors qu'il existe sur la feuille de marché un ou plusieurs ordres de sens contraire dont le cours d'exécution est compatible avec celui de l'ordre entré. Dans le cas contraire, l'ordre est enregistré et placé à sa limite sur la feuille de marché.
17 h 30 – 17 h 35	Pré-clôture	Les ordres sont centralisés sans qu'aucune transaction n'intervienne.
17 h 35	Fixing de clôture	L'ordinateur central détermine le prix auquel s'échange le plus grand nombre de titres.
17 h 35 – 17 h 40	Négociation au dernier prix	Durant cette phase, les opérateurs peuvent rentrer des ordres limités au dernier cours qui seront exécutés dès lors qu'il existe une contrepartie en attente à ce même cours.

Marchés Financiers - NYSE Euronext _ Séance

Pour les valeurs cotées en fixing

7 h 15 – 11 h 30	Pré-ouverture	Les ordres sont centralisés sans qu'aucune transaction n'intervienne.
11 h 30	Fixing d'ouverture	L'ordinateur central détermine le prix auquel s'échange le plus grand nombre de titres.
11 h 30 – 12 h 00	Négociation au dernier prix	Durant cette phase, les opérateurs peuvent rentrer des ordres limités au cours coté à 11 h 30 qui seront exécutés dès lors qu'il existe une contrepartie en attente à ce même cours.
12 h 00 – 16 h 30	Pré-clôture	Les ordres sont centralisés sans qu'aucune transaction n'intervienne.
16 h 30	Fixing de clôture	L'ordinateur central détermine le prix auquel s'échange le plus grand nombre de titres.
16 h 30 – 17 h 00	Négociation au dernier prix	Durant cette phase, les opérateurs peuvent rentrer des ordres limités au cours coté à 16h30 qui seront exécutés dès lors qu'il existe une contrepartie en attente à ce même cours.

L'architecture du marché repose sur quatre systèmes oeuvrant en synergie:

- le **système de routage automatique** des ordres qui achemine les ordres des clients au système central de cotation via un collecteur d'ordres et un négociateur quel que soit le mode de passation retenu (au guichet, par téléphone, fax, par Internet);
- le **système central de cotation** qui assure l'exécution automatique des ordres;
- le **système de diffusion en temps réel** de l'information alimenté par le système de cotation;
- le **système de règlement/livraison** entre les intermédiaires via la **chambre de compensation LCH.Clearnet** également alimenté par le système de cotation.

■ Pour chaque valeur, les ordres sont automatiquement classés selon leur:

- sens (achat ou vente),
- par limite de prix et, à chaque limite,
- chronologiquement au fur et à mesure de leur introduction sur ce qu'il est convenu d'appeler une "feuille de marché".

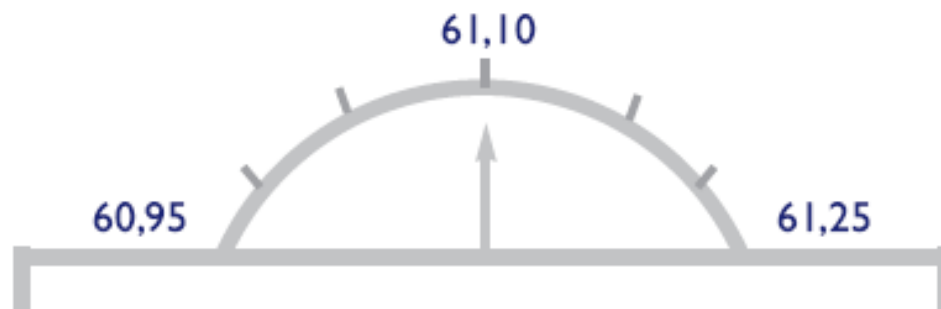
■ L'exécution des ordres se fait par application d'une règle de priorité par le prix :

- les ordres d'achat sont exécutés par limite décroissante,
- tandis que les ordres de vente sont exécutés par limite croissante.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Cotation

Exemple de *fixing*

La procédure de *fixing* est la même à l'ouverture et à la clôture.



Achat			Vente		
cumul	quantité	prix sans limite	prix sans limite	quantité	cumul
	400			400	
600	+200	61,25	60,95	+250	650
850	+250	61,20	61,00	+400	1050
1350	+500	61,15	61,05	+500	1550
2200 =	+850	61,10	61,10	+600	= 2150
3200	1000	61,05	61,15	1250	3400
6200	3000	61,00	61,20	1700	5100

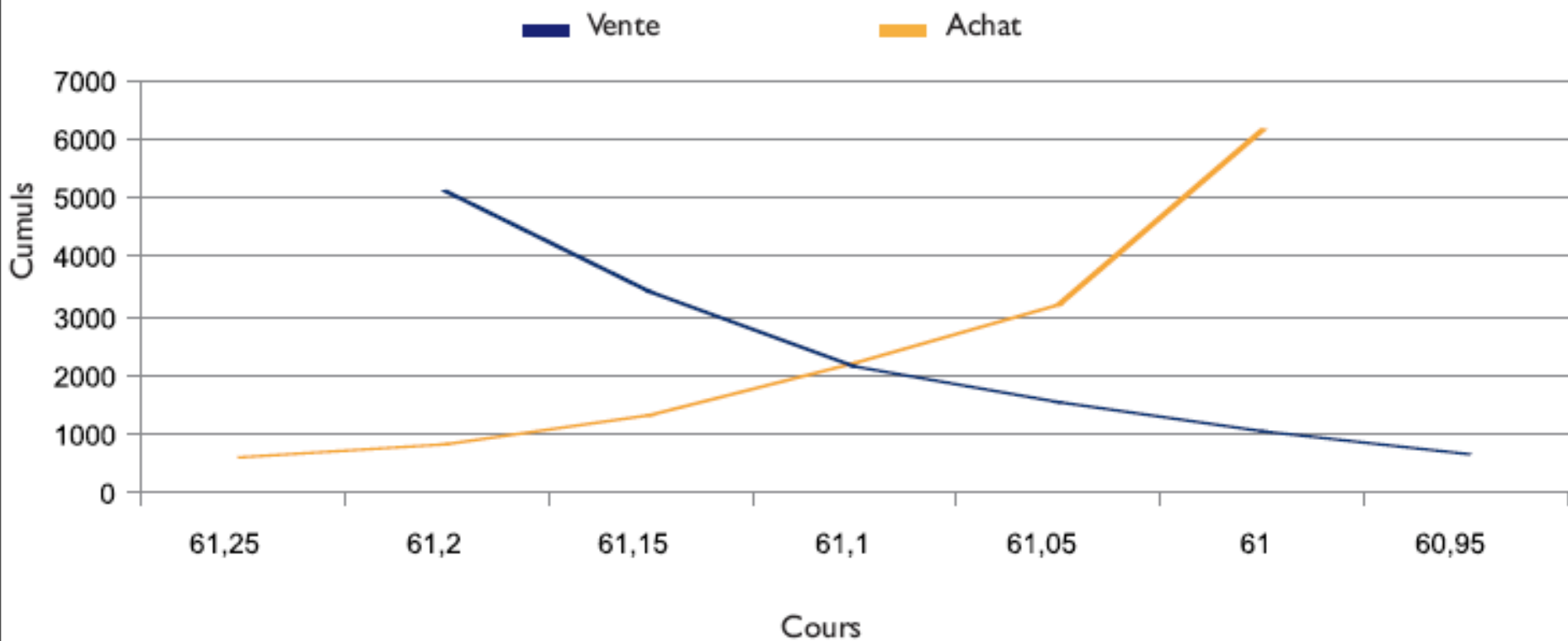
Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Cotation

Dans l'exemple ci-dessus, c'est au prix de 61,10 € que le marché s'équilibre et que tous les ordres retenus sont exécutés.

- 2 200 titres demandés : 400 sans limite de prix + 200 à 61,25 €, + 250 à 61,20 €, + 500 à 61,15 €, + 850 à 61,10 € ;
- 2 150 titres offerts : 400 sans limite de prix + 250 à 60,95 €, + 400 à 61,00 €, + 500 à 61,05 €, + 600 à 61,10 € ;
- Comme l'offre et la demande ne s'équilibrent pas exactement, l'ordre d'achat limité au cours coté (61,10 €) n'est exécuté qu'à concurrence de 800 titres sur les 850 titres demandés. S'il existe plusieurs ordres d'achat à 61,10 €, ils sont exécutés selon la règle "premier entré, premier servi".

Sur le graphique ci-dessous, le croisement de la courbe des cumuls à l'achat et à la vente indique le point d'équilibre du marché à 61,10 €.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Cotation



■ *La surveillance et le contrôle:*

- La cellule de surveillance de NYSE Euronext opère un contrôle strict de toutes les opérations.
- Elle est habilitée, si elle l'estime nécessaire à l'intérêt du marché, à **interrompre provisoirement** les cotations ou à **limiter les fluctuations de cours**.

■ *La surveillance et le contrôle:*

- Il convient tout d'abord de distinguer :
 - les suspensions de cotation qui résultent d'une décision de NYSE Euronext et font l'objet d'un avis indiquant:
 - l'**origine** (la suspension peut intervenir à la demande des régulateurs de marché AFM aux Pays-Bas, CBFA en Belgique, CMVM au Portugal, AMF en France de la société ou sur l'initiative de NYSE Euronext),
 - les **raisons** (dépôt d'un projet d'offre, attente d'un communiqué...),
 - la **date** et les **conditions de reprise des cotations** ; à défaut, l'avis précise que la valeur reste suspendue jusqu'à nouvel avis.
 - les réservations qui résultent de l'impossibilité momentanée d'ajuster l'offre et la demande à l'intérieur de zones de cours autorisés.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_

Suspension

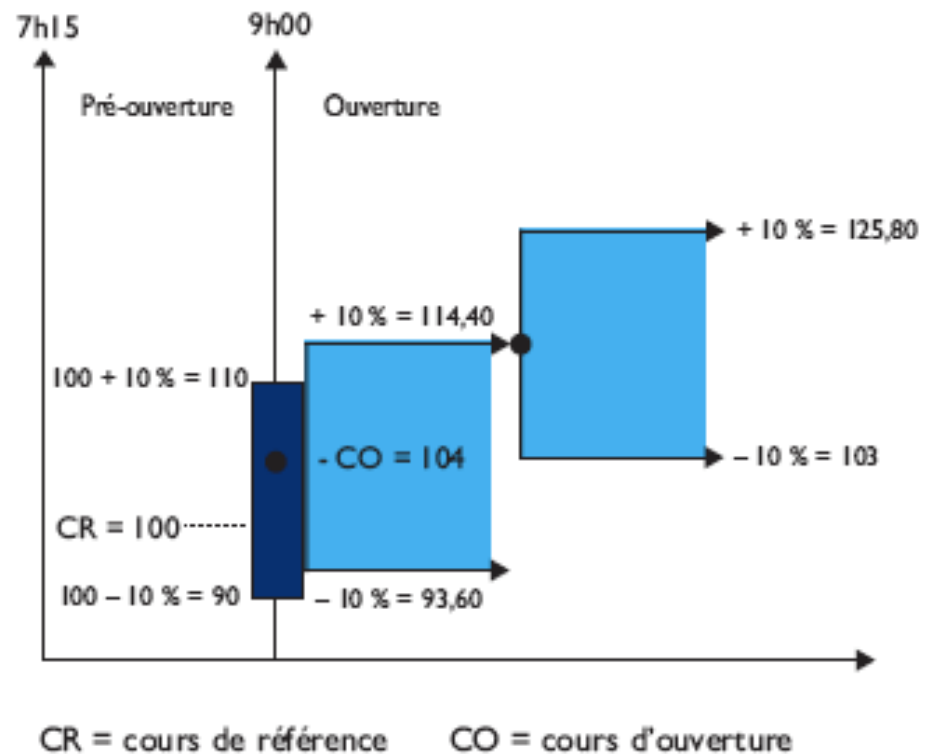
■ *Les seuils statiques de réservation:*

- Les seuils de réservation sont établis en appliquant un pourcentage de fluctuation maximale à un cours dit "cours de référence".
- s'appliquent à toutes les valeurs.
- de + ou – 10 % (calculés par rapport à un cours de référence statique).
- A l'ouverture de la séance:
 - le cours de référence statique est le **dernier cours coté** (en général, le cours de clôture de la veille, ajusté si nécessaire en cas de détachement de dividende ou de toute autre opération) **ou le dernier cours indicatif diffusé**.
 - Ainsi, pour un cours de clôture "veille" de 100, les seuils de réservation sont de : $100 + \text{ou} - 10\% = 110 / 90$.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Suspension

Exemple d'une valeur cotée en continu sur un dernier cours à 100:

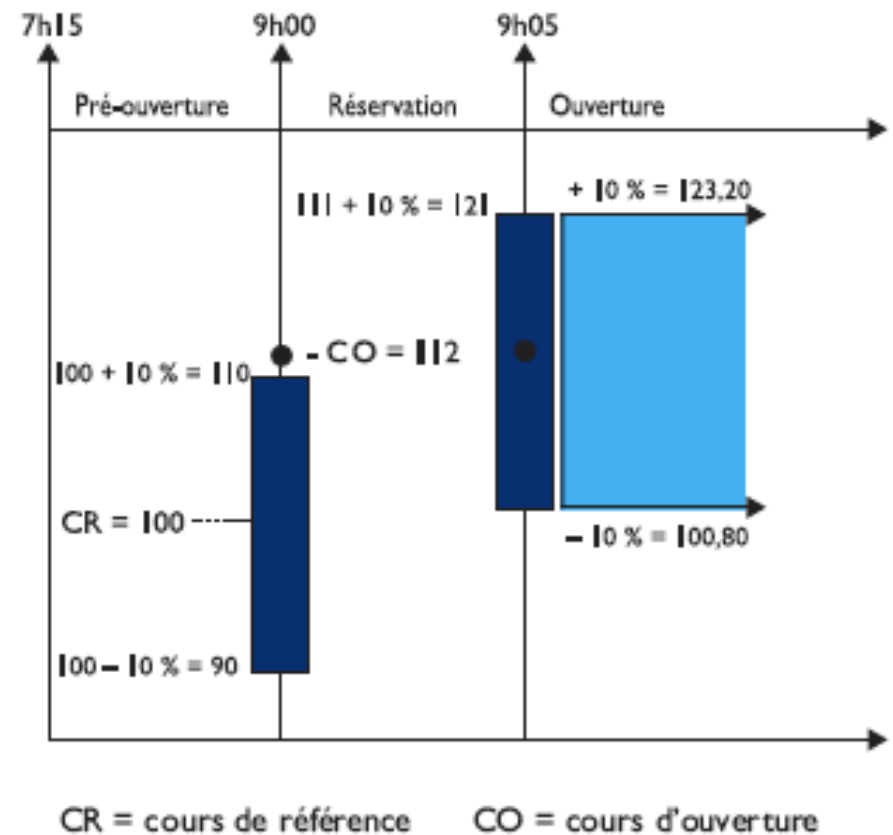
- 1er cas : Le **cours d'ouverture** s'établit **dans la zone 110 / 90**. Prenons l'exemple à 104.
 - Le **cours d'ouverture** 104 devient le **nouveau cours** de référence statique à partir duquel s'établissent les **nouveaux seuils** : $104 +$ ou $- 10\% = 114,40 / 93,60$
 - Ils ne peuvent être franchis sans provoquer une réservation.
 - NB: Pour les valeurs cotées en *fixing* seulement, le **cours du fixing d'ouverture** devient le **cours de référence pour le fixing de clôture**.



Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Suspension

2ème cas : Le cours d'ouverture s'établit en dehors de la zone 110 / 90.

- Si le cours d'ouverture ne peut s'établir à l'intérieur de ces seuils, dans l'exemple 112, la **valeur est réservée 5 minutes** et le **seuil atteint** devient le **nouveau cours de référence**, soit $112 + \text{ou} - 10\% = 123,20 / 100,80$.
- En résumé, en cas de **réservation statique à l'ouverture**, c'est le **seuil** correspondant au **sens de la réservation** (à la hausse ou à la baisse) qui devient le **nouveau cours de référence**.



Marchés Financiers - NYSE Euronext_

Suspension

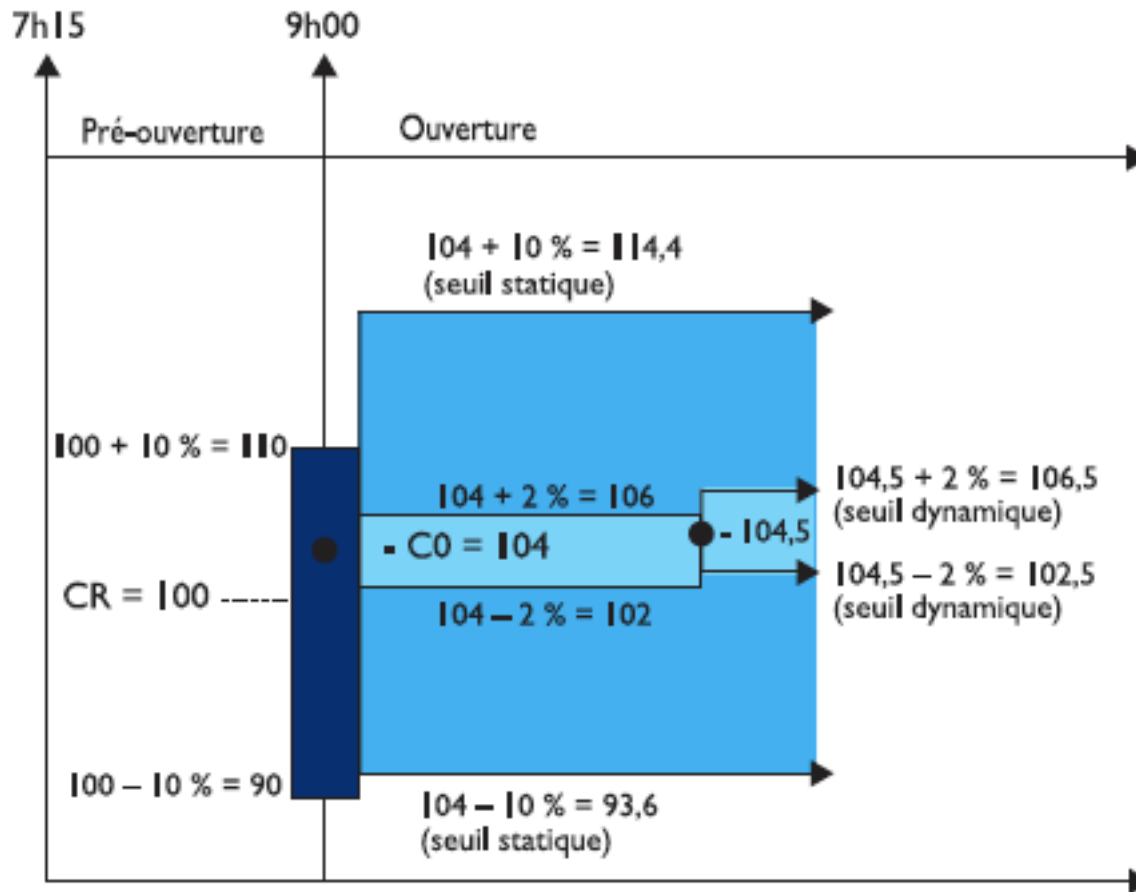
■ *Les seuils dynamiques de réservation:*

- ne s'appliquent qu'en **séance** aux **valeurs cotées en continu**;
- visent à **encadrer**, à l'intérieur des seuils statiques, la **volatilité** des cours successifs.
- Chaque cours coté devient le **cours de référence dynamique** pour déterminer les **seuils maximum et minimum** à ne pas dépasser pour le cours suivant.
- sont de **+ ou - 2 %** par rapport au cours de référence dynamique.
- Exemple: un cours d'ouverture de **104** détermine les nouveaux **seuils statiques de réservation**: $104 + \text{ou} - 10 \% = 114,4 / 93,6$ et les **seuils dynamiques** $104 + \text{ou} - 2 \% = 106 / 102$ qui encadrent le prix d'exécution de la prochaine transaction.

■ *Les seuils dynamiques de réservation* - Trois cas de figures possibles:

- 1. La prochaine transaction s'effectue à l'intérieur des seuils dynamiques;
 - le cours de cette transaction, par exemple 104,5, devient le nouveau cours de référence dynamique : $104,5 + \text{ou} - 2\% = 106,5 / 102,5$.
- 2. La prochaine transaction s'effectue **intégralement en dehors** des seuils. La valeur est réservée.
- 3. La prochaine transaction s'effectue **pour partie à l'intérieur** et pour partie à l'extérieur des seuils.
 - l'ordre est exécuté pour la partie à l'intérieur des seuils et la réservation de la valeur est déclenchée pour la partie non exécutée.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Suspension



CR = cours de référence CO = cours d'ouverture

■ Ordres de bourse:

- Mis en place pour répondre aux **attentes** des clients et à la **stratégie** qu'ils adoptent pour la **gestion de leurs actifs**.
- Certains ordres permettent de **maîtriser le prix d'exécution** tandis que d'autres privilégient la **rapidité de leur négociation**.
- L'exécution d'un ordre de bourse est aussi **fonction du mode de négociation : continu ou fixing**.

■ Ordres de bourse:

- l'ordre à cours limité,
- l'ordre à la meilleure limite,
- l'ordre au marché, l'ordre à déclenchement (seuil ou plage).
- Certains intermédiaires proposent des ordres complémentaires à ceux de NYSE Euronext.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Ordres

- **Ordre à cours limité**
- **Le plus souvent utilisé par les investisseurs;**
- **s'adapte à tous types de valeurs puisqu'il permet une parfaite maîtrise du prix.**
- **Au *fixing*:**
 - Tous les ordres d'achat limités à des **prix supérieurs** au cours de *fixing* et
 - Tous les ordres de ventes limités à des **prix inférieurs** au cours de *fixing* sont **exécutés en totalité**.
 - Les ordres limités à un **prix égal** au cours de *fixing* sont **exécutés en fonction des soldes disponibles** selon la règle "premier entré, premier servi".
 - Exécutés partiellement, on dit alors qu'ils sont "**à cours touché**". Le solde reste présent dans la feuille de marché et est **exécuté** dès qu'une **contrepartie se présente** sur le marché.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Ordres

XYZ						
Achat		Vente		Derniers échanges		
quantité	limite	limite	quantité	heure	quantité	cours
2 500	5,50	5,30	2 000			
3 000	5,45	5,35	2 500			
2 000	5,40	5,40	3 500			
2 500	5,35	5,45	4 000			
5 000	5,30	5,50	5 000			

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Ordres

- ordre à cours limité - Exécution d'ordres à cours limité au fixing
- Dans cet exemple, le marché s'équilibre à 5,40. En effet, à ce prix il y a:
 - à l'achat: 2 500 titres à 5,50€ + 3 000 à 5,45€ + 2 000 à 5,40€
— soit en cumul 7 500 titres demandés à 5,40€.
 - à la vente: 2 000 titres à 5,30€ + 2 500 à 5,35€ + 3 500 à 5,40€
— soit en cumul 8 000 titres offerts à 5,40€.
 - C'est au prix de 5,40€ que le marché trouve son **point d'équilibre** avec 7 500 titres échangés.
 - Les ordres d'achat sont donc **exécutés en totalité**,
 - Les ordres de vente ne sont exécutés en totalité que **pour ceux dont le prix est inférieur à 5,40€** (2 000 à 5,30€ et 2 500 à 5,35€).
 - Pour l'ordre de vente portant sur 3 500 titres à 5,40€, il n'est servi qu'à hauteur de 3 000 titres.

Marchés Financiers - NYSE Euronext_ Ordres

XYZ						
Achat		Vente		Derniers échanges		
quantité	limite	limite	quantité	heure	quantité	cours
2 500	5,35	5,40	500	9:00	7 000	5,40
5 000	5,30	5,45	4 000			
		5,50	5 000			

Le marché a bien respecté les attentes de l'ensemble des investisseurs qui, pour les uns ne souhaitaient acheter le titre que jusque 5,40 €, et pour les autres ne voulaient le céder que jusque 5,40 €. Chacun a donc bien maîtrisé son prix d'exécution.