



**HAL**  
open science

# Le marché des euro-obligations de 1963 à 2008 : une organisation au risque de la bureaucratie

Flora Sfez

► **To cite this version:**

Flora Sfez. Le marché des euro-obligations de 1963 à 2008 : une organisation au risque de la bureaucratie. Economies et finances. Conservatoire national des arts et metiers - CNAM, 2010. Français. NNT : 2010CNAM0722 . tel-00923001

**HAL Id: tel-00923001**

**<https://theses.hal.science/tel-00923001>**

Submitted on 1 Jan 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



**ÉCOLE DOCTORALE ED 415  
LIPSOR**

**THÈSE** présentée par :  
**Flora SFEZ**

soutenue le : **20 septembre 2010**

pour obtenir le grade de : **Docteur du Conservatoire National des Arts et Métiers**

Discipline/ Spécialité : Sciences de Gestion

**Le marché des euro-obligations de 1963 à  
2008 : une organisation au risque de la  
bureaucratie**

**THÈSE dirigée par :**

**Monsieur Yvon PESQUEUX**

Professeur, Conservatoire National des Arts et Métiers

**RAPPORTEURS :**

**Monsieur Nicolas BERLAND**

Professeur, Université Paris IX Dauphine

**Monsieur Marc NIKITIN**

Professeur, Université d'Orléans

**SUFFRAGANTS :**

**Monsieur Tamym ABDESSEMED**

Professeur et Directeur Général, ESCM

**Madame Anne MARCHAIS-ROUBELAT**

Maître de Conférences HDR, Conservatoire National des Arts et Métiers







A Jérôme

A mes parents

A mes grands-parents



## Remerciements

Je tiens à remercier le Professeur Yvon PESQUEUX pour avoir dirigé ce travail de recherche. Sans ses conseils, son soutien et sa réactivité, cette thèse n'aurait pas pu s'écrire. Qu'il trouve dans ces quelques lignes l'expression de ma profonde gratitude.

Je souhaite également remercier Messieurs les Professeurs Nicolas BERLAND et Marc NIKITIN pour avoir accepté d'être les rapporteurs de cette thèse. Ma reconnaissance va également à Monsieur Tamym ABDESSEMED et à Madame Anne MARCHAIS-ROUBELAT pour avoir accepté de siéger dans ce jury de soutenance.

Je tiens à adresser mes remerciements à mon collègue Etienne BOSIA, qui m'a fait bénéficier de ses connaissances et de sa pratique des logiciels de traitement de données. Ils vont aussi à ma collègue Isabelle KLEIN, qui m'a mise en contact avec des professionnels du marché euro-obligataire. Ils ont tous deux été des amis fidèles au cours de ces années.

Je ne saurais oublier, à l'heure de ces remerciements, toutes celles et tous ceux qui directement ou indirectement m'ont soutenue dans ce travail, en particulier Brigitte GRANDIERE (et son service) pour son entière disponibilité, Jean-Yves SAULQUIN et Guillaume SCHIER pour leur confiance.

Enfin, cette thèse n'aurait probablement pas pu se construire au jour le jour sans le soutien exigeant et sans faille de Jérôme. Les nombreux débats, les heures de lecture et les corrections qu'il a apportées m'ont permis de trouver le chemin de l'achèvement de ce travail. Je lui témoignerai donc ici de ma profonde affection.



## Résumé

Les marchés financiers sont traditionnellement considérés comme le lieu où se confrontent une demande et une capacité de financement. Le développement des intermédiaires financiers a toutefois contribué à complexifier les transactions et les nœuds de relations sur les places. L'objet de cette thèse est d'examiner le marché des euro-obligations non plus comme le lieu de rencontre d'une offre et d'une demande dans l'exercice d'un jeu concurrentiel, mais comme une organisation dans laquelle des membres adoptent des rationalités et des modes d'action diversifiés et évolutifs.

La méthodologie utilisée articule une étude historique événementielle et une analyse des pratiques inscrite dans la longue durée. Les observations tirées de cette double appréhension sont confrontées, dans le cadre d'une démarche abductive, à des cadres conceptuels constitutifs de la théorie des organisations. Cette confrontation s'opère en trois étapes. Tout d'abord, l'évolution et les pratiques sont étudiées pour montrer en quoi le marché euro-obligataire se comporte comme une organisation, et pas seulement comme un lieu de transaction. Ensuite, les formes prises par cette dernière au cours de son histoire sont identifiées. Enfin, le modèle firme semblant le plus approprié pour caractériser la morphologie ultime du marché étudié, la question du mode de coordination mis en œuvre est envisagée. Au final, il est établi que le marché euro-obligataire s'apparente à une bureaucratie professionnelle. De ce fait, les risques dominants sur ce dernier ne sont plus des « risques de marché » à proprement parler. Ils émanent au contraire de problématiques typiquement organisationnelles : la maîtrise du comportement des membres et la gestion du changement.

Ces résultats de recherche doivent contribuer à renouveler le regard porté sur des marchés financiers qui, du fait de la dérégulation, tendent à s'aligner sur ce qui faisait jusqu'à aujourd'hui la singularité euro-obligataire. Ces regards sont avant tout ceux des régulateurs, dont la capacité de contrôle sur les intermédiaires financiers demeure désormais limitée. Ils sont aussi ceux des emprunteurs qui, *de facto*, s'adressent plus à un fournisseur de fonds qu'ils n'en lèvent auprès d'un marché.

## Résumé en anglais

Financial markets are traditionally seen as places where demand for financing meets capacity. However, financial intermediaries have contributed to the growing complexity of transactions and to an emerging relational network within markets. The purpose of this PhD dissertation is to consider the Eurobond market as an organization in which members adopt rationalities along with diversified and evolving courses of action.

We used a methodology based on historical events and on a long-run analysis of practices. Following an abductive approach, observations set out of this double perspective are confronted with conceptual frames based on organizational theories. This confrontation is led within three steps. First of all, the evolution and the practices are studied to show why and how the Eurobond market behaves as an organization and not only as a place devoted to transactions. Then, the organizational shapes that it adopts all along its history are identified. To finish with, as the “firm” seems to be its most recent morphology, it is necessary to examine its main coordination pattern. Actually, the Eurobond market appears to be a professional bureaucracy. As a matter of fact, predominating risks onto this place are not “market risks” any more. They mostly derive from typical organizational stakes: the behavioral control of members and management of changes.

These research results should contribute to renew points of view on financial markets, since they tend to line up with what used to make the Eurobond market so unique. They may be a source of interest for the regulators who, from now on, face a limited ability to control financial intermediaries. They may also help borrowers to understand that, *de facto*, they presently deal more with a fund supplier than they finance onto a market.



# Table des matières

<b>Remerciements .....</b>	<b>III</b>
<b>Résumé .....</b>	<b>IV</b>
<b>Résumé en anglais .....</b>	<b>V</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>VII</b>
<b>Liste des tableaux .....</b>	<b>XIII</b>
<b>Liste des figures .....</b>	<b>XIX</b>
<b>Liste des annexes .....</b>	<b>XXI</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
Introduction – Problématique, méthodologie et démarche de recherche .....	3
Problématique et formulation de la question de recherche : de l'examen d'un marché aux questionnements organisationnels.....	4
Méthodologie de recherche : adoption d'une démarche abductive et de la méthode des cas. ....	10
Méthode de recherche : analyse diachronique et confrontation de la théorie à l'observation. ....	18
L'évolution du marché euro-obligataire pris sous l'angle événementiel .....	19
Le marché euro-obligataire dans une histoire longue : les pratiques .....	24
Confrontation des analyses historiques au corpus théorique dédié à l'organisation.....	30
<b>Première partie Le marché euro-obligataire de 1963 à 2008 : une étude empirique.....</b>	<b>35</b>
<b>Chapitre 1 – Le développement du marché euro-obligataire : trois phases distinctes ....</b>	<b>39</b>
1.1 Une phase de création et d'organisation : 1963-1968 .....	42
1.1.1 Deux conditions préalables à la création du marché des euro-obligations .....	42
1.1.2 La création du marché des euro-obligations .....	47
1.1.3 Des réglementations domestiques destinées à réduire la spéculation favorisent l'essor du marché des euro-obligations .....	49

1.1.4	Statistiques résumées sur la période 1963-1968 .....	55
1.2	Une phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts : 1969-1983	65
1.2.1	Un moyen pour s'adapter à l'incertitude croissante sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change : l'innovation financière .....	65
1.2.2	Une organisation du marché secondaire : la création et le développement des centrales de compensation.....	92
1.2.3	Statistiques résumées sur la période 1969-1983 .....	110
1.3	Un marché marqué par un rôle accru des intermédiaires et plus une grande diversification : 1984-2008 .....	117
1.3.1	Une innovation financière toujours soutenue.....	117
1.3.2	Une organisation renforcée des intermédiaires financiers : le poids de la déréglementation .....	124
1.3.3	Statistiques descriptives sur la période 1984-2008 .....	125
	Conclusion du chapitre 1 .....	142
	<b>Chapitre 2 – Le marché euro-obligataire : des pratiques, une association professionnelle et une spécialisation des chefs de file .....</b>	<b>155</b>
2.1	Les procédures de placement des titres euro-obligataires .....	157
2.1.1	Les placements privés .....	157
2.1.2	Les placements publics.....	158
2.2	Les contrats d'émission des titres euro-obligataires : typologie, règlement des litiges et coût d'une émission.....	187
2.2.1	L'underwriting agreement : le contrat entre le chef de file et l'émetteur .....	187
2.2.2	Les contrats propres au processus de syndication bancaire .....	190
2.3	Un organisme professionnel qui se structure peu à peu pour devenir un régulateur : de l'A.I.B.D. à l'ICM.A .....	200
2.3.1	Une association professionnelle des marchés primaires et secondaires destinée à constituer une instance de consultation, de concertation et de formation de ses membres, et visant à une auto régulation du marché : l'A.I.B.D. de 1968 à 1984. ....	201

2.3.2 L'émancipation du marché primaire de 1984 à 2005 pour pouvoir édicter des recommandations issues d'un consensus : A.I.B.D., I.S.M.A. et I.P.M.A.....	207
2.3.3 Une association professionnelle pour édicter des standards et renforcer un pouvoir hiérarchique sur ses membres : l'I.C.M.A. ....	208
2.4 Une spécialisation géographique : le recours à la classification hiérarchique ascendante pour constituer une typologie temporelle.....	220
2.4.1 Méthodologie .....	221
2.4.2 Traitement des données.....	223
2.4.3 Résultats et commentaires : des regroupements identifiés.....	225
Conclusion du chapitre 2.....	228
<b>Conclusion de la partie 1 .....</b>	<b>231</b>
<b>Seconde partie Une évolution portant les marques d'une organisation bureaucratique .....</b>	<b>233</b>
<b>Chapitre 3 - Pourquoi peut-on considérer le marché des euro-obligations comme une organisation comme une autre ? .....</b>	<b>237</b>
3.1 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : l'impératif technologique de Barnard.....	239
3.2 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : les rationalités de Simon.....	245
3.3 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : l'espace coopératif de Blau et Scott.....	258
3.4 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : le nœud contractuel de Jensen et Meckling.....	270
Conclusion du chapitre 3.....	276
<b>Chapitre 4 – Quelles formes organisationnelles pour le marché des euro-obligations ?</b>	<b>281</b>
4.1 Cadre d'analyse de la forme organisationnelle : le marché et/ou la firme.....	282
4.1.1 La légitimation d'une organisation firme : les travaux de Coase.....	282
4.1.2 Les travaux de Williamson : l'identification des facteurs de coûts conduit à justifier l'existence d'une forme organisationnelle .....	289

4.1.3 L'allocation des droits de propriété légitime la forme organisationnelle : les travaux d'Alchian et Demsetz .....	329
4.2 Les formes organisationnelles du marché euro-obligataire : du marché au marché régulé puis du marché régulé à la firme bureaucratique. ....	340
4.2.1 Le marché des euro-obligations : une approche par les formes organisationnelles .....	341
4.2.2 Au-delà de la régulation par la forme organisationnelle : la prégnance d'un mode de coordination bureaucratique d'experts. ....	361
Conclusion du chapitre 4.....	366
<b>Chapitre 5 - Conséquences de la forme-organisation-hiérarchie du marché des euro-obligations : d'une organisation-hiérarchie au risque de la bureaucratie au sens de Weber. ....</b>	<b>367</b>
5.1 Le risque de la bureaucratie lié aux seuls comportements des individus.....	368
5.1.1 Bureaucratie et conflits d'objectifs .....	368
5.1.2 Bureaucratie et professionnalisation .....	371
5.1.3 Bureaucratie et professionnels .....	377
5.2 Le risque de la bureaucratie associé seulement aux changements organisationnels....	379
5.2.1 Échec de la bureaucratie et mode de coordination alternatif. ....	379
5.2.2 Dérives du mode de coordination bureaucratique.....	382
5.3 Le risque de la bureaucratie associé aux comportements des individus conjointement aux changements organisationnels.....	388
5.3.1 La bureaucratie dépassée par ses règles et les bureaucrates.....	388
5.3.2 Les conditions de bon fonctionnement bureaucratique ou une approche des risques « par la négative ». ....	392
5.3.3 La bureaucratie immobilisée par les jeux d'acteurs. ....	397
5.3.4 La bureaucratie d'experts.....	405
5.3.5 La solution à la bureaucratie dans la bureaucratie : l'usage raisonné de la formalisation.....	408

5.4 Une synthèse des approches du risque de la bureaucratie.....	415
5.5 Le marché des euro-obligations au risque de la bureaucratie .....	417
5.5.1 Les risques de la bureaucratie provenant du comportement des individus : comportements déviants, application à l'excès des règles et relation inverse entre bureaucratisation et professionnalisation. ....	417
5.5.2 Les risques de la bureaucratie associés aux changements organisationnels : le blocage de l'innovation, les conflits, les crises, et la coercition. ....	422
Conclusion du chapitre 5.....	425
<b>Conclusion de la partie 2 .....</b>	<b>427</b>
<b>Conclusion.....</b>	<b>429</b>
Résultats de la recherche .....	430
Intérêt de la recherche .....	433
Limites de la recherche .....	437
Perspectives de recherche.....	439
<b>Annexes .....</b>	<b>455</b>
<b>Résumé .....</b>	<b>544</b>
<b>Résumé en anglais .....</b>	<b>544</b>





# Liste des tableaux

## Introduction

Tableau i. 1 : les sources utilisées dans notre travail empirique selon l'aspect historique étudié .....	27
--	----

## Chapitre 1.

Tableau 1. 1 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés - Moyenne sur la période 1963-1968 en millions de US \$.....	55
Tableau 1. 2 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations- Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission.....	56
Tableau 1. 3 : Nature des emprunteurs de 1963 à 1968 (en pourcentage du volume annuel d'émissions).....	57
Tableau 1. 4 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission.....	58
Tableau 1. 5 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission.....	59
Tableau 1. 6 : Parts de marché des chefs de file sur la période 1963-1968 .....	60
Tableau 1. 7 : Parts de marchés par origine géographique des chefs de file en moyenne sur la période 1963-1968 sur le marché primaire des euro-obligations.....	61
Tableau 1. 8 :Part de marché par origine géographique des chefs de file de 1963 à 1968. ....	62
Tableau 1. 9 : Part des monnaies composites dans le volume total d'émissions de 1969 à 1982 (en pourcentage du volume annuel d'émissions).....	67
Tableau 1. 10 : Part de l'E.C.U. dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage) .....	69
Tableau 1. 11 : Part de l'E.U.A dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage) .....	71

Tableau 1. 12 : Nombre d'émissions en E.C.U. et en E.U.A.....	72
Tableau 1. 13 : Part de l'E.U.R.C.O. dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage) ....	73
Tableau 1. 14 : Part du D.T.S dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage) .....	74
Tableau 1. 15 : Volume annuel d'émissions sur le marché primaire et volume annuel de transactions sur le marché secondaire des euro-obligations (en milliards de dollars) .....	97
Tableau 1. 16 : Taux de croissance annuelle du marché primaire et du marché secondaire par rapport à l'année précédente (en pourcentage du volume annuel) .....	98
Tableau 1. 17: Présentation de Cedel et d'Euro-Clear selon le nombre d'adhérents, le nombre d'émissions admises dans le système, le montant des dépôts et le turnover de 1972 à 1982 .....	100
Tableau 1. 18 : Parts de marché d'Euro-Clear et de Cedel.....	101
Tableau 1. 19 : Barème des commissions sur les transactions.....	103
Tableau 1. 20 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés.....	111
Tableau 1. 21 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission).....	111
Tableau 1. 22 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission).....	112
Tableau 1. 23 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission) .....	113
Tableau 1. 24 : La part de marché des 5, 10, 15 et 20 premiers chefs de file de 1969 à 1983 sur le marché primaire des euro-obligations .....	113
Tableau 1. 25 : Parts de marché en par origine géographique des chefs de file - Moyenne sur la période 1969-1983 sur le marché primaire des euro-obligations.....	115
Tableau 1. 26 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés sur la période 1984-2008.....	125

Tableau 1. 27 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage sur la période).....	126
Tableau 1. 28 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage du volume d'émission).....	127
Tableau 1. 29 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage du volume d'émission) .....	128
Tableau 1. 30 : Traitement par la BRI des statistiques sur les titres internationaux de dettes	130
Tableau 1. 31 : Catégorisation des émissions obligataires par la B.R.I. ....	131
Tableau 1. 32 : Les principales caractéristiques des marchés obligataires mondiaux .....	133
Tableau 1. 33 : Classification des titres domestiques et internationaux dans les statistiques de la B.R.I. ....	134
Tableau 1. 34 : Obligations internationales et notes par pays de résidence de l'émetteur en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008 .....	136
Tableau 1. 35 : La nature des emprunteurs en pourcentages des flux nets d'émissions en moyenne sur la période 1998-2008. ....	137
Tableau 1. 36 : Obligations internationales et notes par monnaies en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008 .....	138
Tableau 1. 37 : Les instruments utilisés sur le marché des obligations internationales en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008 .....	138
Tableau 1. 38 : évolution des instruments sur le marché des obligations internationales de 1998 à 2008, en pourcentage des flux nets d'émissions .....	139
Tableau 1. 39 : Parts de marché des cinq, dix, quinze et vingt premiers chefs de file sur le marché primaire des euro-obligations pour la période 1984-2008 en pourcentage du volume d'émissions.....	140
Tableau 1. 40 : Parts de marché par origine géographique des chefs de file sur le marché des euro-obligations pour la période 1984-2008 en pourcentage du volume d'émissions...	141
Tableau 1. 41 : Les stimuli externes du marché euro-obligataire selon ses trois phases de développement .....	148

Tableau 1. 42 : Spécificité des euro-obligations selon les trois phases de développement du marché.....	149
---	-----

Tableau 1. 43 : Les acteurs du marché euro-obligataire selon les trois phases de développement du marché.....	151
---	-----

## **Chapitre 2.**

Tableau 2. 1 : Typologie des commissions pour une émission « pot ».....	179
---	-----

Tableau 2. 2 : Les différentes procédures de placement des titres selon les risques et le rôle imparti au chef de file.....	185
---	-----

Tableau 2. 3 :Commissions d'émission sur le marché euro-obligataire à taux fixe (en pourcentage du montant emprunté).....	197
---	-----

Tableau 2. 4 : Les commissions en % du montant d'une émission euro-obligataire jusqu'au début des années 1990.....	197
--	-----

Tableau 2. 5 : Les principales recommandations de l'I.P.M.A. HANDBOOK pour les titres obligataires .....	211
--	-----

Tableau 2. 6 : Les principales recommandations de l'I.P.M.A. HANDBOOK pour les programmes MTN.....	212
--	-----

Tableau 2. 7 : Les principales notes de conseil .....	213
---	-----

Tableau 2. 8: Ratio de la variance intergroupe sur la variance totale en fonction du nombre de regroupements .....	224
--	-----

Tableau 2. 9 : regroupements obtenus en fonction du nombre de groupe .....	225
--	-----

Tableau 2. 10 : Typologie des parts de marché par origine géographique des chefs de file en pourcentage du volume d'émissions et en moyenne par catégorie d'années.....	227
---	-----

## **Chapitre 3.**

Tableau 3. 1 : Approche de l'organisation par Barnard .....	243
---	-----

Tableau 3. 2 : Approche des organisations pour Simon.....	257
---	-----

Tableau 3. 3 : Approche des organisations pour Blau et Scott .....	268
Tableau 3. 4 : Approche des organisations pour Jensen et Meckling .....	275
Tableau 3. 5 : Approche de synthèse des organisations selon les auteurs étudiés .....	276
Tableau 3. 6 : Application au marché euro-obligataire de la grille d'analyse des théories des organisations étudiées .....	278

#### **Chapitre 4.**

Tableau 4. 1 : Approche de la forme organisationnelle pour Coase .....	288
Tableau 4. 2 : Typologie des transactions pour Williamson selon la fréquence et la spécificité de l'actif.....	303
Tableau 4. 3 : Gouvernance efficace et type de contrat pour un couple fréquence et spécificité donné .....	307
Tableau 4. 4° : Attributs des formes organisationnelles marché, hybride et hiérarchie pour Williamson .....	316
Tableau 4. 5°: Approche de Williamson de la forme organisationnelle marché.....	326
Tableau 4. 6 : Approche de Williamson de la forme organisationnelle hybride.....	327
Tableau 4. 7 :Approche de Williamson de la forme organisationnelle hiérarchie.....	328
Tableau 4. 8 : Approche de la forme organisationnelle selon Alchian et Demsetz .....	339
Tableau 4. 9 : Analyse comparative des coûts de transaction au sens de Williamson par phase de développement du marché des euro-obligations .....	357
Tableau 4. 10 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture de Coase .....	358
Tableau 4. 11 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture de Williamson .....	359
Tableau 4. 12 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture d'Alchian et Demsetz.....	360

## **Chapitre 5.**

Tableau 5. 1 : Une typologie du risque de la forme bureaucratique .....	416
Tableau 5. 2 : Le risque de bureaucratie du marché euro-obligataire selon les comportements des acteurs et les changements organisationnels.....	426

## Liste des figures

Figure 2. 1 : Les différentes étapes de la syndication traditionnelle d'une émission euro-obligataire.....	167
Figure 2. 2 : Les différentes étapes d'un placement par Bought Deal .....	172
Figure 2. 3 : Les différentes étapes d'un placement par Fixed-Price Reoffering.....	175
Figure 2. 4 : Les différentes étapes d'un placement par pot deal simple et avec des titres en rétention.....	180
Figure 2. 5 : Les différentes étapes d'un placement par pot deal avec intéressement et avec réserve stratégique.....	181
Figure 2. 6 : la part des EMTN en pourcentage du volume annuel d'émissions d'euro-obligations .....	182
Figure 2. 7 : Structure de l'I.C.M.A. ....	209
Figure 4. 1 : Les facteurs de formation des coûts de transaction .....	297
Figure 4. 2 : Schéma simple de contractualisation de Williamson .....	313
Figure 4. 3 : Les coûts de gouvernance en tant que fonction de la spécificité des actifs .....	320
Figure 4. 4 : Typologie des entreprises selon l'intensité du contrôle au regard de l'approche d'Alchian et Demsetz .....	336
Figure 5. 1 : Typologie des organisations selon l'analyse d'Adler et Borys .....	412





## Liste des annexes

Annexe 1 – Statistiques financières internationales – Volume d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par origine géographique des emprunteurs – 1963-1997 .....	457
Annexe 2 – Statistiques financières internationales – Volume d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par monnaies de dénomination de l'emprunt – 1963-1997 .....	471
Annexe 3 – Statistiques financières internationales – Volume d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par catégorie d'instruments – 1969-1997 .....	477
Annexe 4 – Statistiques financières internationales – BIS Quarterly Review – March 2009 – Table 14 B: International Bonds and notes-all issuers by residence of issuer (in billions of U.S dollars) – Net Issues 1998-2008. ....	479
Annexe 5 – Statistiques financières internationales – BIS Quarterly Review – March 2009 – Table 13B: International bonds and notes by type, sector and currency (in billions of U.S dollars) – Net Issues 1998-2008. ....	511
Annexe 6 – Classification hiérarchique ascendante .....	533



*C'est principalement sur ces circonstances que repose l'énorme importance que les bourses ont prise pour l'économie nationale, dont elles ont commencé à être les régulatrices et les organisatrices, ce qu'elles seront de plus en plus, et ce qu'elles seront obligées d'être aussi longtemps que l'organisation sociale actuelle continuera d'exister d'une manière à peu près semblable.*

Max Weber, *La bourse*, 1894.



# Introduction



## Introduction – Problématique, méthodologie et démarche de recherche.

Depuis près d'un demi-siècle, les sources de financement des entreprises et des États se sont accrues en volume et en nature, les procédures s'y rattachant sont devenues plus complexes et plus onéreuses pour les émetteurs, et les marchés financiers se sont globalisés. Un marché particulier créé en 1963 a connu une évolution remarquable. Il s'agit de celui des euro-obligations.

D'après La Bruslerie, une euro-obligation est « un titre de créance négociable émis en eurodevises par un syndicat international de banques et placé principalement dans d'autres pays que celui dont la monnaie sert à libeller l'emprunt »<sup>1</sup>. La grande majorité d'entre eux sont des titres au porteur et préservent ainsi l'anonymat des investisseurs.

Le marché qui sous tend la négociation de tels actifs est exemplaire des changements organisationnels de la finance moderne à plus d'un titre. Tout d'abord, il s'agit d'un marché financier déréglementé, puisqu'il n'a jamais été soumis au contrôle direct des États. Ensuite, il a su s'adapter de manière remarquable, depuis plus de quarante ans, aux modifications de l'environnement international. Enfin, dans le même temps, il a toujours permis aux entreprises, aux États et aux organisations internationales de trouver une source de financement en suivant les conseils avisés des intermédiaires financiers.

Notre travail de recherche s'intéresse à caractériser l'évolution du marché des euro-obligations et nécessite que nous présentions les différentes étapes qui nous conduisent à l'appréhender. Notre propos introductif témoigne du cheminement de notre processus de recherche. Il s'agit dans une première phase de définir notre problématique et de formuler notre question de recherche, puis dans un second temps de présenter notre méthodologie et notre méthode de recherche.

---

<sup>1</sup> LA BRUSLERIE (de.) H, 1990, *Gestion obligataire internationale, tome 1 : marchés et actifs financiers*, Paris Economica, p.35.



## Problématique et formulation de la question de recherche : de l'examen d'un marché aux questionnements organisationnels.

Plusieurs auteurs en sciences de gestion et des professionnels du marché ont adopté l'évolution du marché des euro-obligations comme objet partiel ou total de leur recherche, et ce à des périodes différentes. Ils ont comme point commun d'appréhender l'évolution du marché euro-obligataire selon différentes phases de développement caractérisées par une analyse des acteurs, des produits, des monnaies de dénomination d'emprunts et de l'organisation du marché secondaire. Ils mettent ainsi en évidence<sup>2</sup> l'origine géographique et la nature (privé, public ou supranationale) des émetteurs - agents à besoins de financement - l'origine géographique des investisseurs - agents à capacités de financement - et celle des intermédiaires financiers. Ces acteurs, confrontés à l'incertitude croissante de l'évolution de variables exogènes (les taux de change et les structures de taux d'intérêt), utilisent certains types d'instruments comme les taux fixes, les taux variables ou les convertibles, et ont recours à différents compartiments monétaires. Les techniques de syndication sont explicitées pour montrer comment les intermédiaires financiers développent une ingénierie financière spécifique. L'organisation du marché secondaire est présentée pour montrer comment la liquidité du marché peut être assurée. Quelles que soient les dates de publication de leurs travaux, ces auteurs soulignent en conclusion la remarquable croissance et les importantes capacités d'adaptation du marché euro-obligataire à son environnement.

Cette exemplarité suscite plusieurs ordres de questionnements. En premier lieu, on s'est interrogé pour comprendre l'intérêt de cette source de financement au regard des stratégies susceptibles de se développer sur ce marché. Par la suite, ce sont les pratiques et les innovations liées aux euro-obligations qui ont fait l'objet d'études spécifiques. En d'autres termes, la recherche a privilégié une appréhension du marché obligataire à la fois technique et

---

<sup>2</sup> Voir à ce sujet notamment : EINZIG P., 1969, *The Euro-Bond Market*, London, Macmillan.

PARK Y. S., 1974, *The Euro-Bond Market: Function and Structure*, New York: Praeger Publishers.

LA BRUSLERIE (de) H, 1984, *Euro-Obligations et Marché International des Capitaux*, Paris, Clet.

GALLANT P., 1992, *The Eurobond market*, 2<sup>nd</sup> ed., Cambridge, Woodhead Faulkner.

CLAES A., CEUSTER (De) M.J.K. and POLFLIET R., 2002, « Anatomy of The Eurobond Market: 1980-2000 », *European Financial Management*, Vol.8, n°3, p.373-386.

focalisée sur la politique de financement. Demeure en grande partie ouverte la question du positionnement des entreprises et des institutions (emprunteurs, financeurs, intermédiaires, régulateurs) dans cet espace particulier.

Il semble en effet que les sciences de gestion appréhendent ce marché financier comme un lieu de transaction dans lequel le développement d'un instrument est analysé dans une logique d'optimisation sous contrainte des décisions des agents. Le marché gestionnaire est un phénomène le plus souvent externe à l'entreprise, comme le montre Mintzberg<sup>3</sup> par exemple. Il est le lieu où cette dernière s'approvisionne, écoule sa production, embauche, se finance et investit. Il est l'espace du jeu concurrentiel. Il constitue l'environnement qui, en partie, détermine la réponse stratégique de l'organisation<sup>4</sup>. Il s'invite à l'occasion dans la firme lorsque celle-ci perd le sens de l'émulation concurrentielle ou du réalisme économique. C'est le cas par exemple lorsque s'opère le retour des transactions par l'introduction des prix de transferts dans les firmes multidivisionnelles<sup>5</sup> et qu'émergent à cette occasion des rapports de forces internes<sup>6</sup>. Même dans ce dernier cas, le marché n'en demeure pas moins un élément extérieur de l'entreprise, organisation centrale de la pensée gestionnaire. Cette extériorité fait donc du marché une non-organisation, résultat paradoxal d'une focalisation exclusive sur l'objet firme. Cette approche ignore la question de la nature de l'organisation qui porte l'actif financier, comme si cette dernière n'influçait pas le développement de l'actif financier sous-jacent et par là même les entités qui y recourent.

Cette question n'est donc en toute logique pas traitée dans les analyses traditionnelles de l'évolution de ce marché financier. Cependant, rendre au marché son statut d'organisation revêt un intérêt particulier. Il s'agit de pouvoir étudier, autrement que par la grille d'analyse concurrentielle ou de chaînes de valeurs développée le long de ce que l'on appelle aujourd'hui une *supply chain*, les relations entretenues par les acteurs qui la constituent. Mieux encore, il nous semble fructueux pour notre recherche d'opérer un glissement sémantique en parlant plutôt des membres d'une organisation que des acteurs au sens économique du terme.

---

<sup>3</sup> MINTZBERG H., 1981, *The structuring of organizations: a synthesis of the research*, New York, Prentice Hall.

<sup>4</sup> LAWRENCE P.R. and LORSCH J.W., 1967, *Organization and environment: managing differentiation and integration*, Harvard Business School.

<sup>5</sup> CHANDLER A.D. Jr., 1989, *Stratégies et structures de L'entreprise*, Paris, Organisation.

<sup>6</sup> BOUQUIN H., 2004, *Le contrôle de gestion*, Paris, PUF, p. 301-327.

L'analyse de leurs relations est susceptible de fournir des cadres d'analyses (pour la recherche et les praticiens) renouvelés, dans la mesure où elle offre aux membres de l'organisation « marché » la possibilité de se situer sur ce dernier à un moment donné et d'appréhender autrement que par un simple constat de changement extérieur et donc subi, l'évolution du « milieu organisé » dans lequel ils évoluent. Ainsi, une organisation dénommée « marché » est-elle nécessairement organisée comme un marché ? Cette interrogation peut paraître paradoxale car la nature d'une organisation et sa dénomination semblent a priori indissociables : « une organisation marché est organisée comme un marché ». Cet apriori nous semble limiter l'étude de l'évolution d'un marché financier à la question des changements survenus sur un lieu de transaction. Nous cherchons donc à dépasser ce cadre d'analyse pour nous intéresser à la nature de l'organisation du marché euro-obligataire.

Un examen rapide du mode de fonctionnement d'un marché spécialisé comme celui des euro-obligations suggère que l'on se situe bien loin d'une appréhension néo-classique. Le renforcement de la place prise par les intermédiaires financiers à travers leur association professionnelle témoigne du fait que, si ce marché est parfois dominé par la demande ou par l'offre en fonction de la conjoncture macro-économique, ces derniers semblent exercer un rôle prépondérant. Ce rôle se manifeste à plusieurs niveaux d'analyse. A l'échelle de l'organisation de la transaction, les intermédiaires développent des normes et des standards formalisés dans des publications internes. Un deuxième niveau réside dans l'organisation de l'association professionnelle, qui privilégie la formation en interne de ses membres et suscite des formes d'autodiscipline des comportements. Tout adhérent ne se conformant pas aux règles édictées par « la profession » peut faire l'objet de mesures disciplinaires. Enfin, le rôle de représentation des intérêts de la profession vis à vis des pouvoirs publics appartient aux intermédiaires financiers. Comme nous pouvons le constater, la place prise par ces derniers n'est pas celle que leur dévolue la théorie néoclassique traditionnelle<sup>7</sup>.

Si de nos jours, le rôle des intermédiaires financiers sur les marchés s'est accru, pourquoi s'intéresser au marché euro-obligataire en particulier ? Globalisé avant l'heure, sans contrôle direct des États, dominé par les détenteurs d'une expertise technique, ce marché nous semble être un précurseur des évolutions actuelles des marchés financiers. C'est parce qu'il possède

---

<sup>7</sup> A moins de ne plus centrer la transaction sur le prêt, mais sur le service d'intermédiation. Dans ce cas, le degré de spécialisation des acteurs n'autorise pas non plus une analyse fondée sur le jeu de l'offre et de la demande.

toutes ces caractéristiques depuis ses origines (même si ces dernières ont pu prendre des proportions et des formes différentes au cours des années) qu'il offre la possibilité d'une étude significative.

Étudier l'évolution d'un marché doit nous permettre de visualiser si ce dernier - appréhendé comme une organisation - a évolué. Une analyse diachronique permet d'identifier une ou plusieurs formes d'organisations successivement adoptées par notre objet de recherche.

En utilisant les outils traditionnels d'analyse, ceux qui se sont penchés sur l'évolution du marché euro-obligataire fournissent une source précieuse d'informations sur l'évolution des volumes et la nature des transactions. Cependant, étudier l'évolution du marché euro-obligataire en dehors des représentations dérivées de la théorie classique peut nous conduire à en tirer des leçons pour le futur des marchés financiers actuels.

Somme toute, les recherches traditionnelles en finance s'interrogent sur les investisseurs, sur les émetteurs et sur les intermédiaires. Paradoxalement, ils font peu porter la réflexion sur l'« habitat naturel » des banques et des institutions financières, c'est-à-dire le marché.

Notre question de recherche est issue d'une interrogation sur les logiques qui président au fonctionnement et à l'évolution d'un marché financier. Pour apporter des éléments de réponse à notre questionnement, le marché euro-obligataire s'est pour ainsi dire imposé à nous par l'exemplarité déjà mentionnée. De surcroît, sa naissance en 1963 nous offre une opportunité de recul sur ce qui a contribué à sa création et sur son évolution. D'une première étude, nous avons pu identifier des contextes macro-économiques et des logiques adaptatives à ces contextes, caractérisant l'évolution de ce marché. Cependant, nous avons été confrontée à une impasse car cette étude ne nous permet pas d'expliquer les relations entre les agents, qu'ils soient investisseurs, émetteurs ou intermédiaires financiers. Nous avons donc affiné notre question de recherche, en envisageant de confronter le fonctionnement et l'évolution du marché euro-obligataire à un champ théorique susceptible de nous faire comprendre les relations entre les acteurs (ou les membres) du marché financier étudié.

Le champ de la théorie des organisations examine les relations entre agents participant à une même entité et nous a semblé pertinent pour interroger le marché euro-obligataire. Il s'est donc agi de considérer si un marché financier pouvait être analysé comme une organisation. Une

acceptation générale que donne Pesqueux d'une organisation est qu'elle s'entend comme « tout ce qui concerne la vie en société dans des entités aux dimensions les plus réduites »<sup>8</sup>. Adopter une définition plus précise requiert que nous choissions un modèle de représentation spécifique. Pesqueux<sup>9</sup> souligne qu'il existe autant de définitions du terme organisation que de modèles de ses représentations comme par exemple les modèles « processus », les modèles économiques ou encore juridiques. Par représentation, nous entendons comment l'objet de la recherche peut être construit dans le cadre d'un modèle théorique pour mieux en percevoir des éléments de réalité.

Dans quel domaine de la représentation des organisations notre question de recherche s'inscrit-elle ? Rappelons que l'objet de notre étude porte sur l'évolution d'un lieu d'opérations financières et que notre question de recherche interroge la nature de l'organisation qui soutient cet espace de transactions. La représentation qui structure sa pensée autour de la transaction est celle des modèles économiques des organisations. Ces derniers justifient l'existence des modes d'organisation en référence à l'exécution des transactions et mettent en évidence deux modes d'organisations exclusives l'une de l'autre pour les réaliser : la firme et le marché. C'est donc au regard de ces deux seules catégories que la transaction est étudiée.

Notre question de recherche nous conduit donc à interroger l'évolution du marché euro-obligataire à lumière des la théorie des organisations au sens de ses modèles économiques. En la définissant de manière plus précise, elle consiste à se demander **quelle forme organisationnelle ce marché est susceptible de prendre et quelles en sont les conséquences pour les acteurs du marché.**

Cependant, cette question de recherche repose sur des présupposés *a minima* et des aprioris. Un présupposé phénoménologique tout d'abord consiste à dénommer marché un lieu de transaction de titres financiers et ensuite supposer qu'il existe bien un marché euro-obligataire distinct des autres marchés de titres. On appelle donc le lieu de transactions des obligations émises en eurodevises le marché euro-obligataire. Le présupposé sous-jacent à notre question de recherche est qu'il est possible d'envisager qu'un marché recouvre une réalité qui n'en a pas ou plus la nature. Il relève donc de la discussion d'un concept, c'est-à-dire de l'association d'un

---

<sup>8</sup> PESQUEUX Y., 2002, *Organisations : modèles et représentations*, Paris, PUF, p.12.

<sup>9</sup> PESQUEUX Y., *ibidem*.

mot et des idées, qui comme l'énonce Saussure<sup>10</sup>, relève de l'arbitraire. De surcroît, nous avons engagé cette recherche en nous fondant sur deux aprioris. Premièrement, nous considérons qu'il est possible de trouver dans la théorie des organisations des cadres d'analyse qui peuvent éclairer le fonctionnement d'un marché financier, et en conséquence l'évolution de ce fonctionnement. Cet apriori nous conduit à dépasser les problématiques traditionnelles liées à l'analyse de la concurrence et au positionnement des acteurs. Il nous incite à proposer un cadre d'analyse alternatif aux modèles rationnels de comportement des acteurs financiers. Le second apriori est propre au choix de la théorie des organisations. Il consiste à penser que la théorie des organisations peut contribuer à comprendre l'évolution et le fonctionnement d'un marché, qu'elle se focalise ou non sur la transaction autour de laquelle le marché s'est mis en place. En conséquence nos aprioris nous mènent à recourir à des modèles d'organisation non traditionnels pour appréhender un marché.

D'un point de vue théorique, nos objectifs de recherche consistent donc à :

- appréhender le marché euro-obligataire comme une organisation et non comme un simple lieu d'échanges de fonds et d'expertise ;
- identifier la forme que cette organisation revêt ;
- dégager les raisons de l'adoption de cette forme en même temps que les risques qu'elle suscite.

En ce qui concerne plus spécifiquement l'action et la décision quotidiennes, le cadre d'analyse fourni doit avant tout provoquer la prise de conscience que la transaction n'est pas nécessairement l'élément de coordination central d'une organisation marché. Elle doit aussi susciter des interrogations sur les coûts bureaucratiques qui peuvent émerger dans une organisation pourtant dénommée marché, lesquels contribuent à alourdir la charge des opérations financières pour les emprunteurs qui y recourent. Elle doit enfin amener les managers à considérer que leur entreprise n'est pas seulement un agent économique agissant sur une place mais qu'elle est aussi de fait un *membre* d'une organisation parmi d'autres dès lors qu'elle intervient sur ce marché. Cette dernière information appelle certainement un

---

<sup>10</sup> SAUSSURE (de) F., 1966, Cours de Linguistique générale, Paris, Payot.

renouvellement de l'*instrumentarium* d'analyse stratégique, du moins en ce qui concerne les politiques de financement et d'investissement. La finalité de nos objectifs de recherche est donc de construire une théorie de l'organisation des marchés financiers.

## Méthodologie de recherche : adoption d'une démarche abductive et de la méthode des cas.

Les trois principaux modes d'élaboration de la connaissance scientifique sont le modèle hypothético-déductif, le modèle inductif et le modèle abductif. Nous rappelons ici les caractéristiques de chacun d'entre eux et nous justifions ensuite notre positionnement méthodologique.

La méthodologie hypothético-déductive est d'essence kantienne. La connaissance y est abordée comme issue d'un corpus théorique : « la raison ne voit que ce qu'elle produit, elle-même d'après ses propres plans et [...] elle doit prendre les devants avec les principes qui déterminent son jugement, suivant des lois immuables [...] elle doit obliger la nature à répondre à ses questions, et à ne pas se laisser conduire pour ainsi dire en laisse par elle »<sup>11</sup>. Comme le montre Lerbet<sup>12</sup>, le modèle hypothético-déductif consiste dans un premier temps à identifier les concepts qui peuvent nous permettre de répondre à notre question de recherche en distinguant dans le corpus théorique les hypothèses et les modèles se rapportant à notre objet de recherche. Dans une deuxième étape, il s'agit de montrer leurs limites pour approcher la réalité. Une troisième étape de la démarche hypothético-déductive consiste à penser des nouvelles théories et des hypothèses qu'il convient de tester dans une quatrième et dernière phase. Le modèle hypothético-déductif repose donc sur un raisonnement consistant à formuler des hypothèses et à les confronter à une réalité. Ce qui permet ainsi de valider ou d'infirmer les hypothèses émises.

---

<sup>11</sup> KANT E., 1781, *Critique de la raison pure*, Quadrige Grands textes, PUF.

<sup>12</sup> LERBET G ; 1993, *Approche systémique et production de savoir*, Paris, l'Harmattan.

Ce modèle ne nous apparaît pas adapté à notre question de recherche car il suppose qu'il existe un corpus théorique antérieur voué spécifiquement à l'objet de recherche. Or sur l'évolution du marché euro-obligataire, à ce jour, il n'existe pas d'approche organisationnelle se rapportant à ce sujet. Il nous a donc été impossible d'adopter le modèle hypothético-déductif pour méthodologie.

A l'inverse de Kant, Hume considère que la construction du savoir se fait à partir de l'observation : « il est impossible que [...] la nature puisse jamais se présenter ou que l'esprit [la] conçoive isolément »<sup>13</sup>. L'induction repose sur l'hypothèse que l'expérience précède la connaissance. Cette dernière a pour fondement une observation sans apriori de faits dont on tire des lois. Il ne s'agit donc pas de démontrer ces faits mais en partant de la régularité des observations, aller du particulier au général. L'illustration des limites de cette méthodologie est clairement exposée par Pierce<sup>14</sup> : soit un sac posé sur une table, le chercheur retire des haricots blancs de ce sac et renouvelle l'opération de nombreuses fois, il en conclut que ce sac est un sac d'haricots blancs car ces haricots blancs sont des cas particuliers (haricot blanc) d'une loi générale (ce sac est un sac d'haricots blancs). Cependant, si jamais un haricot noir est retiré du sac, la loi obtenue par induction disparaît.

Notre recherche naît d'une démarche inductive puisque c'est l'examen du marché euro-obligataire qui nous a amenée à un questionnement théorique. Néanmoins, si l'on s'intéresse exclusivement au travail doctoral présenté ici, l'apriori théorique consistant à vouloir approcher le marché par le prisme organisationnel est déjà présent dans notre question de recherche. Par conséquent, il n'est pas possible de considérer la méthodologie de notre travail doctoral comme relevant d'une démarche purement inductive.

Une autre méthodologie envisageable s'oppose à la démarche déductive, dont la conception peut susciter des circularités tautologiques. En effet, si la déduction consiste à décrire et expliquer un phénomène, les explications qu'elle apporte ont pour objet de relier les observations entre elles. C'est donc que l'explication conduit à une répétition de ce qui est décrit menant ainsi à une analyse circulaire. Bateson<sup>15</sup> envisage une autre méthodologie de

---

<sup>13</sup> HUME D., 1740, *A Treatise of Human Nature*, D.F. and M.J. Norton (eds.), 2000.

<sup>14</sup> PIERCE C., 1931-1935, *Collected Papers edited by Charles Hartshome and Paul Weiss*, vol. V *Pragmatism and Pragmaticism*, Cambridge.

<sup>15</sup> BATESON G., 1984, *La Nature et la Pensée*, Ed. du Seuil.



recherche reposant sur l'abduction. Il s'agit de décrire une chose ou un événement et ensuite de s'intéresser à des cas obéissant aux mêmes principes de fonctionnement. Ainsi, le « prolongement latéral des composants abstraits de la description s'appelle l'abduction »<sup>16</sup>. Dans ce cadre, la démarche scientifique est inversée par rapport à la déduction puisque les enseignements fondamentaux tirés de l'observation sont mis en évidence à la fin de l'analyse. Le processus par lequel on aboutit à ces fondamentaux relève de l'analogie, empruntant parfois à des occurrences de l'ordre de la métaphore et de la parabole. En effet Bateson<sup>17</sup>, pour définir une interaction particulière, la schismogénèse dans la tribu des Iatmuls en Nouvelle-Guinée, construit sa démarche scientifique à partir d'un savoir sur le développement embryonnaire d'animaux à symétrie radiale comme les méduses. Il transpose les principes de fonctionnement de tels animaux à son observation de la société Iatmul, procédant donc de manière analogique. Dans ce type de société, à l'instar des parties du corps des animaux à symétrie radiale, il n'existe pas de hiérarchie, leurs membres obéissent à des sanctions latérales et toute scission se traduit par une reproduction de la partie dont elle est issue. Une abduction s'appuie donc sur une double appréhension d'une observation au sein d'un système cohérent : la description de l'objet lui-même et les règles auquel il est soumis. Elle repose également sur la recherche de régularités. Pour reprendre l'exemple de Pierce, si des haricots blancs se trouvent sur une table et qu'un sac est placé à côté d'eux, le chercheur doit réaliser une conjecture en supposant la loi suivante : ce sac comporte des haricots et tous les haricots contenus dans ce sac sont blancs. Ensuite, le chercheur envisage le résultat qui apparaît sous ses yeux (présence de haricots blancs et d'un sac sur la table) comme un cas de la loi qu'il a supposé. Si la loi est vraie, le résultat n'a rien de surprenant. L'approche abductive<sup>18</sup> consiste donc pour un chercheur à se lancer dans une conjecture sur les rapports entre les observations puis de tester ou de discuter ces relations sur la base de la loi qu'il a émise.

La découverte de régularités conduit à produire une explication des phénomènes, sinon un cadre d'analyse pour comprendre ces derniers. En adoptant la démarche de Koenig, on peut dresser une typologie des sciences de l'organisation selon une *épistémè* recouvrant deux

---

<sup>16</sup> BATESON G., 1984, *ibidem*, p.149.

<sup>17</sup> BATESON G., 1971, *La Cérémonie du Naven*, Ed. de Minuit.

<sup>18</sup> KOENIG G., 1993, « Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles », *Revue de Gestion des Ressources humaines*, n°9, novembre, p.4-17.

dimensions. La première est celle du réalisme des théories tandis que la seconde s'intéresse au statut ontologique de la réalité. L'abduction relève d'un monde ordonné fort et d'un réalisme théorique élevé. La recherche de régularités, point de départ de l'approche abductive, est comme le souligne à juste titre Koenig une étape plutôt laissée de côté comme si « l'élaboration de la théorie importait moins que sa mise à l'épreuve »<sup>19</sup>. Cet auteur prend l'exemple des travaux de Miles et Huberman<sup>20</sup> pour illustrer l'écart entre une explication et une prédiction. Ces derniers cherchent à appréhender l'origine des réussites et des échecs des innovations pédagogiques dans 12 écoles américaines sur l'année universitaire 1979-1980. Ils identifient les principales chaînes causales qui donnent lieu à un test des capacités prédictives de leur modèle. Les conclusions de ce test montrent que leur étude n'a pas une capacité prédictive élevée pour deux raisons. La première raison est que les éléments de la chaîne causale ne sont pas pondérés au regard de leur influence. La deuxième raison, plus généralisable, réside dans la disparition d'un acteur fondamental qui génère des prédictions erronées. Pour autant, Il ne s'agit pas de condamner ce type de démarche parce que sa capacité prédictive n'est pas assurée, mais plutôt de se féliciter de l'identification pertinente des chaînes causales qui peuvent conduire à des préconisations. Ce n'est donc pas la capacité prédictive qui est recherchée dans ce type de démarche, mais l'identification d'un ou plusieurs phénomènes.

Ainsi la méthodologie abductive repose sur la recherche d'analogies, parfois métaphoriques, de régularités et n'a pas pour objectif de construire un modèle de prévision. Notre recherche suit cette méthodologie dans ses deux principales caractéristiques.

Comme le cas de Bateson le suggère, l'abduction est particulièrement adaptée à l'étude de cas uniques. Notre démarche repose de fait sur la méthode des cas dont nous justifions l'utilisation pour trois raisons essentielles.

La première de ces raisons est liée au caractère encore inexploité de notre question de recherche. En effet, comme le met en évidence Eisenhardt<sup>21</sup>, ce type de méthode est utile lorsqu'il s'agit d'appréhender une question au contour encore peu défini car rarement traitée. Cet auteur recense trois objectifs de recherche principaux à cette méthode : la description, le

---

<sup>19</sup> Koenig, 1993, *ibidem*, p.7.

<sup>20</sup> MILES M.B., HUBERMAN A.M., 1984, *Qualitative data analysis-a source book of new methods*, Sage.

<sup>21</sup> EISENHARDT K., 1989, « Building Theories from Case Study Research », *The Academy of Management Review*, vol.14, n°4, October, p.532-550.

test d'une théorie et sa formalisation. Dans la dernière éventualité, l'objet de la recherche peut être unique (c'est ce que font Mintzberg et Mchugh<sup>22</sup>) ou être multiple (par exemple dans les travaux de Harris & Sutton<sup>23</sup>). En ce qui concerne notre recherche, il s'agit bien d'élaborer une théorie à partir d'un seul cas.

La deuxième raison présidant au choix de la méthode des cas est que notre question de recherche repose sur des aprioris et des présupposés qui nous conduisent à l'examen d'un terrain particulier. Comme nous l'avons mis en évidence plus haut, l'élaboration de notre question de recherche est issue d'une perspective large interrogeant les logiques de fonctionnement et d'évolution d'un marché financier. L'ampleur du questionnement initial offre la possibilité de déterminer quel objet et quelles données disponibles sur ce dernier permettraient d'y répondre. En effet, la question de recherche détermine des aprioris sur le terrain et les données qui sont nécessaires pour y répondre. Pour autant, la théorie qui sera élaborée au cours de la recherche peut évoluer car elle se construit à partir de l'observation. Le choix du ou des cas à étudier repose sur son caractère archétypique, qui conduit la théorie qui en découle à devenir plus facilement applicable à d'autres cas. Il ne s'agit donc pas de sélectionner au hasard un échantillon mais de choisir un terrain susceptible de nous conduire à une formalisation de théorie sur la base d'aprioris et présupposés déjà contenus dans notre question de recherche.

La troisième justification au choix de la méthode des cas réside dans la diversité des sources auxquelles elle peut faire appel. La recherche peut recourir à des données (par exemple les observations, les interviews, les sources historiques) qualitatives, quantitatives, ou encore privilégier l'une ou l'autre de ces natures d'information<sup>24</sup>. Eisenhardt souligne que « les données qualitatives sont utiles pour comprendre la rationalité ou la théorie sous-jacente aux relations mises en évidence dans les données quantitatives, ou peuvent conduire à suggérer

---

<sup>22</sup> MINTZBERG H. & MCHUGH A., 1985, « Strategy formation in an adhocracy », *Administrative Science Quarterly*, 30, p.160-197.

<sup>23</sup> HARRIS S., & SUTTON R., 1986, « Functions of parting ceremonies in dying organizations », *Academy of Management Journal*, 29, p.5-30.

<sup>24</sup> YIN R., 1990, *Case Study Research: Design and Methods*, Beverly Hill CA, Sage Publications, vol.5, 2nd ed. 1994.

directement des théories qui peuvent être renforcées sur la base d'une étude quantitative »<sup>25</sup>. Une synergie s'opère entre les données quantitatives et qualitatives pour donner lieu à la construction d'une théorie.

Notre démarche procède donc de l'articulation d'une méthode d'analyse de cas fondée sur une séquence abductive d'élaboration de la connaissance. Le choix d'un cas unique comme objet de la méthode est justifié dans le cas de notre recherche. En ce sens, Hlady-Rispal<sup>26</sup> recense trois prises de position complémentaires : celle de Yin, celle de Stake et celle de Giroux. Pour Yin<sup>27</sup>, le choix d'un cas unique est à privilégier dans trois situations. Il peut d'abord s'agir de tester une théorie pour la valider, l'infirmer ou la renforcer en lui apportant des éléments supplémentaires. Dans une deuxième situation, le cas qui intéresse le chercheur peut s'avérer unique dans ses caractéristiques. Dans une dernière situation, le phénomène étudié est étranger à la communauté scientifique et le cas choisi conduit à l'identifier. Pour Stake<sup>28</sup>, le cas unique peut constituer un intérêt en lui-même, que le chercheur tente de comprendre dans sa singularité. Cette approche est largement répandue en sociologie et moins en sciences de gestion. Il s'agit alors d'un cas intrinsèque selon la terminologie utilisée par l'auteur. Choisir un cas unique peut aussi conduire à l'instrumentaliser au regard d'une théorie en devenir ou d'un phénomène. Le choix du cas apparaît comme secondaire. Il revêt un intérêt externe à lui dans la mesure où il est l'illustration d'un phénomène. Enfin pour Giroux<sup>29</sup>, ce choix provient de la surprise éprouvée par le chercheur face à un cas donné, comme il la rencontre dans son étude portant sur la conciliation de la stabilité et du changement dans une banque canadienne.

Les raisons qui ont concouru au choix d'un cas unique peuvent sembler contradictoires car elles relèvent à la fois d'une instrumentalisation du cas et de son caractère unique. Unique car il concentre plusieurs caractéristiques que l'on ne trouve pas réunies sur d'autres marchés. En effet, le marché euro-obligataire est globalisé avant que les autres ne le deviennent, il est

---

<sup>25</sup> EISENHARDT K. M. , 1989, *ibidem*, p.538.

<sup>26</sup> HLADY-RISPAL, 2002, *La méthode des cas : application à la recherche en gestion*, De Boeck Université, p.78-79.

<sup>27</sup> YIN R., 1990, *ibidem*.

<sup>28</sup> STAKE R., 1995, *The Art of Case Study Research*, Sage Publications.

<sup>29</sup> GIROUX N., 1990, *Le retournement stratégique : le cas de la carte Visa-Desjardins*, thèse de doctorat en Administration, Université du Québec à Montréal, mars.

affranchi du contrôle direct des États dès sa création, les normes et les standards sont élaborés par les intermédiaires eux-mêmes. En ce sens, il nous est apparu singulier au regard des autres marchés financiers, c'est-à-dire unique. Pour autant, nous nous demandons s'il ne serait pas précurseur de leur devenir. Précurseur car les critères qui le différenciaient dès sa naissance se sont progressivement étendus aux autres marchés financiers à des degrés divers. La dérèglementation mise en œuvre dans le milieu des années quatre-vingt a initié la globalisation des marchés financiers, et ce plus de vingt ans après celle du marché euro-obligataire. Les difficultés croissantes de régulation des marchés financiers témoignent des difficultés de contrôle direct des États dans ce domaine. Reste l'élaboration de normes et de standards qui demeurent pour l'instant extérieurs dans leur élaboration aux marchés eux-mêmes, mais ils semblent parfois dépassés par les multiples innovations dont font preuve les intermédiaires financiers. La titrisation de créances douteuses à travers le cas des *subprimes* en est un exemple récent. Ni le ratio *Mc Donough* issu des accords de Bâle II, pas plus que l'évaluation à leur juste valeur des actifs n'ont pu permettre d'éviter une crise prévisible. Devons-nous pour autant penser qu'il faut nécessairement que des normes et des standards soient conçus par les intermédiaires financiers eux-mêmes et au prix de quels risques? Précurseur, le marché euro-obligataire l'est au titre des deux caractéristiques précédemment énoncées (*i.e.* la globalisation et l'absence de contrôle direct des États), le sera-t-il en ce qui concerne la normalisation des procédures et des standards ? Le marché financier que nous avons choisi comme cas de notre travail de recherche est certes unique, mais nous l'instrumentalisons au profit de l'élaboration d'une théorie dont la visée est plus large.

L'étude de cas est définie par Yin comme « une enquête empirique qui examine un phénomène contemporain au sein de son contexte réel lorsque les frontières entre phénomène et contexte ne sont pas clairement évidentes et pour laquelle de multiples sources sont utilisées »<sup>30</sup>. En ayant pour objectif l'analyse de situations complexes, l'étude de cas ne dissocie pas un phénomène de son contexte d'occurrence et cherche des réponses aux raisons et aux modalités du phénomène tout en mettant en exergue des événements contemporains. Pour cet auteur, l'étude de cas se différencie sur les points précédents de trois autres stratégies de recherche : l'enquête, l'expérimentation et l'étude historique. En premier lieu, l'étude du phénomène et du

---

<sup>30</sup> YIN R., 1990, *ibidem*, p.17.

contexte est différente selon ces méthodes. Dans une enquête, le contexte est limité par le nombre de variables que le chercheur doit analyser dans son questionnaire qui est plus axé sur des réponses à des interrogations sur le « qui », le « quoi », le « où » et le « combien » de manière à tester des hypothèses. Une expérimentation cherche à étudier une situation de manière approfondie comme le fait l'étude de cas mais en revanche le contexte est dissocié du phénomène observé de manière à isoler certaines variables. Dans une étude historique, le contexte et le phénomène ne peuvent pas être distingués mais les événements étudiés ne sont pas contemporains, à moins d'envisager une étude longitudinale.

Étudier l'évolution d'un marché financier en dehors de son contexte ou en ne nous intéressant qu'à certaines variables nous est apparu peu réaliste au regard de la nature même de notre objet de recherche. L'appréhension de l'évolution d'un marché ne peut pas être réalisée en sélectionnant seulement quelques variables, et ce d'autant plus que la pertinence de ces dernières est susceptible de varier selon les périodes envisagées. Pour ces raisons, nous avons donc rejeté d'emblée les méthodes relevant de l'enquête et de l'expérimentation. L'étude historique nous est apparue incontournable pour étudier une évolution et nous avons donc associé à notre étude de cas cette méthode, selon des modalités que nous analyserons par ailleurs. Il n'en demeure pas moins que l'étude de cas, à la différence d'autres méthodes de recherche, peut nous conduire à comprendre des phénomènes complexes indissociables de situations contextuelles telles qu'un marché financier peut en rencontrer.

D'autres raisons nous ont également amené à recourir à cette méthode. L'étude de cas se caractérise par la diversité des logiques auxquelles elle mène, le type de recherche (autonomes ou exploratoires) auquel elle conduit et les objectifs qu'elles souhaitent atteindre. La diversité des logiques dans laquelle peut s'inscrire cette méthode va de l'hypothético déductif à l'inductif et à l'abductif, et ne fait pas un préalable du recours à l'une ou l'autre de ces méthodologies. En ce sens, nous nous inscrivons dans une stratégie de recherche susceptible de compléter les théories traditionnelles qui offrent une vision partielle de l'évolution du marché financier étudié. L'examen récurrent de relations causales particulières, et non du marché pris dans sa globalité, nécessite l'adoption d'une telle posture.

Notre travail de recherche associe la méthode des cas et l'abduction. Les théories des organisations constituent le cadre théorique d'interprétation de nos observations. De cette démarche émanent des conjectures dont l'élaboration doit être détaillée pour qu'elles puissent être réfutées. Popper précise que, pour qu'un travail scientifique soit réfutable, il est nécessaire

de connaître les conditions de sa genèse c'est-à-dire ses présupposés, la démarche de recherche et le corpus théorique dans lequel il s'inscrit. Cette possibilité offerte par la réfutation est une condition nécessaire pour qu'une recherche puisse être soumise au débat scientifique. Si des réfutations ne peuvent pas être avancées, la recherche devient une tautologie (ou une idéologie) et ne peut pas être assimilée à une théorie scientifique.

## Méthode de recherche : analyse diachronique et confrontation de la théorie à l'observation.

La démarche de recherche utilisée dans notre travail relève d'une démarche abductive. De ce fait, elle repose sur une séquence en trois étapes. Tout d'abord sont formulés une problématique et un à priori théorique. Dans un second temps, une méthode d'approche du terrain est choisie, en cohérence avec l'intention de recherche, mais sans ancrage dans un corpus théorique prédéfini. Enfin, dans une troisième et dernière étape, nous confrontons les résultats de notre investigation avec des corpus théoriques pour faire émerger des nouvelles hypothèses et des nouvelles connaissances.

En suivant cette séquence, nous avons déjà formulé et justifié la problématique et notre a priori théorique qui est fondé sur les théories des organisations comme source d'apprentissage. Désormais, il nous appartient de présenter les deux étapes suivantes soit dans un premier temps, une démarche d'investigation approfondie sur l'évolution du marché euro-obligataire et dans un deuxième temps, la confrontation de notre terrain au corpus des théories des organisations de manière à construire, conformément à la méthodologie de l'étude de cas, une théorie fondée sur l'observation d'un phénomène indissociable de son contexte.

La première étape de notre recherche repose sur une démarche d'investigation approfondie du marché dont nous envisageons l'évolution d'une part sous un angle événementiel, et d'autre part sur la base d'une histoire longue des pratiques et des techniques.

## L'évolution du marché euro-obligataire pris sous l'angle événementiel

Nous étudions d'abord le marché sous un angle événementiel. Cette analyse historique est menée en suivant les recommandations d'historiens qui se sont intéressés à l'événement, à l'instar de Veyne<sup>31</sup>. Ce dernier interroge l'objet de l'histoire en s'intéressant aux relations entre un événement et les documents le concernant, puis à la manière dont celui-ci constitue une différence dans une réalité en apparence uniforme. Aucun historien ne peut appréhender un événement totalement, car les documents et les témoignages s'y rapportant sont fondés sur une perspective particulière du phénomène. Selon le point de vue de l'observateur, un même événement n'est pas envisagé de la même manière, il existe donc un biais dans les témoignages et les documents traitant d'un événement. Un événement ne peut pas être saisi entièrement mais par des traces. Si l'on considère l'évolution du marché euro-obligataire selon cette perspective historique, on ne peut pas la retracer dans son entier mais par fragments. Ces derniers sont issus du point de vue des acteurs directs du marché comme les investisseurs, les emprunteurs et les intermédiaires financiers mais également d'observateurs intervenant dans des domaines variés comme des organisations internationales (l'O.C.D.E. et la B.R.I.), des revues spécialisées (*Euromoney* et *Institutionnal Investor*), ou encore des analystes financiers, des chercheurs en économie et en gestion. Il existe donc autant de points de vue que de zones d'observations pour retracer l'évolution du marché et cela a constitué une première difficulté de notre étude historique.

Pour identifier et synthétiser les traces, nous faisons appel à la notion de stimulus telle que la définit Skinner et nous regroupons les traces sur la base de deux catégories de facteurs : des stimuli internes et des stimuli externes. Les traces propres à une logique de marché relèvent de stimuli internes, c'est-à-dire des éléments de marché influençant les pratiques de transactions. Les traces définies par les stimuli externes sont relatives aux facteurs macro-économiques (et à leurs indicateurs) qui sont envisagés comme des contraintes ou des opportunités émanant de l'environnement du marché financier (l'évolution des taux d'intérêts et des taux de change par exemple). L'identification de ces deux catégories de traces nous amène à dégager trois périodes dans l'évolution du marché euro-obligataire : une première phase de 1963 à 1968 qui correspond à la création et à l'organisation du marché (logiques internes) dans un cadre de fin de la grande croissance (logique externe) ; une deuxième phase de 1969 à 1983 qui est

---

<sup>31</sup> VEYNE P., 1971, *Comment on écrit l'histoire*, Paris, Editions du Seuil.



marquée par une innovation financière et une organisation du marché secondaire (stimuli internes), accompagnée d'une forte volatilité des taux d'intérêts et des taux de change entretenue par deux chocs pétroliers (stimuli externes) ; une troisième phase de 1984 à 2008 est caractérisée par la prédominance des intermédiaires financiers initiant la poursuite de l'innovation financière et la consolidation de l'organisation du marché (stimuli internes), et par la globalisation des marchés financiers induite notamment par un mouvement de dérèglementation financière (stimuli externes). Cette étude est restituée dans notre premier chapitre.

Nous avons arrêté notre étude à l'année 2008 pour deux raisons principales. La première est d'ordre technique : la plupart des données statistiques annuelles sur le marché euro-obligataire sont rendues disponibles quinze mois après le début de l'année de référence<sup>32</sup>. La deuxième raison est liée à l'émergence en septembre 2008 de la crise financière et de ses conséquences qui mènent à de nouveaux stimuli externes dépassant largement le cadre de ceux préalablement rencontrés (globalisation dans la dérèglementation).

Si la notion d'évolution semble sous-entendre des catégories exhaustives d'analyse, l'appréhension d'un événement semble les exclure. Toutefois cette difficulté est propre à l'étude des événements dans une perspective historique. Selon Veyne, un événement se conçoit comme une différence dans un paysage semblant uniforme. Il s'agit donc non pas de se situer dans l'événement, mais de l'analyser de manière différentielle. Si l'évolution des marchés financiers peut s'apparenter, par exemple, à une histoire de leur adaptation aux contraintes macro-économiques, l'analyse historique ne peut se contenter de cette ressemblance, elle cherche au contraire à distinguer l'événement étudié. En quoi l'évolution du marché euro-obligataire s'assimile-t-elle à un élément autre que cette ressemblance commune ? La réponse à cette question est aussi contenue dans notre étude historique. Elle apparaît de manière sous-jacente dans les traits caractéristiques de l'évolution du marché euro-obligataire, que nous exploitons plus tard dans notre propos. En ce sens, nous avons considéré l'évolution du marché euro-obligataire comme un événement particulier au sein d'un ensemble plus vaste qui est l'étude de l'évolution des marchés financiers depuis plus de quarante-ans. Cette approche constitue une deuxième source de difficultés tant l'événement étudié ne peut pas être dissocié de son contexte. Il a donc fallu retenir dans notre étude historique ce qui constituait une

---

<sup>32</sup> La B.R.I. publie les données 2009 dans son numéro de la *BIS Quarterly Review* de mars 2010.

différence et limitait tout ce qui concourait à une ressemblance. Ainsi par exemple, l'impact des deux chocs pétroliers des années soixante-dix sur l'évolution du marché euro-obligataire a volontairement été minimisé dans l'analyse, de même que les crises successives ayant affecté le S.M.E. (Système Monétaire Européen).

Enfin, la dernière caractéristique d'un événement est d'après Veyne son individualisation, c'est-à-dire le fait de son occurrence à un moment donné, confirmant ainsi que l'événement ne peut pas être sorti de son contexte. En effet, même s'il se reproduit, il ne peut pas être analysé à l'identique car le contexte dans lequel il s'inscrit est différent. Nous avons porté toute notre attention à cette dernière caractéristique car elle peut générer une source de difficultés dans une étude événementielle comme la notre. Comment individualiser d'emblée des séries d'événements qui paraissent semblables ? Ainsi l'innovation financière et la spécialisation des intermédiaires financiers sont des événements en soi mais doivent être appréhendées d'une manière différente selon les phases de développement du marché, car elles sont interprétées au regard d'un contexte d'une nature différente.

Le choix de ces phases relève aussi de l'incomplétude de l'objectivité de l'historien. Ricoeur souligne<sup>33</sup> : « [l'historien] ne procède-t-il pas à un « jugement d'importance » qui préside à la sélection des événements et de leurs facteurs ?

La dernière difficulté à laquelle nous sommes confrontée repose sur l'intérêt que présente une évolution au regard d'un historien. Le sens d'une évolution ne se conçoit qu'à l'aune d'une totalité qui ne l'intéresse pas. L'historien envisage l'histoire sous différents aspects. Il manifeste en cela une préoccupation appartenant entre autres aux champs de la biologie, de l'anthropologie ou de la sociologie. En ce sens, notre étude événementielle, si elle repose sur des caractéristiques auxquelles ont recours des historiens, ne peut pas être qualifiée d'étude historique au sens de Veyne puisqu'elle vise à appréhender la globalité d'un marché financier.

La question de la méthode de la recherche historique se pose même si l'on ne peut pas en définir un standard. En revanche il existe, comme le mettent en évidence Lemarchand et Nikitin<sup>34</sup>, plusieurs façons non exclusives les une des autres de l'appréhender.

---

<sup>33</sup> RICOEUR P., 1955, *Histoire et Vérité*, Paris, Le Seuil.

<sup>34</sup> LEMARCHAND Y., NIKITIN M., 1999, « Vingt ans d'histoire de la comptabilité », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, mai, p.127-128.

Une première définition repose sur des éléments techniques liés à la recherche documentaire, c'est-à-dire l'investigation de base de données et de sources documentaires permettant de retracer le passé. Cette manière de construire l'histoire est utilisée dans nos travaux puisque nous sommes amenée à identifier les différentes sources possibles sur le marché euro-obligataire. Quatre catégories de données sont identifiées : des sources statistiques provenant d'organisations internationales à savoir l'O.C.D.E. et la B.R.I. ; des bases de données retraçant toutes les transactions dans leurs caractéristiques (monnaie, type de taux et émetteurs et intermédiaires financiers) comme SDC Platinum ; des sources relevant d'une revue de littérature sur les marché euro-obligataire intégrant à la fois des recherches théoriques et la presse spécialisée ; des documents publiés par l'association professionnelle de référence du marché sur les normes, les standards applicables à la transaction, les obligations des intermédiaires financiers et l'organisation interne de l'association.

La deuxième définition possible de la méthode historique s'appuie sur un code de déontologie que doit respecter le chercheur. Il convient d'avancer pas à pas en étayant ses hypothèses par des preuves et en tachant de respecter scrupuleusement les modalités de mesure et d'évaluation offertes par le terrain<sup>35</sup>. Nous avons particulièrement à l'esprit ce code de déontologie dans la collecte des données en raison des difficultés de recoupement des statistiques que nous rencontrons et d'une discontinuité de la disponibilité d'informations sur toutes les phases de la période considérée. La question de l'hétérogénéité des données sur une période de plus de quarante années représente une difficulté majeure de notre travail. Nous avançons dans la collecte de données en préférant garder des séries longues et en prenant garde à conserver une réalité identique sur les phénomènes observés et en nous contentant des séries plus larges quand l'information devient indisponible. Ainsi, les données statistiques de l'O.C.D.E. se rapportant à l'origine géographique des emprunteurs ne vont pas nécessairement recouvrir les mêmes zones géographiques, car la définition de la zone O.C.D.E. est changeante sur quarante ans. Pour palier cette difficulté, nous sommes amenée à décomposer l'information pour les principaux pays d'origine des émetteurs, c'est à dire que nous retravaillons les données statistiques pour conserver une homogénéité sur la période la plus longue possible (1963-1997). Les monnaies de dénomination des emprunts et les catégories de titres (taux fixe, taux variables et convertibles) proviennent également de cette source. La méthodologie utilisée par

---

<sup>35</sup> LEMARCHAND Y., NIKITIN M., *ibidem*, p.127-128.

cette organisation internationale est publiée et revue fréquemment<sup>36</sup>. L'intégralité des données de 1963 à 1997 est reprise par l'O.C.D.E. dans un compendium statistique<sup>37</sup>. A partir de 1997, l'O.C.D.E. ne publie ce document sur le marché euro-obligataire. Nous nous tournons vers d'autres sources toujours dans l'optique d'obtenir des séries sur une longue période. Une solution aurait consisté à dresser une compilation de données partielles de la presse spécialisée ou des informations données par les intermédiaires financiers dans leur lettre d'information aux investisseurs. Nous avons préféré la rejeter car elle n'était pas conforme à notre code de déontologie. Un premier problème d'ordre déontologique réside dans l'absence de cohérence des données car elles proviennent de différentes sources. Le deuxième problème du même ordre concerne le statut dévolu à ces sources dans une recherche à vocation scientifique. En effet, il nous est apparu difficile de distinguer ce qui relève d'opérations de communication des acteurs de la réalité effective des données, tant les services de recherche des banques compilant ces informations voient leurs données utilisées à des fins de marketing pour montrer par exemple l'excellence de la banque concernée dans un compartiment monétaire du marché ou pour un pays d'origine particulier. Par ailleurs, la méthodologie utilisée n'est pas publiée, ce qui pose un problème, car il devient impossible de s'assurer de l'intégrité des sources publiées. Nous nous sommes donc repliée vers une solution qui, si elle satisfait la déontologie, a pour conséquence d'élargir le champ d'observation. En effet, seules les données de la B.R.I., organisation internationale de référence, permettent de respecter une déontologie dans la collecte et la restitution des données en raison de son statut qui lui permet d'obtenir et de partager l'information auprès des Banques Centrales. Toutefois les données reportées par cette institution recouvrent un ensemble plus large que celui du marché euro-obligataire car elles englobent à la fois les obligations étrangères et les titres du marché des euro-obligations. Une méthodologie publiée et revue fréquemment préside à cette collecte de données. Enfin le recours à la base de données SDC Platinum nous a permis d'étudier les caractéristiques propres aux intermédiaires financiers comme leur concentration et leur spécialisation à travers leurs classements (*League Tables*). Cependant, les données proposées par cette dernière proviennent d'une collecte d'information effectuée par les déclarations des intermédiaires et ne sont pas homogènes avec les données offertes par nos autres sources. En conséquence, nous nous sommes intéressée à une (voire deux pour l'O.C.D.E. et la B.R.I) sources pour traiter un

---

<sup>36</sup> Voir à ce sujet Statistiques Financières de l'O.C.D.E, 1988, Supplément Méthodologique, Paris.

<sup>37</sup> O.E.C.D, 1997, *International Financial Statistics Compendium*.

problème, sans chercher à rendre ces données homogènes entre elles. Nous rejoignons ainsi l'optique de Veyne lorsqu'il considère qu'un événement est traité à partir d'un point de vue. Ce qui est relatif au marché euro-obligataire pris dans son ensemble est étudié à partir de statistiques publiées par des organisations internationales et ce qui relève des intermédiaires financiers est traité à partir d'une base de données privée. Nous avons donc pu concilier le traitement d'un événement historique avec le respect d'une déontologie scientifique.

Nous appliquons cette démarche à l'ensemble des sources que nous utilisons, qu'elles soient tirées d'une revue de littérature ou de statistiques. Pour aller au delà de l'information donnée par les statistiques descriptives, nous sommes, quand cela s'avère nécessaire, amenée à appliquer à nos données des méthodes d'analyses pour mettre en évidence des phénomènes (clusters) qui ne sont pas apparents à un premier niveau d'étude. L'analyse statistique s'ajoute à l'analyse historique et ne sert pas de confirmation mais de soutien et de complément à une étude par phase d'évolution du marché initialement proposé.

Enfin la troisième et dernière définition proposée par Lemarchand et Nikitin repose sur les questions adressées à l'histoire, constitutives d'une recherche historique. Pour passer de l'histoire prise comme une succession d'événements à l'histoire problématisée, encore faut-il se poser des questions pertinentes au regard de notre question de recherche. Cela constitue une difficulté majeure. En effet, quelles questions appropriées se poser à cette fin ? Nous sommes donc amenée à envisager une autre appréhension de l'histoire en replaçant dans une optique longue notre étude du marché euro-obligataire. C'est-à-dire en nous situant dans un second temps dans une construction de l'histoire propre à l'école des Annales.

## Le marché euro-obligataire dans une histoire longue : les pratiques

Le marché euro-obligataire est également étudié dans le développement et l'évolution marginale de ses pratiques. Il s'agit d'examiner ici un phénomène longitudinal qui a une permanence et échappe aux événements dans une large mesure dans le cadre d'une normalisation des pratiques. C'est-à-dire qu'il convient aussi de replacer ce marché financier dans une optique de longue durée.

L'école des Annales s'inscrit à l'origine dans un projet général d'une histoire économique et sociale. S'il n'est pas dans notre intention de résumer la richesse de la production de cette école, nous reprenons trois thèmes majeurs qu'elle a développés et qui nous ont guidé dans

notre travail de recherche : l'histoire et la notion du temps, l'histoire en tant que formulation de problèmes et l'histoire envisagée comme une dialectique entre le présent et le passé.

L'école des Annales, notamment à travers les travaux de Braudel, adopte une conception du temps qui ne se limite pas à celui de l'événement. Braudel cherche à faire en sorte que les sciences sociales adoptent un même référent temporel : la longue durée. La notion de temps se conçoit à trois niveaux qui se rejoignent dans une même globalité à travers une dialectique : le temps événementiel, le temps conjoncturel et cyclique et le temps de longue durée. Toutefois la temporalité de longue durée constitue un fait fondateur de l'histoire qui permet de définir des structures relevant de l'irréversible, alors que l'événement s'interprète à la marge et que la conjoncture s'appuie sur des cycles. Ce temps long n'exclut pas des variations, des retours en arrière et des ruptures, mais à l'instar de l'histoire du capitalisme<sup>38</sup>, les changements permettent aux structures de perdurer. L'événement et la conjoncture sont des moyens pour atteindre cette permanence. Comme le spécifie Braudel, « dans l'explication historique telle que je la vois, c'est toujours le temps long qui finit par l'emporter. Négateur d'une foule d'événements »<sup>39</sup>.

Dans notre chapitre 2, nous envisageons notre étude historique dans une optique de longue durée dans la mesure où nous nous intéressons à un phénomène longitudinal qui a une permanence et échappe dans une large mesure aux événements. En effet les pratiques sur le marché euro-obligataire, l'accroissement de l'influence de l'association professionnelle et une spécialisation de chefs de file constituent autant de facteurs conduisant à sa pérennité. Si les pratiques évoluent pour tenir compte des spécificités des émetteurs, elles contribuent à renforcer le pouvoir des intermédiaires financiers qui s'organise autour d'une association professionnelle de plus en plus structurée. Ces derniers se spécialisent dans le cadre d'un horizon temporel différent de celui qui est mis en évidence dans le chapitre précédent. L'analyse longitudinale permet donc de dégager des tendances de fonds en s'abstrayant des événements. Le marché euro-obligataire peut donc s'appréhender au regard de ce qui le caractérise sur une longue durée.

L'école des Annales adopte également une démarche historique fondée sur la formulation de problèmes. Il ne s'agit pas de se limiter à rapporter des événements mais de s'interroger sur la

---

<sup>38</sup> BRAUDEL F., 1979, *Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme*, Paris, Armand Colin, t.3, p.538.

<sup>39</sup> BRAUDEL F., 1949, *La méditerranée et le monde méditerranéen à l'époque de Philippe II*, Paris, Armand Colin, rééd 1976, t.2, p.520.

formulation des problèmes qu'ils suscitent. Il convient de poser correctement les problèmes issus de l'observation, et ne pas s'attacher à ce qui paraît insignifiant. Notre étude longitudinale laisse apparaître la prédominance d'une catégorie d'acteurs : les intermédiaires financiers. Ce phénomène de longue durée constitue-t-il un problème ? Quels risques suscite-t-il ? Ces questions émergent de notre analyse menée dans le chapitre 2.

Bloch considère que pour comprendre le présent, il faut faire appel au passé car le premier n'a pas de vertu d'auto-intelligibilité. Dans le même temps, la compréhension du passé instruit notre entendement du présent<sup>40</sup>. « Il n'y a donc qu'une science des hommes dans le temps et qui sans cesse a besoin d'unir l'étude des morts à celle des vivants. Comment l'appeler ? J'ai déjà dit pourquoi l'antique nom d'histoire me paraît le plus compréhensif, le moins exclusif ; le plus chargé aussi des émouvants souvenirs d'un effort beaucoup plus que séculaire : partant, le meilleur. En proposant ainsi de l'étendre, contrairement à certains préjugés, d'ailleurs bien moins vieux que lui, jusqu'à la connaissance du présent, on ne poursuit — faut-il s'en défendre ? — aucune revendication corporative<sup>41</sup>.

Le positionnement adopté par notre recherche s'inscrit également dans cette démarche de l'historien telle qu'elle est envisagée par Bloch. En effet, si l'étude d'un marché financier sur une longue période éclaire des phénomènes passés, il permet de comprendre certaines des problématiques actuelles qui s'appliquent à lui. Le choix qui préside à la sélection du marché euro-obligataire comme objet de notre travail n'est pas neutre de ce point de vue. Précurseur de la globalisation financière, ce marché ne pourrait-il pas nous permettre de comprendre certaines difficultés auxquelles sont confrontés les marchés financiers dans leur ensemble ? La situation présente ne peut pas s'expliquer par le présent mais en relation avec le passé.

Notre étude empirique fondée sur des approches historiques entraîne donc le recours à des sources dont le statut est différent. Nous représentons dans le tableau ci-dessous une synthèse des sources utilisées dans notre travail de recherche.

---

<sup>40</sup> BLOCH M., 1949, *Apologie pour l'histoire ou métier d'historien*, Cahier des Annales 3, Paris, Armand Colin.

<sup>41</sup> BLOCH M., 1949, *ibidem*, p.29.

Le marché euro-obligataire : les événements	Le marché euro-obligataire dans une histoire longue : les pratiques
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ouvrages rétrospectifs (manuels parties descriptives, ouvrages édités en coopération avec l'A.I.B.D., ouvrages spécialisés)</li> <li>- Revues spécialisés (Euromoney, Revue Banque et Institutional Investor)</li> <li>- Statistiques descriptives (O.C.D.E., B.R.I., SDC Platinum)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ouvrages sur les techniques de syndication (manuels en sciences de gestion et ouvrages de droit privé)</li> <li>- Manuels publiés par l'association professionnelle de référence</li> <li>- Statistiques et analyse de données par classification hiérarchique ascendante. (SDC Platinum)</li> </ul>

**Tableau i. 1 : les sources utilisées dans notre travail empirique selon l'aspect historique étudié**

Selon le mode d'étude historique par l'histoire des événements ou par les pratiques, les sources ne se recoupent pas car l'observateur relate l'histoire à partir de la place qu'il occupe par rapport à l'objet de sa recherche.

Les sources utilisées dans une étude de l'histoire du marché euro-obligataire pris comme un ensemble d'événements sont l'expression des préoccupations qu'elles sous-tendent. On peut noter à ce sujet que la question de l'évolution du marché ne semble plus depuis une période relativement récente représenter un sujet d'intérêt pour la recherche. Sont plutôt privilégiées des problématiques liées à l'actif sous-jacent à la transaction sur le marché. Par exemple, des recherches<sup>42</sup> effectuées à partir d'un échantillon d'euro-obligations montrent que les faibles coûts de financement<sup>43</sup> sur ce marché entraînent sous certaines conditions un accroissement de la valeur pour les actionnaires de la firme émettrice. D'autres travaux s'intéressent à

---

<sup>42</sup> KIM Y.C., STULZ R., 1988, « The Eurobond Market and Corporate Financial Policy: A Test of The Clientele Hypothesis », *Journal of Financial Economics*, p.189-205.

<sup>43</sup> MARR W.M., TRIMBLE J.L., 1993, « Eurobond Financing Bargains and the Clientele Hypothesis », *Journal of Business Research*, vol.27, p.201-214.



l'évolution de la marge actuarielle (*credit spread*) des titres dans différents compartiments monétaires du marché comme la livre sterling<sup>44</sup>, le dollar australien<sup>45</sup> ou le dollar<sup>46</sup>.

Nous nous sommes donc heurtée à une impasse dans la recherche de sources académiques pour traiter de l'évolution du marché sous un angle événementiel. Nous en sommes sortie en retraçant pour la dernière période identifiée l'évolution du marché par les événements récents relatés à travers les revues professionnelles et les statistiques.

Si la narration des événements dans les manuels intéresse les historiens du marché qu'ils soient économistes ou gestionnaires, elle s'inscrit dans un cadre d'analyse privilégiant les contraintes macro-économiques et dans une dissociation des catégories d'acteurs sans nécessairement envisager la globalité du marché ou sa nature.

Les ouvrages<sup>47</sup> publiés par les revues spécialisées pour célébrer notamment les dates anniversaires du marché mettent en évidence des périodes de développement fondées à la fois sur des contraintes réglementaires et les innovations techniques du marché privilégiant ainsi le point de vue des intermédiaires financiers.

Les journalistes spécialisés apportent aussi leur contribution à l'analyse des événements en s'attachant aux nouveaux produits financiers créés sur le marché, aux difficultés rencontrées par les intermédiaires financiers dans l'émission de titres, ou aux problèmes liés au marché secondaire (notamment ceux propres aux centrales de compensation). Les revues spécialisées traitent de notre objet de recherche selon l'optique des syndicats bancaires.

---

<sup>44</sup> MANZONI K., 2002, « Modeling credit spreads: An application to the Sterling Eurobond Market », *International Review of Financial Analysis*, vol.11, p.183-218.

<sup>45</sup> BATTEN J., ELLIS C., HOGAN W., 2002, « Scaling the volatility of credit spreads: Evidence from Australian dollar Eurobonds », *International Review of Financial Analysis*, vol.11, p.331-344.

<sup>46</sup> MURPHY A., 2003, « An empirical analysis of the structure of credit risk premiums in the Eurobond market », *Journal of International Money and Finance*, vol.22, p.865-885.

<sup>47</sup> Voir à ce sujet :

KERR I.M., 1984, *A history of the Eurobond Market: the first 21 years*, London, Euromoney Publications.

FISCHER F.G., 1988 *The Eurobond market*, London, Euromoney Publications.

Enfin les données statistiques fournies par les organisations internationales sont susceptibles d'intéresser les États membres de ces institutions. Il s'agit notamment des volumes d'émission sur le marché primaire, des monnaies de dénomination des emprunts, de la nature des taux sous-tendant les titres émis et de l'origine géographique des emprunteurs. Les statistiques liées à l'activité du marché secondaire proviennent de sources elles aussi secondaires puisqu'elles sont tirées des manuels ayant trait au marché. Celles qui nous permettent de mettre en évidence les parts de marché et le degré de concentration des chefs de file par période sont issues d'une base de données privée SDC Platinum qui recense, entre autres données, l'activité du marché euro-obligataire depuis sa création en identifiant pour chaque chef de file le volume et le nombre d'émissions. SDC Platinum appartient à Thomson Reuters, un fournisseur d'informations financières et économiques, utilisé par les intermédiaires financiers. Cette base de données appréhende donc le marché en suivant les préoccupations de cette catégorie d'acteurs.

Les sources disponibles sur les investisseurs sont peu nombreuses et sont traitées dans les manuels. Ces derniers portent l'accent sur leurs probables origines géographiques et leur domiciliation fiscale. La préservation du secret fiscal rend difficile l'accès à des données sur les investisseurs.

Dans l'ensemble, les sources utilisées dans notre approche événementielle du marché euro-obligataire privilégient les données susceptibles d'intéresser les intermédiaires financiers et dissocient les catégories d'acteurs.

L'approche du marché dans une optique longue a trait aux pratiques. Les manuels en science de gestion décrivent les pratiques à travers les processus de syndication et les fonctions prises par les intermédiaires financiers dans ces processus. Les ouvrages de droit privé s'interrogent sur la responsabilité des différents membres du syndicat dans la syndication et face aux emprunteurs, ainsi que le régime juridique de l'emprunt.

Un manuel sur les pratiques a récemment été édité par l'association professionnelle de référence du marché (l'I.C.M.A. : *International Capital Market Association*). L'*I.P.M.A Handbook* met en avant des recommandations sur les bonnes pratiques relatives à l'organisation, à la gestion courante du syndicat bancaire, et sur les standards attendus pour les membres et la protection des investisseurs. Un autre manuel, l'*I.C.M.A Rule Book*, s'intéresse aux principes de gouvernance de l'association et aux règles internes de fonctionnement applicables à tous les membres.

Enfin, notre étude longue s'appuie sur une analyse en classification hiérarchique ascendante pour montrer que les chefs de file se sont spécialisés au cours du développement du marché. Cette analyse est menée à partir des données issues de SDC Platinum que nous avons compilées.

Ainsi l'étude des pratiques du marché euro-obligataire repose sur des sources directement obtenues de la part des acteurs du marché comme l'association professionnelle auquel se doit d'appartenir tout intermédiaire financier opérant sur celui-ci et par un de leur pourvoyeur d'information Thomson Reuters. L'interprétation des responsabilités et des fonctions dans le processus de syndication est le fruit de travaux de recherche en sciences de gestion et en droit privé.

Nos sources nous permettent donc de construire une histoire événementielle et de longue durée du marché euro-obligataire, élaborant ainsi une étude de cas unique que nous soumettons à la lecture d'un champ théorique particulier. En effet, suivant notre démarche abductive, nous confrontons dans un deuxième temps ce terrain à la lumière de la théorie des organisations.

## Confrontation des analyses historiques au corpus théorique dédié à l'organisation

La confrontation de notre analyse historique au corpus théorique dédié à l'organisation s'effectue en plusieurs temps. Il s'agit d'abord de légitimer l'application du cadre d'analyse organisationnel au marché des euro-obligations pour identifier les formes organisationnelles prises par ce dernier. Nous sommes alors amenée à mettre l'accent sur le mode de coordination propre à la forme organisationnelle prise actuellement par le marché et à en évaluer les risques.

### *Examen de la légitimité de l'application du cadre d'analyse organisationnel au marché euro-obligataire*

L'examen de la légitimité de l'application du cadre d'analyse organisationnel au marché euro-obligataire fait l'objet de notre chapitre 3. Les références dans le champ des théories des organisations auxquelles nous faisons appel sont dédiées à la définition d'une organisation. Les auteurs choisis ont pour questionnement la genèse d'une organisation, c'est à dire que leurs recherches ont pour point de départ commun la nature organisationnelle. Si leur interrogation

est à l'origine semblable, les résultats auxquels ils aboutissent sont variés. En effet, une organisation est pour Barnard un moyen de pallier les déficiences cognitives des individus, elle représente pour Simon un moyen d'atteindre des buts dans le cadre d'une rationalité limitée alors que pour Blau et Scott, elle constitue le cadre imposé d'une activité et qu'elle se résume à un nœud de contrats pour Jensen et Meckling.

Notre étude nous conduit à identifier, par auteur, les raisons de l'existence des organisations, les facteurs contribuant à leur pérennité et les modes de coordination qui les caractérisent. Quels que soient les auteurs considérés, le marché euro-obligataire apparaît à la lumière de leurs propos comme une organisation. L'analyse historique est ensuite rapprochée de notre corpus théorique pour montrer selon quels critères le marché euro-obligataire constitue une organisation. Des correspondances entre les réponses apportées par les auteurs à notre questionnement et les caractéristiques du marché dégagées dans une première partie sont établies à cette fin.

Les réponses apportées sont parfois divergentes tant les hypothèses de départ de recherches sont différentes, mais ces résultats ne constituent en aucun cas un frein à l'analyse. Au contraire, ils permettent d'enrichir notre justification de l'existence du marché en tant qu'organisation. En poursuivant notre démarche abductive, l'étape qui suit consiste en la confrontation de notre cas unique à la théorie des organisations envisagé sous le prisme des formes organisationnelles adoptées par le marché au cours de son évolution.

#### *Identification des formes d'organisation adoptées par le marché euro-obligataire*

L'identification des formes d'organisation prises par le marché euro-obligataire dans notre chapitre 4 est fondée sur un corpus théorique constitué de théories transactionnelles de l'organisation. Elle s'appuie sur des recherches dont les préoccupations portent sur les nœuds de transactions au sein des organisations. Ce faisant, les théories étudiées (coûts de transaction et droits de propriété) n'établissent pas de barrières infranchissables entre les formes organisationnelles mais au contraire cherchent à définir le lieu idéal pour une transaction donnée.

Pour répondre à la question de la forme organisationnelle, nous privilégions les théories qui permettent de comprendre dans quelle situation un type de relations est attaché à une forme

spécifique de l'organisation et pour quelles raisons une forme organisationnelle a pu être privilégiée à un moment donnée puis abandonnée à un autre moment.

A cet égard, la théorie des coûts de transaction initiée par Coase et poursuivie par Williamson et la théorie des droits de propriétés d'Alchian et Demsetz répondent à nos préoccupations. La première parce qu'elle explique que les coûts de transactions justifient l'émergence d'une forme organisationnelle firme, et dans quelles conditions ces coûts peuvent s'accroître ou se résorber. La seconde fait reposer les formes prises par les organisations sur la base de l'allocation de droits de propriétés. Nous nous attachons plus particulièrement à étudier comment chaque auteur définit les caractéristiques des formes organisationnelles, les causes de leur émergence et de leur disparition.

L'étude historique par les événements du marché euro-obligataire est confrontée à notre grille de lecture de ces théories et notre démonstration s'opère dans des modalités analogues à celles mises en œuvre dans le chapitre précédent. Nous justifions donc, pour chaque période d'évolution du marché dégagée dans notre analyse événementielle, la forme sous-jacente qui lui correspond. Les conclusions auxquelles nous aboutissons nous conduisent à dresser un cadre homogène de ces formes à l'exception du cadre d'analyse proposée par Williamson pour qui la deuxième période d'évolution demeure transitoire à travers sa conception de la forme hybride. Il n'en demeure pas moins que toutes les théories se rejoignent pour confirmer que dans la dernière période d'évolution, le marché adopte, certes pour des raisons différentes selon le corpus envisagé, une forme firme.

Cette conclusion nous amène à approfondir l'étude du mode de coordination dans une telle forme, pour nous permettre de le confronter aux pratiques du marché, second volet de notre étude historique, et donc de terminer notre confrontation du champ empirique avec la notion de forme organisationnelle.

#### *Approfondissement par identification du mode de coordination dans une organisation-firme*

Dans le cadre de notre démarche abductive, nous cherchons à appréhender le mode de coordination d'une forme firme dans la deuxième section du chapitre 4. Cette étape s'est révélée nécessaire lorsque le constat a été fait que les théories transactionnelles ne suffisaient pas pour comprendre les pratiques et leur évolution sur le marché. En effet, les théories transactionnelles confondent formes de l'organisation et mode de coordination, du moins la

plupart d'entre elles. Elles supposent que le choix d'une forme organisationnelle suffit aux besoins de coordination. Ainsi le jeu concurrentiel et les clauses contractuelles constituent le facteur de coordination de la transaction libre et le contrat d'emploi associé à un contrôle orienté du résultat suffit à la coordination dans la structure firme. L'étude historique longue sur les pratiques réalisée sur le marché des euro-obligations tend à montrer que les relations entretenues entre les acteurs dépassent largement le nœud transactionnel. L'analyse des normes professionnelles en est un exemple éloquent. Ce dépassement constitue une raison majeure pour laquelle la forme ultime, ou du moins la plus récemment constatée du marché, mérite d'être examinée à l'aune de prismes ancrés dans l'approche sociologique des organisations.

Notre analyse montre que la recherche d'une cohérence globale de l'organisation du marché euro-obligataire repose sur un processus continu dans lequel les intermédiaires financiers exercent un rôle dominant. L'appréhension de la nature de la coordination mise en œuvre nécessite de confronter les pratiques aux cadres d'analyses traitant d'un mode de coordination caractérisé par la domination d'une catégorie d'acteurs sur d'autres : la bureaucratie au sens de Weber. La coordination bureaucratique de l'organisation-hiérarchie du marché euro-obligataire transparait à travers l'expertise professionnelle des intermédiaires financiers. L'étude des conséquences des mécanismes bureaucratiques sur l'organisation constitue la dernière étape de notre démarche abductive.

#### *Étude des conséquences de l'adoption d'une forme organisationnelle firme associée à un mode de coordination bureaucratique*

La coordination bureaucratique du marché euro-obligataire n'est-elle pas sans risque pour l'organisation elle-même ? La réponse à cette question, à laquelle se consacre notre chapitre 5, nécessite d'interroger le corpus théorique propre à la bureaucratie sur les dysfonctionnements éventuels suscités par une telle structure. Notre étude nous conduit à dresser une classification typologique de ce champ théorique, qui distingue les risques issus des comportements des individus et ceux qui se rapportent au changement organisationnel. Puis nous rapprochons cette typologie de notre analyse historique dans ses deux volets, événementiels et par les pratiques. Les dérives d'un fonctionnement bureaucratique sont identifiées selon qu'elles proviennent des acteurs ou de modifications dans l'organisation.

Notre méthodologie abductive est donc partie de l'observation d'un terrain en l'appréhendant sous l'angle des événements qui le marquent et des pratiques de longue durée dans lequel il s'inscrit. Cette étude empirique privilégie une approche historique et nous conduit à mettre en évidence un cas unique comme objet de notre étude. Notre méthodologie trouve également sa légitimité dans la méthode des cas, et en particulier celle qui repose sur l'analyse d'un cas unique. L'élaboration de cette recherche fait l'objet d'une première partie qui comporte deux chapitres, le premier ayant trait à l'évolution du marché euro-obligataire et le second à ses pratiques. La confrontation de ce cas au corpus des théories de l'organisation guide le cheminement de notre recherche dans une deuxième partie composée des chapitres trois, quatre et cinq. Le troisième chapitre justifie que l'on s'intéresse au champ de la théorie des organisations pour analyser le marché, puisqu'il a pour vocation à montrer que ce dernier est une organisation. Le quatrième chapitre conduit à caractériser notre cas dans sa forme organisationnelle et met en évidence le mode de coordination bureaucratique auquel il est soumis. Le cinquième et dernier chapitre considère les risques inhérents de la bureaucratisation du marché.

## Première partie

# Le marché euro-obligataire de 1963 à 2008 : une étude empirique





La première partie restitue notre étude empirique. Le marché euro-obligataire est analysé sur une période allant de 1963 à 2008, au regard de son histoire événementielle, puis à travers ses pratiques. La recherche de phases de développement s'est opérée en identifiant des stimuli internes fondés sur des logiques obéissant à des facteurs propres au marché et des stimuli externes témoignant de l'influence de paramètres de l'économie mondiale. La construction d'une histoire par les événements qui ont affecté la vie de ce marché est élaborée en mettant en évidence les traces des différentes catégories d'acteurs qui interviennent directement ou indirectement sur les places. La nature et l'origine géographique des emprunteurs sont analysées grâce aux données statistiques de l'O.C.D.E. et de la B.R.I. L'activité des intermédiaires financiers est étudiée à travers leur degré de concentration sur le marché. Cette dernière est mesurée par les parts de marchés évaluées à partir de la base de données SDC Platinum. Le rôle des intermédiaires s'apprécie également dans le développement du marché secondaire, qui s'appuie sur deux centrales de compensation. L'histoire événementielle repose aussi sur la nature de la transaction. Nous nous sommes donc intéressée aux spécificités du titres obligataire, en considérant la monnaie de dénomination de l'emprunt et les instruments financiers utilisés, et en recourant à des sources identiques à celles des emprunteurs.

L'analyse du marché euro-obligataire s'apprécie aussi sur la longue durée en inscrivant son histoire dans des pratiques communes. En premier lieu, les pratiques s'attachent à définir des procédures de placement des titres qui ne sont pas figées dans le temps, puisqu'elles visent à satisfaire les membres de syndicats bancaire ainsi que certaines catégories d'investisseurs et d'emprunteurs. En deuxième lieu, elles sont subordonnées à des contrats juridiques (entre l'émetteur et le chef de file et entre ce dernier et les membres du syndicat bancaire). En troisième lieu, elles sont mises en œuvre par une association professionnelle dont le champ d'influence s'élargit auprès de ses adhérents et des pouvoirs publics. En dernier lieu, les pratiques incitent les intermédiaires financiers à se spécialiser.

Le volet événementiel de l'étude empirique est abordé dans un premier chapitre. Le deuxième chapitre est consacré à la longue durée, appréhendée par les pratiques.



# Chapitre 1 – Le développement du marché euro-obligataire : trois phases distinctes

Notre étude de l'évolution du marché des euro-obligations suit en premier lieu une perspective historique qui porte sur l'identification des acteurs, les modalités d'organisation du marché et de son environnement. De son émergence à aujourd'hui, l'appréhension du développement d'un marché financier semble devoir d'abord se fonder sur une analyse qui va nous permettre de le définir selon ses acteurs et son organisation interne. Phénomène économique au premier abord, le marché euro-obligataire devient une organisation avec ses membres, ses règles de fonctionnement et son organisme professionnel. Prolongement à l'origine d'un marché à court terme des eurodevises, il va peu à peu construire son mode d'organisation. C'est donc autour de transactions économiques que se met en place cette organisation et cette étude historique va nous conduire à dégager des variables organisationnelles qui feront l'objet d'une analyse ultérieure.

Dans le cadre de l'étude du développement du marché euro-obligataire de 1963 à 2008, nous sommes amenée à distinguer trois phases de développement. Cette distinction est rendue possible par l'identification de facteurs entraînant une modification des comportements des acteurs du marché, c'est-à-dire que nous mettons en évidence des stimuli au sens de Skinner<sup>48</sup>. Ces derniers, « ensemble de causes entraînant un ensemble de comportements » sont regroupés selon deux catégories fonctionnelles : des stimuli internes qui ont pour origine les actes des différents acteurs composant le marché et des stimuli externes qui sont relatifs à l'environnement de ce dernier. Pour rendre compte du développement du marché euro-obligataire, nous avons donc intégré ces deux dimensions à notre analyse si bien que la distinction des différentes phases de développement s'est opérée selon une double logique : d'une part, une logique propre au marché (stimuli internes) et d'autre part une logique liée aux caractéristiques de l'économie mondiale (stimuli externes). Par logique de marché, nous entendons tous les éléments internes à la structure du marché qui vont contribuer à faire

---

<sup>48</sup> SKINNER B. F., 1931, « The concept of the reflex in the description of behavior », *Journal of General Psychology*, 5, p.427-458.

évoluer les pratiques d'échange et qui sont souvent le fait des intermédiaires financiers. Par logique liée aux caractéristiques de l'économie mondiale, nous comprenons les indicateurs traditionnels d'analyse de l'économie mondiale qui ont une influence sur le marché euro-obligataire comme par exemple la volatilité des taux d'intérêts, des taux de change et le niveau des taux d'inflation.

Notre analyse par phase s'appuie sur des éléments de statistiques descriptives portant sur le développement du marché, sur les instruments et les monnaies utilisés et sur les acteurs principaux (emprunteurs et banques). Nos calculs personnels à partir de la base de données SDC Platinum permettent de mettre en évidence le volume annuel d'émission et le nombre de titres émis depuis la création du marché ainsi que le degré de concentration et l'origine géographique des chefs de file. Les statistiques financières de l'O.C.D.E (Organisation de Coopération et de Développement Economiques) sont disponibles pour une période allant de 1963 à 1997 et indiquent les montants levés selon l'origine géographique des emprunteurs, leurs monnaies de dénomination et les instruments utilisés. A partir de 1997, ces statistiques n'étant plus publiées par cet organisme, nous avons recours aux statistiques descriptives publiées par la B.R.I. (Banque des Règlements Internationaux). Cependant si cette institution fournit des informations sur des variables similaires celle de l'O.C.D.E (origine géographique des emprunteurs, monnaies et instruments) elle ne distingue pas, au sein du marché international des capitaux, les obligations étrangères des euro-obligations.

La première phase de 1963 à 1968 est celle de la création et de l'organisation du marché. La délimitation de cette phase semble corroborer l'emploi de notre double logique. La logique interne au marché domine entre ces dates car le marché s'y est organisé sans aucune crise, la première a lieu en décembre 1968 en raison d'un retard important dans la livraison des titres. La seconde logique (logique externe) éclaire quant à elle la fin de la grande croissance. Cette période a été marquée selon Cotta par trois caractéristiques<sup>49</sup>: la première se comprend comme la réalisation d'une intégration de l'économie mondiale, la deuxième est l'absence de troubles majeurs provoquée par cette réalisation et enfin la troisième est relative aux variations limitées des prix.

---

<sup>49</sup>COTTA A., 1979, *Réflexions sur la grande transition*, Paris, P.U.F., p. 16-20.

En 1969 la combinaison de ces trois caractéristiques prend fin. En effet, la dernière d'entre elles n'est plus présente à la fin des années soixante, conduisant ainsi à la fin d'une remarquable période de stabilité qui aura duré près de trente ans.

La deuxième phase de développement du marché euro-obligataire va de 1969 à 1983. Elle est caractérisée par l'innovation financière, par l'organisation du marché secondaire (logique interne) et également par le début d'une période d'instabilité des taux d'intérêts et des taux de change résultant d'une transformation profonde de l'économie mondiale (logique externe). En effet, la hausse du niveau général des prix commencée en 1969 n'aurait sans doute pas eu pour fonction de transformer inexorablement la structure de l'économie mondiale si un événement brutal, inattendu et de grande ampleur ne s'était produit à deux reprises au cours de la décennie soixante-dix remettant en cause un ordre établi et rappelant une notion laissée de côté pendant deux décennies : le transfert<sup>50</sup>.

Le transfert des années soixante-dix a pour origine le quadruplement puis le doublement du prix de la principale ressource énergétique mondiale : le pétrole.

La multiplication par quatre, puis par deux, du prix du pétrole réorganise la structure de l'économie mondiale, faisant apparaître de nouveaux pays aux balances de paiements excédentaires<sup>51</sup>, donc de nouveaux investisseurs à la recherche d'opportunités de placement. Cette profonde transformation engendre également de nouveaux besoins de financement qui trouvent un débouché sur le marché euro-obligataire.

La troisième phase de développement du marché euro-obligataire s'étend sur une période allant de 1984 à 2008. Sur un plan externe, elle est marquée par la globalisation des marchés financiers induite par un mouvement de déréglementation financière qui élargit l'origine géographique et la nature des emprunteurs tandis que de nouveaux compartiments du marché international des capitaux constituent de nouveaux moyens de collecte de fonds et d'opportunités de placements. Dans une logique interne aux marchés, elle correspond à une

---

<sup>50</sup>Voir sur ce sujet ROSA. J.J., 1983, *Le Rapport Rosa, Volume 1 : La macro-économie et l'Etat*, Paris, Bonnel, p.95-103.

<sup>51</sup>Voir sur ce sujet l'article de METAIS J., 1979, « Le système international privé dans le déséquilibre monétaire international depuis 1974 », *Revue Économique*, n°6, Novembre.

phase de maturité dominée par les intermédiaires financiers qui se voient confier à travers leur association professionnelle un rôle prédominant permettant à l'innovation financière de se poursuivre et conduisant à une consolidation organisationnelle du marché.

Ainsi trois phases se dégagent du développement du marché euro-obligataire de 1963 à nos jours. La première phase de 1963 à 1968 est celle de la création et de l'organisation du marché. La deuxième phase qui s'étend de 1969 à 1983 constitue une phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts. Enfin la troisième et dernière phase de 1984 à 2008 correspond à une période de maturité dominée par un rôle accru des intermédiaires financiers. Ces trois phases ont été déterminées en tenant compte des modifications majeures de l'environnement économique et financier du marché et des changements profonds induits par ses acteurs directs.

Nous proposons d'étudier successivement chacune de ces phases en mettant en évidence les principaux axes de développement du marché des euro-obligations.

## 1.1 Une phase de création et d'organisation : 1963-1968

### 1.1.1 Deux conditions préalables à la création du marché des euro-obligations

Pour qu'un marché à long terme des eurodevises vît le jour, encore fallait-il que deux conditions préalables soient réunies<sup>52</sup> : d'une part la liberté des paiements opérée en 1958 grâce à la convertibilité des monnaies et d'autre part la même année l'émergence d'un marché à court terme des devises.

---

<sup>52</sup> BEKERMAN G., 1981, *Les euro-dollars*, Paris, Que sais-je ?.

### 1.1.1.1 La condition de possibilité de la création du marché : la liberté des paiements

La condition première à la liberté des paiements a été rendue possible par le retour à la convertibilité des monnaies. Cette dernière est dite totale ou interne dès lors que les non-résidents et les résidents d'un pays peuvent convertir la monnaie nationale en devises étrangères. Prévue dans les accords de Bretton Woods, elle a nécessité près de quinze ans aux pays européens qui sont passés progressivement du bilatéralisme au multilatéralisme sous l'impulsion des États-Unis<sup>53</sup>.

La liberté des paiements n'a pas fait l'objet de grandes difficultés mais elle a pris quatorze ans. Elle a été pourtant la condition de possibilité de la création d'un marché international des capitaux et donc de la naissance d'un marché à long terme des eurodevises. Elle a été rendue possible par le retour à la convertibilité<sup>54</sup> des monnaies qui prit près de quinze ans pendant lesquels les pays industrialisés sont passés du bilatéralisme au multilatéralisme<sup>55</sup>.

- *Le bilatéralisme : un obstacle de fait à la convertibilité externe.*

Triffin fait remonter l'organisation bilatérale des échanges à l'accord signé à Londres le 21 octobre 1943 par les gouvernements en exil belge, hollandais et luxembourgeois. Cet accord "servira de modèle pour les plus de deux cents accords négociés en Europe pendant les quatre années suivantes"<sup>56</sup>.

Le bilatéralisme fait appel à la monnaie de façon incidente dans le règlement des échanges, ce système privilégiant le troc de marchandises est un obstacle de fait à la convertibilité externe des monnaies. La marche vers la convertibilité externe doit passer par l'utilisation des monnaies dans le commerce international et ainsi viser à l'élimination du bilatéralisme.

---

<sup>53</sup> Voir sur ce sujet : KAPLAN J.J. et SCHLEIMINGER G., 1989, *The European Payments Union : financial diplomacy in the 1950's*, New-York, Oxford University Press.

<sup>54</sup> D'un point de vue théorique, la convertibilité est dite totale ou interne quand les non-résidents et les résidents d'un pays peuvent convertir la monnaie nationale en devises étrangères; elle est limitée ou externe quand seuls les non-résidents peuvent échanger la monnaie nationale.

<sup>55</sup> Voir sur ce sujet : KAPLAN J.J. et SCHLEIMINGER G., *ibidem*.

<sup>56</sup> TRIFFIN R., 1957, *Europe and the money muddle*, London, Oxford University Press, p. 143.



La pérennité d'un retour à la convertibilité externe passe par des mesures communes à l'ensemble des pays européens et se réalise progressivement. Ainsi, pas moins de trois accords successifs conduisant au multilatéralisme furent signés entre décembre 1947 et juin 1950.

- *Le multilatéralisme : la création de l'union européenne des paiements*

Il revient à l'administration américaine l'impulsion vers un multilatéralisme total : elle propose à l'O.E.C.E. (Organisation Européenne de Coopération Economique) en décembre 1949, la création d'une Union Européenne des Paiements<sup>57</sup>. Un accord est signé le 19 septembre 1950 avec effet rétroactif à partir du 1er juillet 1950. L'U.E.P. (Union Européenne des Paiements) a un organe de direction de sept membres désignés par le Conseil de l'O.E.C.E. et a pour agent comptable la Banque des Règlements Internationaux.

L'U.E.P. se réserve trois fonctions : la compensation multilatérale des échanges entre tous les pays membres de l'O.E.C.E. et à leurs territoires d'Outre-mer; l'aide au règlement des soldes nets qui subsisteraient après les accords de compensation multilatérale (opération similaire au crédit plafonné dans les accords bilatéraux); un rôle de consultation sur les déséquilibres de balance des paiements et sur le retour à la convertibilité des monnaies.

A la fin de 1958, s'opère le retour à la convertibilité des monnaies et l'U.E.P. est dissoute pour être remplacée par l'Accord Monétaire Européen. « L'important c'est que le retour à la convertibilité signifiait avant tout un retour à la liberté des mouvements internationaux des capitaux »<sup>58</sup>, condition *sine qua non* de la création du marché des euro-obligations.

---

<sup>57</sup>Sur le fonctionnement détaillé de l'UEP, voir la note de *Statistiques et Études Financières*, 1950, Ministère de l'Économie et des Finances, p. 596.

<sup>58</sup>BEKERMAN G., 1981, *Ibidem*, p. 6.

### 1.1.1.2 La condition nécessaire de la création du marché des euro-obligations : l'existence d'un marché des eurodevises

Pour qu'un marché à long terme d'obligations stipulé en eurodevises vît le jour, encore fallait-il que le marché des eurodevises existât. La condition nécessaire de la création du marché des euro-obligations est celle de l'existence d'un marché des eurodevises.

Notre propos n'est pas ici d'étudier, de façon approfondie, ce marché mais plutôt d'en faire une présentation succincte afin de montrer que sa création était une condition à la création préalable du marché euro-obligataire. Nous aborderons, dans un premier temps, la création du marché des eurodevises; puis dans un second temps, nous le définirons.

Certains auteurs, comme par exemple Crochat<sup>59</sup>, font remonter la création du marché des eurodevises au Moyen Age : des effets commerciaux étaient libellés dans des monnaies différentes de celles qui avaient cours dans le pays d'origine du marchand. Puis au XIXème siècle, la Russie employait la livre sterling pour certains échanges commerciaux et enfin, au début du XXème siècle Vienne et Berlin échangeaient du dollar et de la livre sterling.

Einzig<sup>60</sup> ne considère pas qu'il s'agisse alors d'un marché des eurodevises car ces échanges limités n'avaient pas conduit à une structure internationale des taux d'intérêts et n'affectaient que la valeur des monnaies locales

Il faudra attendre la fin des années cinquante pour que le fruit de l'action conjuguée des autorités monétaires britanniques, des autorités politiques soviétiques et des autorités monétaires américaines entraîne la création du marché des eurodevises.

En 1957, à la suite de la dépréciation de la livre sterling, les autorités monétaires britanniques cherchent à limiter l'usage de leur monnaie dans le financement du commerce international, et conduisent ainsi à l'indisponibilité de la livre, selon l'expression de Bekerman<sup>61</sup> : les lettres de change stipulée en sterling portant sur des opérations commerciales et le réescompte pour les non-résidents ne sont désormais plus autorisés.

Cependant, le gouvernement Mac Millan, soucieux de conserver à la "City" la puissance de son centre financier, permet l'utilisation de monnaie étrangère dans l'activité des banques

---

<sup>59</sup>CROCHAT M., 1969, *Le marché des eurodevises*, Paris, Les Editions de l'Épargne.

<sup>60</sup>EINZIG P. et QUINN B. S., 1977, *The eurodollar system*, London, Macmillan, 6 th edition, p. 2-3.

<sup>61</sup>BEKERMAN G.,1981, *ibidem.*, p. 8.

britanniques : « la puissance du centre de Londres reposera non pas sur une source de financement assise sur la monnaie nationale, mais sur l'utilisation croissante de monnaies étrangères dans les activités bancaires »<sup>62</sup>.

Ces dernières vont alors maintenir leur activité de crédit en accroissant et en utilisant leur dépôts en dollars : ainsi, à la fin des années cinquante, le dollar supplante la livre sterling dans le financement du commerce international.

L'offre de dollars proviendra essentiellement de trois sources. Tout d'abord, sur certains marchés des changes situés dans la zone sterling, des opérateurs vendent de la livre sterling pour se procurer des dollars qu'ils transfèrent à Londres sur des comptes rémunérés.

Ensuite, l'offre de dollars a pour origine les dépôts en dollars de l'Union Soviétique aux États-Unis qui vont être placés à Londres.

En effet, dans cette période de guerre froide, les autorités politiques soviétiques craignent un gel de leurs avoirs en dollars placés aux États-Unis. Dès 1957, ils les transfèrent dans deux filiales européennes de la Vnestorbank, (elle-même filiale de la Gosbank, Banque Centrale de l'URSS, chargée des activités extérieures) : la Moscow Narodny Bank dont le siège est à Londres et à Paris la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord dont l'adresse télégraphique "Eurobank" inspira le terme "euro" dans eurodevises.

Ces dernières avaient pour mission de nouer des liens privilégiés avec leurs homologues européens afin, comme le pense Einzig<sup>63</sup> de pouvoir à moyen terme leur emprunter des devises à des taux préférentiels : dans un premier temps, ils prêtèrent, en particulier aux banques britanniques, des dollars à des taux inférieurs à ceux du marché, donnant ainsi naissance au marché des eurodevises.

Enfin l'offre de dollars provient également d'un déplacement d'une partie de l'épargne américaine vers l'Europe. En effet, aux États-Unis, la réglementation "Q" de 1958 plafonne la rémunération des dépôts à vue, les titulaires de ces dépôts en dollars les placent en Europe où ils sont mieux rémunérés.

---

<sup>62</sup>BEKERMAN G.,1981, *ibidem*, p. 8.

<sup>63</sup>EINZIG P. et QUINN B. S., *ibidem*, p. 22.

### 1.1.1.3 Définition du marché des eurodevises

Est définie comme eurodevise, toute devise gérée hors de son territoire d'origine. Cependant, seules les monnaies convertibles, c'est à dire négociables sur les marchés des changes, sont des eurodevises.

Le marché des eurodevises, compartiment des flux à court terme du marché international des capitaux, pourvoit à une double fonction : d'une part il est un marché interbancaire où les banques à capacité de financement prêtent leurs ressources excédentaires aux banques à besoin de financement, et d'autre part il est un marché auquel les agents non financiers ont recours par l'intermédiaire d'une eurobanque (les banques gérant les eurodevises).

Les crédits et les dépôts ont une échéance courte : de trente à soixante jours.

### 1.1.2 La création du marché des euro-obligations

Nous avons montré que la condition nécessaire à la création d'un marché international des capitaux et ainsi de la création du marché des euro-obligations est la convertibilité externe des monnaies. Sans cette dernière, aucun marché international de capitaux n'aurait en effet pu voir le jour. Cette condition est assurée par l'existence dès 1958 d'un marché à court terme du dollar à l'extérieur des États-Unis : le marché des eurodollars.

Ainsi, dès 1963, les conditions nécessaires à la création d'un marché à long terme des euromonnaies étaient réunies. Encore fallait-il qu'un « homme d'influence, accélérateur du rationnel, devancier des probables »<sup>64</sup> songe à émettre la première euro-obligation.

En 1962, Sir S. Warburg, financier à l'imagination créatrice, propose l'émission depuis la City de Londres d'un emprunt à long terme en dollars pour le compte de la C.E.C.A. (Communauté Économique du Charbon et de l'Acier). Cependant, le banquier attiré de cette dernière était K. Loeb et S. G. Warburg ne souhaitait pas lui prendre sa clientèle, il lui a donc été nécessaire de trouver une grande entité économique disposée à emprunter des dollars selon le dispositif qu'il avait conçu.

Son choix se porte sur la firme italienne de sidérurgie Finsider, filiale de l'I.R.I. (Institut pour la Reconstruction Industrielle, holding de l'État italien) à la recherche de dollars à long terme

---

<sup>64</sup>ATTALI J., 1986, *Un homme d'influence Sir Siegmund G. Warburg 1902-1982*, Paris, Le Livre de Poche, p. 398.

pour poursuivre son programme d'investissement. Selon Attali <sup>65</sup>, Finsider ayant de nombreuses dettes, le Président de l'I.R.I. décline les services de Warburg qui alors propose que l'emprunt soit émis pour le compte d'une autre filiale, non endetté, gestionnaire des autoroutes italiennes : Autostrade Italiane.

Fisher III<sup>66</sup> explique ce refus autrement : tout paiement d'intérêt portant sur des emprunts pour le compte de Finsider auraient soumis à la taxe de retenue à la source tandis que ceux qui concernaient Autostrade Italiane en étaient exemptés.

Le 14 janvier 1963, Warburg et Donatini (Président de l'I.R.I.) parviennent à un accord : Autostrade Italiane lancera un emprunt, garanti par l'I.R.I., de 15 millions de dollars sur 15 ans à 5,5% d'intérêt et en reversera l'intégralité à Finsider qui les convertira en lires. Les juristes londoniens Allen et Overy, les agents de change de la Cité de Londres Missel et Strauss, Turnbull & co préparent le lancement de la première euro-émission obligataire dont la localisation se fera au Luxembourg car les droits de timbres exigés par la Banque Centrale sont moins élevés que ceux que la Banque d'Angleterre a fixé.

Cinq banques européennes (S. G Warburg & co, le chef de file et les co-chefs de file, Banque de Bruxelles, Deutsche Bank, Rotterdamsche Bank et Banque Internationale à Luxembourg) sont chargées du placement de cette euro-obligation et perçoivent une commission de 520 000 dollars, soit 3,5% du montant de l'emprunt.

Le 1er juillet 1963, la première euro-obligation est émise : « étrange contrat, établi selon la loi anglaise, signé à La Haye, coté à Luxembourg, émis en dollars, pour financer les investissements payés en lires d'une entreprise italienne qui n'est pas celle qui emprunte »<sup>67</sup>.

Son placement s'avérant difficile, l'emprunt sera l'objet d'une décote de près de 5 points et il faudra attendre quatre mois avant que la deuxième euro-émission ne soit lancée.

En effet, pour rendre cette transaction reproductible c'est-à-dire pour que le marché se développe, il faut encore qu'une organisation spécifique se mette en place, poussée en ce sens par l'émergence de mesures réglementaires destinées à réduire la spéculation sur les principales devises.

---

<sup>65</sup>ATTALI J., *ibidem.*, p. 402.

<sup>66</sup>FISHER III F. G., 1988, *ibidem.*, p. 15.

<sup>67</sup>ATTALI J., *ibidem.*, p. 404.

### 1.1.3 Des réglementations domestiques destinées à réduire la spéculation favorisent l'essor du marché des euro-obligations

Des mesures réglementaires en Europe de l'Ouest et aux États-Unis permettent à un marché financier naissant de se développer sans pour autant consolider son mode de fonctionnement. C'est à ce stade la multiplication de transactions analogues qui crée le marché.

#### 1.1.3.1 Des mesures de contrôle en Europe de l'ouest

Dès 1964, des mesures seront adoptées principalement par la RFA et prennent la forme d'un système de file d'attente pour les euro-émissions et d'un impôt de retenue à la source. Cette nouvelle organisation est donc initiée par une réglementation.

Par crainte de mouvements spéculatifs sur le deutsche mark, l'Allemagne contrôle les euro-émissions en deutsche marks en instaurant en 1964 un comité, composé des principaux chefs de file allemands et de la Bundesbank, chargé d'autoriser mensuellement le nombre et le montant d'euro-émissions en deutsche marks.

La même année voit le jour un impôt de retenue à la source de 25 % sur les obligations domestiques détenues par les non-résidents et les obligations émises par les étrangers ne sont pas soumises à cette fiscalité. Les non-résidents se portent alors sur des titres non imposés, permettant la croissance du marché à long terme de l'euro-deutsche mark.

Des mesures similaires sont mises en œuvre aux Pays-Bas et produisent les mêmes effets : la création d'un marché euro-obligataire en florins.

Les agents économiques de l'Europe de l'Ouest rencontrant un surenchérissement du coût d'un emprunt sur le territoire national se portent sur le marché euro-obligataire : de 1965 à 1968, ils sont à l'origine de 30 % du marché des euro-émissions.

Les mesures de contrôles sur les marchés domestiques américains sont aussi responsables de cette évolution.

### 1.1.3.2 Des mesures de contrôle aux États-Unis

Les mesures de contrôles mises en place aux États-Unis s'effectuent en deux temps : tout d'abord, une taxe de péréquation de l'intérêt (IET) égalise dès 1963 le coût d'un emprunt sur le marché américain avec celui des marchés européens; dans un second temps, sont appliquées des mesures de restrictions volontaires puis obligatoires des investissements directs à l'étranger (*Voluntary Foreign Restriction Act* : VFRA). Les effets de l'IET associés à ceux de la VFRA expliquent pourquoi les entreprises européennes et américaines cherchent sur la période des sources de financement sur le marché euro-obligataire.

#### - La taxe de péréquation de l'intérêt

En février 1962, le gouvernement américain, préoccupé par le déficit croissant de la balance des paiements, s'exprime à Paris par la voix de Douglas Dillion, secrétaire du trésor qui incite les investisseurs européens à se financer de préférence sur leur propre marchés de capitaux<sup>68</sup>. Encore fallait il que cette incitation se traduisît de façon plus concrète sur les marchés de capitaux: l'idée de la taxe de péréquation de l'intérêt était déjà en route.

Annoncée par le Président Kennedy le 18 juillet 1963, dans son message au Congrès, la taxe de péréquation de l'intérêt (IET: *Interest Equalisation Tax*) sera votée en septembre 1964 et aura un effet rétroactif à partir de juillet 1963.

#### - Contenu et objectifs de la taxe de péréquation de l'intérêt

Elle s'applique aux titres émis sur le territoire américain, par des étrangers (pays ou entreprises) à l'exception de ceux émis par des pays en voie de développement, des entreprises dont 80% de l'activité a lieu dans ces derniers et des organisations internationales<sup>69</sup>. Les titres canadiens et japonais sont exonérés de la taxe à concurrence de 100 millions de dollars par an.

---

<sup>68</sup>discours de Douglas DILLION au colloque de l'association des banquiers américains à Rome en mai 1962 résumé par Frederick FISHER III G., *The Eurodollar Bond Market*, Euromoney Publications, 1979, p. 15

<sup>69</sup>Les pays concernés par l'IET sont les suivants : Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, France, Hong Kong, Italie, Japon, Liechtenstein, Luxembourg, Monaco, Nouvelle Zélande, Norvège, Pays Bas, République d'Afrique du Sud, République Fédérale d'Allemagne, Royaume- Uni, San Marin, Suède, Suisse . En 1965, s'ajouteront : Les Bahamas, Les Bermudes, L'Irlande, le Koweït et le Portugal.

En instaurant cet impôt, le gouvernement américain a voulu rendre le marché américain de capitaux peu attractif aux acheteurs, résidents des États-Unis, de titres étrangers afin de limiter les sorties de capitaux hors des États-Unis.

En effet, il s'agit de « majorer le coût des emprunts étrangers émis sur le marché américain »<sup>70</sup> en égalisant le coût d'un emprunt aux États-Unis au coût d'un emprunt en Europe.

La taxe ne concerne pas les prêts à court et moyen terme des banques et les investissements directs mais le sénateur Gore fera voter un amendement qui élargira l'application de la taxe aux prêts à long terme des banques.

Ainsi en 1964, la taxe s'élevait à 15% pour les actions et variait en fonction de l'échéance pour les obligations (de 2,75% pour une échéance comprise entre trois ans et trois ans et demi à 15 % pour une échéance allant au delà de 28 ans et demi). Elle devait être appliquée jusqu'à la fin de 1965 mais sera prolongée jusqu'en 1974.

Ces pourcentages seront périodiquement révisés en fonction de l'évolution du coût des emprunts dans le reste du monde: « le taux de la taxe était conçu pour augmenter les taux d'intérêts des emprunts étrangers de 1% et les mettre ainsi à égalité avec le plus élevé des taux correspondants en Europe »<sup>71</sup>.

*- Effets de la taxe de péréquation de l'intérêt sur le déficit de la balance américaine des paiements*

Paradoxalement, les conséquences d'une telle mesure sur le déficit de la balance des paiements ne sont pas celles que le gouvernement américain attendait : lorsqu'un contrôle est institué sur un marché, les agents ne songent qu'à le contourner.

Ainsi les emprunteurs ont adopté deux modes de contournement de la taxe : le premier consiste à emprunter des fonds non imposables et le second à ne plus faire appel au marchés de capitaux américains.

---

<sup>70</sup>MICHALET C. A., 1972, *Le marché des euro-obligations : un marché financier transnational*, in " Les Euro-obligations, Eurobonds ", Travaux du Centre de Recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, Volume 1, Université de Dijon, Institut des Relations Internationales, Librairies Techniques, Paris.

<sup>71</sup> LA BRUSLERIE (de) H., 1984, *ibidem*, p. 50.



Suivant le premier mode, les agents peuvent avoir recours à des prêts bancaires à long terme et à l'investissement direct ou alors dans une moindre mesure s'adresser à des emprunteurs non soumis à la taxe (en particulier le Canada). Cooper rejette cette deuxième hypothèse : « même si des transactions individuelles de ce type auraient pu être substantielles, on ne peut pas prouver qu'un contournement de grande ampleur de l'IET se soit ainsi passé »<sup>72</sup>.

En revanche, la première hypothèse est vérifiée par les statistiques : le volume de l'investissement direct américain en Europe est passé de 924 millions de dollars en 1963 à 1 342 millions de dollars en 1964 et sur la même période, le volume des prêts bancaires des banques commerciales américaines a doublé (ces derniers seront imposables à l'IET dès 1965).

Dans le second mode, les agents non américains désireux de se procurer du dollar, émettent des obligations libellées dans cette monnaie à l'extérieur des États-Unis: de 1963 à 1964, la dimension du marché des euro-obligations est multipliée par trois. En apparence, « la naissance du marché euro-obligataire s'explique comme une réaction spontanée contre les réglementations nationales »<sup>73</sup> La taxe de péréquation de l'intérêt « a contraint les emprunteurs non américains à chercher des sources de financement en dehors des États-Unis et à se reporter sur le marché euro-obligataire »<sup>74</sup>. Cette mesure réglementaire entraîne donc un accroissement du volume d'émissions du marché pour les non résidents américains.

Les effets de l'IET sur la réduction de la balance de paiements américaine n'auront pas l'ampleur souhaitée : la balance des paiements américaine présentée sous la forme des liquidités voit son déficit se creuser de 0,1 milliard de dollars entre 1963 et 1964 tandis que le déficit de la balance des règlements officiels diminue de 0,5 milliard de dollars. Tout en prolongeant la durée d'action de l'IET, le gouvernement Johnson envisagera un autre moyen pour que le déficit s'allège considérablement.

L'IET a également des effets sur les achats de titres étrangers par les résidents américains

---

<sup>72</sup>COOPER R. N., 1965, « The Interest Equalization Tax :An Experiment in the Separation of Capital Markets », *FINANZARCHIV Neue Folge*, Band 24, Heft 3, Dezember, p. 462.

<sup>73</sup>BEKERMAN G., 1977, « Le marché euro- obligataire », *Revue Banque*, n °362, mai, p. 541.

<sup>74</sup> SIMON Y., 1993, *Techniques financières internationales*, Paris, Economica, 5ème ed., p. 252.

- *Effets sur les achats de titres étrangers par les résidents américains*

\* Effet volume sur les titres émis aux États-Unis

Si l'achat de nouveaux titres étrangers par des résidents américains a presque doublé de 1960 à 1962, passant de 555 millions de dollars à 1076 millions de dollars, il a augmenté de plus de 90% au premier semestre de 1963 par rapport à son volume de 1962.

L'achat de nouveaux titres étrangers baisse de près de 80 % au second semestre 1963 : la taxe s'appliquant rétroactivement à partir de juillet 1963. En 1964, cette chute affecte exclusivement les titres émis par les pays concernés par la taxe et le Canada voit le volume d'achats de ses titres augmenter considérablement. Comme le souligne Cooper, « si l'on prend en compte uniquement les titres imposables, l'IET doit être considéré comme un succès »<sup>75</sup>.

\* Effet prix sur les titres obligataires

On évaluera l'effet-prix de l'IET, en comparant pour une même année, les prix des obligations étrangères détenues par les résidents américains avant 1963 et le prix des obligations étrangères imposables. Si un non-résident cherche à vendre des obligations étrangères à un résident américain, le prix de vente devra être diminué<sup>76</sup> du montant de l'IET, sinon le résident américain préférera acheter des obligations domestiques. Cooper<sup>77</sup> montre dans son étude de 1965 que les prix de vente des obligations vendues par les non-résidents sont légèrement supérieurs aux prix de vente envisagés précédemment.

Pour l'année 1963, il explique ce phénomène en invoquant une anticipation des agents qui auraient spéculé sur un vote négatif de l'IET. En revanche pour les années postérieures, la seule raison trouvée par l'auteur serait une forte demande, de la part des non-résidents, d'obligations étrangères vendues sur le marché new-yorkais.

Si l'effet volume de l'IET a particulièrement joué sur les titres imposables, l'effet prix n'a pas été d'une grande ampleur.

Un autre moyen est envisagé pour réduire le déficit de la balance des paiements américaine : le programme de restriction volontaire puis obligatoire des investissements.

---

<sup>75</sup> COOPER R.N., *ibidem.*, p. 456.

<sup>76</sup> La réduction s'élève à  $D = 1 - 1/1 + T = T / 1 + T$  où T représente la valeur de l'IET en pourcentage.

<sup>77</sup> COOPER R.N., *ibidem.*

- Effets du programme de restrictions volontaires (puis obligatoires) des investissements

Le programme de restrictions est passé du statut de volontaire à sa création en 1965 au statut d'obligatoire en 1968. Seul le niveau des investissements directs et des crédits des sièges des entreprises situées aux États-Unis sont plafonnés, leurs filiales et leurs succursales à l'étranger sont exemptées du programme.

Les agents économiques américains cherchent à contourner cette nouvelle réglementation : les banques américaines créent de nombreuses filiales en dehors des États-Unis

Ainsi, elles financent de l'étranger les investissements directs des entreprises américaines, essentiellement sous la forme d'euro-obligations. Le programme aura stimulé une demande de fond en dollars à l'extérieur des États-Unis donnant ainsi une impulsion au marché international du dollar. « En 1964, 11 banques américaines exploitaient 181 sièges à l'étranger. En 1975, 126 banques américaines exploitent 751 filiales et succursales dans plus de 80 pays... »<sup>78</sup>.

Des mesures de contrôle des mouvements de capitaux sur le territoire américain ont dans un premier temps renchéri le coût d'un emprunt aux États-Unis puis dans un second temps ont limité les sorties des capitaux des résidents vers l'extérieur : elles ont donc rendu plus difficile le financement des entreprises américaines et celui des entreprises étrangères, en particulier européennes.

Ces mesures sont directement responsables des emprunts croissants des entreprises américaines et européennes sur le marché euro-obligataire de 1963 à 1968.

Ainsi, le poids déterminant des emprunteurs européens et américains (70,9 % des emprunteurs) se conçoit comme la résultante d'un double contrôle sur les mouvements de capitaux au plan national : celui des pays européens et celui des États-Unis. L'instauration de contrôles sur les mouvements de capitaux conduit à la croissance du volume des transactions sur le marché. La banalisation de ces transactions jointe à ces mécanismes de contrôle contribue à conférer à un marché en émergence le statut d'une organisation permanente se concevant progressivement *en soi et pour soi*.

---

<sup>78</sup>BEKERMAN G., 1981, *ibidem*, p. 15.

### 1.1.4 Statistiques résumées sur la période 1963-1968

Sur la période 1963-1968, le marché a connu une croissance annuelle moyenne de 120,22%, un taux de croissance exceptionnel qui est caractéristique par son ampleur d'une période de création de marché. Le tableau ci-dessous témoigne de l'essor du marché euro-obligataire sur la période et il permet de mettre en évidence le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés.

Taille moyenne des émissions en millions de dollars us	Total des Capitaux levés sur le marché en millions de dollars US	Nombre d'émissions
21,62	8734,7	360

**Tableau 1. 1 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés - Moyenne sur la période 1963-1968 en millions de US \$**

Source : Calculs personnels à partir de la base de données de SDC Platinum, à l'exception de l'année 1965 (source OCDE, « Statistiques financières internationales »)

Sur la période, le nombre d'émissions est de 360 avec une taille moyenne de 21,62 millions de dollars pour atteindre en moyenne un montant des capitaux levés de 8 734,7 millions de dollars.

Le caractère globalisé – et ce dès son essor – du marché des euro-obligations est amplement illustré par les statistiques financières internationales publiées par l'O.C.D.E. L'origine géographique des emprunteurs est plus diversifiée car si elle a concerné les États-Unis en début de période elle s'étend à l'ensemble des pays de l'O.C.D.E. en fin de période. Le tableau suivant montre que les emprunteurs des pays de l'O.C.D.E. représentent la quasi-totalité des émetteurs.

O.C.D.E	77,59
dont	
Etats-Unis	24,31
Japon	5,94
Italie	5,38
Danemark	5,35
Norvège	5,12
Belgique	4,65
Pays-Bas	3,13
Royaume-Uni	1,42
non O.C.D.E	2,19
SUPRANATIONALES	16,93

**Tableau 1. 2 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations- Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Sur la période étudiée, la nature des emprunteurs sur le marché des euro-obligations libellées en eurodollars est similaire à celle qui des euro-obligations pris dans leur ensemble, c'est à dire toutes monnaies confondues.

	Part dans le volume annuel d'émissions toutes monnaies confondues	Part dans le volume annuel d'émissions d'eurodollars
Secteur privé	54,8	52,7
Secteur public	45,2	47,3
dont		
Gouvernements	16,2	16,4
Organisations publiques	16,1	17,4
Municipalités	5,5	5
Organisations internationales	7,4	8,5

**Tableau 1. 3 : Nature des emprunteurs de 1963 à 1968 (en pourcentage du volume annuel d'émissions)**

Sources : Inter Bond Services Ltd

Nous remarquons la relative prépondérance du secteur privé qui concerne près de 55% des emprunteurs sur le marché toutes euromonnaies confondues tandis que le secteur public ne représente que 45% d'entre eux.

Les pays d'origine des emprunteurs se concentrent autour de deux grands pôles : d'un côté les États-Unis à la hauteur de 30,1% et d'autre part, les pays d'Europe de l'ouest pour 40,8%. Le reste des emprunteurs est constitué par les organisations supranationales (7,4%), l'Asie (5,9%), l'Australie et la Nouvelle Zélande (4,5%), l'Amérique Centrale (4,6%), les multinationales (4,00%), l'Afrique (1,8%), le Moyen Orient (0,4%) et l'Amérique du Sud (0,5%).

Une étude d'Inter Bond Services Ltd croisant à la fois des données sur l'origine et la nature des emprunteurs nous conduit à constater que :

- la part des emprunts des entreprises non américaines s'élève à près de 30% en moyenne pour les années 1965, 1966 et 1967 et baisse considérablement en 1968 atteignant 16,8% ;

- les émissions des entreprises américaines constituent près de 34 % du marché en 1965, 38,4 % en 1966, 28,07 % en 1967 et 58,66 % en 1968.

La nature et l'origine géographique des emprunteurs sur le marché euro-obligataire sont les conséquences directes des mesures de contrôle des sorties de capitaux instaurées tant en Europe de l'ouest qu'aux États-Unis. La multiplication des transactions initiées par cette catégorie d'acteurs conduit à la banalisation du marché de manière à faire face aux contraintes induites par les réglementations sur les mouvements de capitaux.

Dans le même esprit, le tableau suivant, établi sur la base de sources identiques au précédent, indique que les monnaies de dénomination des emprunts restent limitées sur la période 1963-1968 à principalement quatre devises en l'occurrence le dollar qui représente 87,45% des emprunts suivi du deutschemark puis de la livre sterling et du florin néerlandais.

	Moyenne
Deutschemark	9,85
Franc français	0,18
Florin néerlandais	0,04
Livre sterling	2,49
Dollar US	87,45

**Tableau 1. 4 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Les moyens mis œuvre pour réduire le déficit de la balance des paiements, américaine ont entraîné la croissance et la prédominance du marché des euro-obligations en dollar.

L'instauration d'un impôt de retenue à la source en Allemagne a eu pour conséquence la création et le développement du marché des euro-obligations en deutsche mark (en moyenne, 9,85% du volume annuel d'émissions).

Enfin, la répartition par instruments des emprunts euro-obligataires du tableau suivant montre que la totalité des emprunts sont à taux fixe.

Fixe	100%
FRN	0%
Convertibles	0%
Warrants	0%

**Tableau 1. 5 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1963-1968 en pourcentage du volume d'émission**

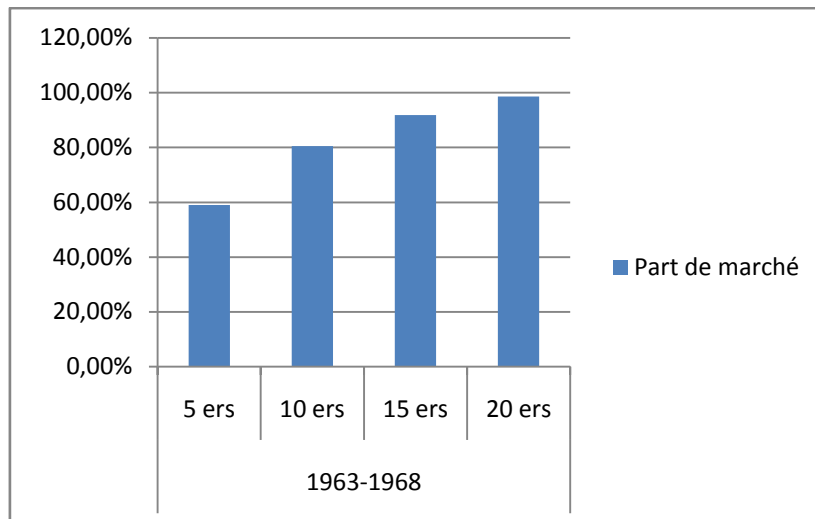
Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Seuls les instruments à taux fixe sont utilisés au cours de la période en raison d'une volatilité limitée des taux d'intérêt nominaux au cours de la période.

Pour comprendre l'origine géographique des eurobanques sur la période 1963-1968, il nous faut dans un premier temps apprécier le degré de concentration des chefs de file dans les euro-émissions. Nous avons eu recours à la base de données SDC platinum qui recense le volume des émissions sur le marché primaire des euro-obligations sur la période. Cependant, elle ne nous donne pas d'informations sur l'année 1965.

Nous avons déterminé sur la période 1963-1968, la part de marché dégagé par les 5, 10, 15 et 20 premiers chefs de file. L'histogramme suivant résume nos résultats :





**Tableau 1. 6 : Parts de marché des chefs de file sur la période 1963-1968**

Sources : Calculs personnels à partir des données de SDC Platinum

L'activité d'émission est très concentrée sur cette période puisque les dix premiers chefs de file réalisent au moins 80% du volume d'émission et 100% pour les vingt premiers.

En reprenant les données de la base SDC Platinum, Nous avons déterminé pour chaque chef de file, son origine géographique puis nous avons calculé en moyenne sur la période 1963-1968 les parts de marché de chaque pays.

Belgique	14,41%
E.U	21,20%
France	5,44%
G.B	22,48%
Hong Kong	1,30%
Italie	4,23%
Japan	2,30%
Luxembourg	1,49%
RFA	27,52%
Suède	1,49%
Suisse	20,09%

**Tableau 1. 7 : Parts de marchés par origine géographique des chefs de file en moyenne sur la période 1963-1968 sur le marché primaire des euro-obligations**

Sources : Calculs personnels d'après SDC Platinum

Cinq pays d'origine des chefs de file dominant l'activité d'émission sur le marché primaire : la RFA, la Grande Bretagne, les États-Unis, la Suisse et la Belgique. Ce sont des pays dotés d'une solide tradition de banque d'affaires et dont les monnaies nationales pour les quatre premiers sont largement présentes dans les flux financiers internationaux : le deutschemark, la livre sterling, le dollar et le franc suisse. On note également dans ce classement la présence de deux pays où le secret bancaire est particulièrement préservé, en l'occurrence la Suisse et la Belgique dans une moindre mesure.

Cette moyenne sur la période reflète une évolution contrastée de la part de marché par origine géographique des chefs de file. Nous mettons en évidence nos résultats pour chaque année de la période considérée ci-dessous.

	1963	1964	1966	1967	1968
Belgique	43,74%	6,28%	2,90%	4,73%	
E.U		8,13%	25,47%	24,73%	26,45%
France				5,44%	
G.B	14,06%	35,56%	18,27%	24,97%	19,55%
Hong Kong				1,30%	
Italie			4,53%	7,47%	0,68%
Japan		3,33%	1,81%	2,17%	1,90%
Luxembourg					1,49%
RFA		26,72%	26,25%	17,09%	40,01%
Suède		2,22%	1,72%	0,54%	
Suisse	42,19%	17,74%	19,04%	11,55%	9,91%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

**Tableau 1. 8 :Part de marché par origine géographique des chefs de file de 1963 à 1968.**

Sources : Calculs personnels à partir des données SDC platinum

La première remarque qui s'impose est la prépondérance des banques belges en début de période parce que le montage financier conçu par S.G. Warburg implique pour des raisons fiscales et de droit de timbre la syndication de l'emprunt par des banques belges. La deuxième remarque est liée au dynamisme des banques anglaises, américaines et allemandes sur la période. Il s'explique en partie par la prépondérance des monnaies d'émission comme le dollar, la livre sterling et le deutschemark car il est d'usage de choisir un chef de file du pays de la monnaie d'émission.

Elle se conçoit également comme la résultante de l'histoire économique et de la structure même d'une banque d'affaire car au cours de ces années, seules les banques d'affaires américaines et anglaises sont capables de pourvoir à la fonction de chef de file, c'est-à-dire

qu'elles pratiquent depuis longtemps la syndication bancaire sur les marchés domestiques et sur les marchés des obligations étrangères.

En effet, les banques d'affaires anglaises (*merchant banks*) et américaines (*investment banks*) sont rompues aux techniques financières internationales de syndication d'obligations étrangères : si les premières sont héritières d'une tradition de longue date qui prend sa source au XIX<sup>ème</sup> siècle dans le financement du commerce international, les secondes très actives sur le marché des obligations domestiques et étrangères libellées en dollars voient leurs activités diminuer sous les effets conjoints de l'IET et dans une moindre mesure de la VFR. Ces mesures, comme nous l'avons étudié, ferment peu à peu le marché domestique américain : le marché euro-obligataire constitue un débouché nouveau pour les banques américaines.

Les activités de conseil en ingénierie financière des banques d'affaire leur ont permis de construire<sup>79</sup> pendant de nombreuses années un réseau dense de relations avec de nombreuses entreprises. Ces firmes s'adressent tout naturellement à elles dès la création du marché des euro-obligations.

Le revers de cette spécialisation est une capacité de placement limitée par un réseau étroit de guichets : seules les banques européennes, au réseau denses en guichets, peuvent ainsi assumer les fonctions de placement des titres.

L'année 1968, marque la chute considérable de la part de marché des banques anglaises (de 24,97 en 1967 à 19,55% en 1968) tandis que celle des banques allemandes et américaines augmentent.

Les banques allemandes ont progressivement appris les techniques du nouveau marché en étant successivement partie prenante au syndicat de garantie, co-chefs de file puis chef de file. Leur présence est rendue nécessaire par l'ouverture du compartiment de l'euro-deutsche mark : seules les banques allemandes pouvant diriger des emprunts dans cette monnaie.

Le déclin spectaculaire des banques anglaises est le résultat de la concurrence à laquelle elles se sont livrées avec les banques américaines : les mesures de restrictions volontaires des investissements instaurées en 1965, sont devenues obligatoires en 1968 et ont entraîné l'arrivée supplémentaire de banques américaines sur le marché.

---

<sup>79</sup> Voir notamment BEAUMIER J., 1988, *La galaxie Paribas*, Paris, Plon.

La convertibilité des monnaies et l'existence d'un marché des eurodevises ont permis la création du premier marché financier globalisé. Ce sont des mesures réglementaires destinées à limiter la spéculation sur les devises qui ont permis son essor. Les intermédiaires financiers ont su à la fois adapter des procédures de syndication pour organiser le marché primaire et développer des centrales de compensation structurant le marché secondaire. Toutefois, les monnaies de dénomination des emprunts demeurent limitées aux quelques grandes monnaies jouant un rôle important dans le commerce international de l'époque.

Dans une deuxième phase, nous montrerons que ce ne sont plus les États à travers leur politique de contrôle des mouvements de capitaux qui sont le moteur principal du développement du marché mais bien les intermédiaires financiers qui, en adaptant le produit financier euro-obligations aux turbulences du système monétaire international (taux de change et taux d'intérêts), conduisent le marché euro-obligataire à évoluer. En d'autres termes, nous allons analyser comment le marché gagne progressivement son autonomie grâce non pas aux États, ni aux investisseurs, ni aux emprunteurs, mais sous l'impulsion d'acteurs « médians » qui voient dans ce développement l'opportunité d'accroître leurs sources de revenus.

Le marché est envisagé ici comme une organisation permanente répondant à des facteurs externes d'incertitude provenant de son environnement. L'innovation financière s'appréhende comme une fonction de réponse des eurobanques pour permettre au marché de continuer à exister face à de nouveaux besoins. L'organisation en vient à créer des transactions nouvelles pour suppléer celles qui ont conduit à sa création

## 1.2 Une phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts : 1969-1983

Cette phase d'adaptation s'est manifestée à travers deux phénomènes induits par les intermédiaires financiers : l'innovation financière et l'organisation des centrales de compensation. Nous étudierons successivement chacun d'entre eux.

### 1.2.1 Un moyen pour s'adapter à l'incertitude croissante sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change : l'innovation financière<sup>80</sup>

La période 1969-1983 a été marquée par une forte instabilité des taux de change et une grande volatilité des taux d'intérêts. Les intermédiaires financiers adaptent leurs produits pour les rendre moins sensibles aux aléas de la conjoncture. En effet, cette phase est en partie caractérisée par une complexification des produits proposés. Cette complexité nouvelle a pour justification de réduire l'incertitude sur l'évolution des taux de change et des taux d'intérêts et de limiter le risque de non-remboursement de l'emprunt. Concomitamment, elle appelle le développement d'expertises nouvelles dont l'organisation va devoir se doter. Nous-nous intéresserons successivement à chacune de ces innovations.

---

<sup>80</sup>On pourra consulter à ce sujet :

DUFLOUX C., 1980, « Crise actuelle et innovations récentes sur le marché financier international », *La Revue Banque*, n°395, mai, p 618-624.

DUFLOUX C., 1983, « L'innovation au service des emprunteurs », *La Revue Banque*, n°425, février, p 170-185.

DUFLOUX C., 1983, « L'imagination créatrice des banquiers sur le marché euro-obligataire », *La Revue Banque*, p 915-919.

DUFLOUX C., 1984, « De nouvelles euro-obligations pour attirer les investisseurs », *La Revue Banque*, n°435, Janvier, p 50-71.

### 1.2.1.1 Les innovations réduisant l'incertitude et portant sur l'évolution des taux de change

Ces innovations ont tout d'abord reposé sur des combinaisons de monnaies, puis sur la complexification de l'offre (obligations convertibles et produits dérivés).

- L'innovation sur la dénomination des monnaies : les paniers de monnaies

L'innovation sur la dénomination des monnaies dans lesquelles le titre est libellé, porte au cours de la période sur l'usage des paniers monétaires.

\* Définition des paniers monétaires

Un panier de monnaies étant selon Leroux, « une unité composite qui est la somme de différentes monnaies »<sup>81</sup>, il constitue par sa nature le meilleur moyen de minimiser le risque de change, dans la mesure où il le répartit sur un grand nombre de monnaies.

\* Évolution de 1969 à 1983 de la part des paniers monétaires dans le volume annuel d'émissions toutes monnaies confondues

De 1969 à 1982, le volume d'émissions des titres libellés en monnaies composites a suivi une évolution contrastée. Comme nous l'indique le tableau suivant, sa part, en pourcentage du volume total d'émissions, toutes monnaies confondues, varie entre un minimum de 0,17% en 1977 et un maximum de 6,16 % en 1971.

---

<sup>81</sup> LEROUX F., 1988, *Marchés internationaux de capitaux*, Paris, Éditions ESKA, p. 360.

Année	Monnaie composite
1969	1,83
1970	3,24
1971	6,16
1972	0,43
1973	3,6
1974	5,57
1975	5,61
1976	0,67
1977	0,17
1978	1,47
1979	2,38
1980	0,5
1981	2,53
1982	1,66

**Tableau 1. 9 : Part des monnaies composites dans le volume total d'émissions de 1969 à 1982 (en pourcentage du volume annuel d'émissions)**

Sources : Calculs personnels à partir des statistiques financières internationales de l'O.C.D.E.

Les années de croissance correspondent aux années de forte instabilité du taux de change du dollar. Les années 1970 et 1971 portent la marque des modifications du Système Monétaire International devant aboutir aux Accords du Smithsonian. Les années 1973, 1974 et 1975 sont des années marquées par la montée de l'incertitude liée aux effets de la multiplication par deux du prix du pétrole.

Ces données générales ne sauraient nous dispenser d'étudier l'évolution propre à chaque monnaie composite en l'occurrence : l'E.C.U., l'E.U.A., l'E.U.R.C.O. et le D.T.S.



\* Étude spécifique de chaque panier monétaire

— l'E.C.U. (*European Currency Unit*)

La valeur de l'E.C.U. est fixe par rapport aux parités définies du F.M.I.<sup>82</sup>. Le recours à l'E.C.U. comporte des avantages. Le premier atout, commun aux emprunteurs et aux prêteurs réside dans l'absence de contrôle des changes. Le deuxième avantage est assuré aux emprunteurs qui bénéficient pour cette monnaie composite d'un faible taux du coupon. Le troisième avantage revient à l'investisseur qui en achetant un titre en E.C.U., détient une position spéculative dans six monnaies à la fois et choisit d'être payé dans la monnaie qui s'est le plus appréciée.

Toutefois, la part du volume d'émissions de l'E.C.U. dans le volume global des titres, toutes monnaies confondues, ne s'est pas avérée très importante comme en témoigne le tableau ci-dessous.

---

<sup>82</sup> Jusqu'en 1971, 1 E.C.U. est égal à 3,66 deutsche marks ; à 50 francs belges ; à 5,5541 francs français ; à 625 liras italiennes ; à 50 francs luxembourgeois ou à 3,62 florins et chacune des parités est égale à un dollar. Depuis 1972, il convient, sur le plan technique, de distinguer deux écus : un E.C.U. 1 qui correspond aux parités que nous avons définies jusqu'en 1971 et un E.C.U. 2 prenant à partir de 1972 une nouvelle forme. Les parités de l'E.C.U. 2 sont respectivement égales à 3,225 deutsche marks ; à 44,8159 francs belges ; à 5,1157 francs français ; à 581,5 liras italiennes ; à 44,8159 francs luxembourgeois et à 3,244 florins.

En 1979, l'E.C.U. se définit par référence à l'unité de compte européenne et un E.C.U. se compose de : 0,828 deutsche mark ; 1,150 franc français ; 0,0885 livre sterling ; 0,286 florin ; 109 liras ; 3,660 francs belges ; 0,217 couronne danoise ; 0,00750 livre irlandaise ; 0,140 franc luxembourgeois.

Année	E.C.U
1969	0
1970	1,7
1971	2,24
1972	0,43
1973	0
1974	0
1975	0,29
1976	0
1977	0
1978	0
1979	0
1980	0
1981	0,49
1982	1,64

**Tableau 1. 10 : Part de l'E.C.U. dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage)**

Sources : Calculs personnels à partir des statistiques financières internationales de l'O.C.D.E.

La première euro-émission en E.C.U. a été lancée par la Communauté Économique Européenne en 1970 pour un montant équivalent à 50 millions de dollars. Toutefois, il a fallu près de dix ans pour que l'usage de l'E.C.U. se répande : de 1970 à 1980, seules cinq euro-émissions ont vu le jour dans cette monnaie.

La plupart des entreprises délaissent cette dénomination. Les organisations<sup>83</sup> internationales ayant un intérêt politique à mettre en valeur l'écu, ont recours à cette monnaie composite. Les pays qui ont une mauvaise signature ne leur permettant pas d'accéder au marché euro-obligataire dans une autre devise<sup>84</sup> se financent alors par des émissions en E.C.U. Les

---

<sup>83</sup>Ainsi de la Communauté Économique Européenne en 1970.

<sup>84</sup>Le Brésil a également utilisé cette monnaie composite en 1972 car sa signature n'aurait pas été suffisante pour recourir à un emprunt dans une autre devise.

entreprises dans la situation d'Eurofima, qui tirent leur bénéfice dans les six monnaies du panier, font appel à l'E.C.U.

En fin de période, l'E.C.U. est réintroduit sur le marché euro-obligataire en avril 1981 après avoir disparu pendant cinq ans. D'avril 1979 à fin 1982, on ne compte pas moins de six réaménagements de parités.

— l'E.U.A. (*European Unit of Account*)

En août 1972, la Kredietbank imagine une nouvelle formule de l'E.U.A. qui vaut désormais 0,88867088g d'or et, si l'or est remplacé, on définit cette monnaie composite par rapport aux D.T.S. La valeur or de l'E.U.A. n'est modifiée que si toutes les devises de la C.E.E. élargie voient la leur changer et qu'une majorité absolue se dégage dans un sens de variation. La modification se fait par le plus petit pourcentage de changement du groupe majoritaire.

Ainsi, l'E.U.A. est une « formule où aucun intervenant ne peut profiter indûment de l'instabilité des taux de change aux dépens des autres et...le concept de l'E.C.U. ne garantit pas le même degré de stabilité »<sup>85</sup>.

C'est sans doute la raison pour laquelle la part de l'E.U.A. dans le volume d'émissions toutes monnaies confondues est plus importante que celle de l'E.C.U, exceptées pour les années 1981 et 1982.

---

<sup>85</sup>DE BECKKER R.,1984, « An History of the eurobond market : the first 21 years », *Euromoney*, Londres, p.129.

Année	E.U.A.
1969	0
1970	0
1971	0
1972	0
1973	2,22
1974	3,8
1975	3,68
1976	0,67
1977	0,17
1978	1,27
1979	1,76
1980	0,4
1981	0,4
1982	0,02

**Tableau 1. 11 : Part de l'E.U.A dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage)**

Sources : Calculs personnels à partir des statistiques financières internationales de l'O.C.D.E.

Une autre donnée statistique nous montre que sur la période 1969-1978, le nombre d'émissions en E.U.A. a été 2,55 fois plus élevé que celui de l'E.C.U.

Année	E.C.U.	E.U.A.
1969	0	5
1970	1	4
1971	2	11
1972	1	0
1973	0	3
1974	0	9
1975	1	14
1976	0	5
1977	0	1
1978	0	7
1979	0	7
1980	0	3
1981	5	4
1982	19	1
Total	29	74

**Tableau 1. 12 : Nombre d'émissions en E.C.U. et en E.U.A.**

Sources : Inter-Bond Services Ltd.

— l' E.U.R.C.O. (*European Composite Unit*)

Crée en 1973, à l'initiative de banquiers londoniens, l'E.U.R.C.O. est un panier de monnaies de neuf devises européennes dont le poids relatif est défini par rapport au PNB et demeure constant pendant la durée de l'emprunt<sup>86</sup>.

L'E.U.R.C.O. a été peu utilisé au cours de la période, comme nous l'indique le tableau suivant.

---

<sup>86</sup> Le panier de l'E.U.R.C.O. s'établit comme suit : 1 E.U.R.C.O. est égal à 0,90 deutsche mark (28,9%) + 1,20 franc français (22,3%) + 0,075 livre sterling (14,6%) + 0,35 florins (10,1%) + 80 lires italiennes (9,9%) + 45,0 francs belges (9,5%) + 0,20 couronne danoise (2,7%) + 0,005 livre irlandaise (1,0%) + 0,5 franc luxembourgeois (1,0%).

Année	E.U.R.C.O.
1969	0
1970	0
1971	0
1972	0
1973	1,38
1974	1,5
1975	0
1976	0
1977	0
1978	0
1979	0
1980	0
1981	0,27
1982	0

**Tableau 1. 13 : Part de l'E.U.R.C.O. dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage)**

Sources : Calculs personnels à partir des statistiques financières internationales de l'O.C.D.E.

— les Droits de Tirages Spéciaux

La nouvelle méthode d'évaluation dite du panier type entre en vigueur le 1er juillet 1974<sup>87</sup> : le D.T.S., unité monétaire internationale pondérée voit sa valeur déterminée par le taux de change de 16 monnaies (en 1974 ces monnaies sont : le dollar américain, le deutschemark, la livre sterling, le dollar canadien, la lire italienne, le florin néerlandais, le franc belge, la couronne suédoise, le dollar australien, la peseta espagnole, la couronne norvégienne, la couronne danoise, le schilling autrichien et le rand sud africain).

---

<sup>87</sup>Sur un historique du D.T.S. se reporter à PASCALLON P., 1989, *Le système monétaire international : théorie et réalité*, Paris, Éditions de l'Épargne, p. 168-198.

En 1975, le Crédit Suisse First White Weld est la première eurobanque à lancer un emprunt en droits de tirages spéciaux et les sept émissions qui suivent sont à porter à l'actif d'émetteurs scandinaves.

La part du volume d'émissions des D.T.S. dans le volume global d'émissions toutes monnaies confondues est reportée dans le tableau suivant.

Année	D.T.S
1969	0
1970	0
1971	0
1972	0
1973	0
1974	0
1975	1,64
1976	0
1977	0
1978	0,2
1979	0,61
1980	0,1
1981	1,37
1982	0

**Tableau 1. 14 : Part du D.T.S dans le volume annuel d'émissions (en pourcentage)**

Source : Calculs personnels à partir des statistiques financières internationales de l'O.C.D.E.

Sur la période, les D.T.S. n'ont pas connu un vif essor, à l'exception de deux années : 1975 et 1981. Il est vrai que si le développement de l'E.C.U. est encouragé par l'existence du Système Monétaire Européen et par les emprunts de la Communauté Européenne, les D.T.S. ne disposent pas du même soutien de la part du F.M.I.

D'autres paniers de monnaies ont également vu le jour sur l'initiative de banques mais leur usage ne se développe pas. Citons par exemple, l'A.R.C.U. (*Arab Currency Unit*), un panier de monnaie créé par la banque Hambros et reposant sur douze monnaies de pays arabes.

#### — Avantages et inconvénients des paniers monétaires

Le recours aux paniers de monnaies offre un double avantage. D'une part, il permet de réduire la volatilité des taux de change<sup>88</sup> des monnaies les composant et d'autre part, il conduit à obtenir une stabilité des placements<sup>89</sup>.

Il n'en reste pas moins que l'utilisation des paniers de devises présente des inconvénients indéniables. Le premier, le plus apparent, a trait aux changements fréquents dans leur composition : l'E.C.U., au cours de la période, a connu au moins huit nouvelles définitions, la composition du D.T.S. a changé à trois reprises. Le second, sans doute le plus important, est celui du caractère peu liquide des paniers qui ne facilite pas les émissions en monnaies composites.

Si les paniers monétaires n'ont pas rencontré un développement rapide au cours de la période, c'est parce que les inconvénients relatifs à leur usage se sont avérés trop importants eu égard aux avantages de réduction de volatilité des taux de change mais c'est surtout aussi que, les eurobanques ont su développer d'autres produits qui répondent à l'objectif de moindre volatilité.

#### - les obligations convertibles avec option de change

Les obligations convertibles en actions ont été assorties d'une option de change de manière à les rendre plus attractives aux non-résidents américains. En effet, dans la mesure où les entreprises américaines sont majoritairement émettrices de ce type d'instruments, il n'existe

---

<sup>88</sup>Voir par exemple, LEROUX F. et ALBOUY M., 1982, « Les paniers monétaires optimaux et la réduction du risque de change », *Finance*, Octobre, Vol 3, n° 2 et n°2-3, p. 241-257.

<sup>89</sup>Une étude portant sur les D.T.S., illustre ce point : VAN DEN BOOGAERDE P., 1984, « The private SDR : an assessment of its Risk and Return », *I.M.F. Staff Papers*, Vol 31, n°1, mars.



pas un risque de change entre la monnaie de dénomination de l'obligation et celle dans laquelle s'exprime la valeur des actions.

Dès que des non-résidents américains empruntent des dollars par l'émission d'un titre convertible en actions, apparaît alors un risque de change entre le dollar et la monnaie de conversion des titres, le risque ainsi introduit dépend de l'évolution du taux de change entre la monnaie de dénomination de l'obligation et la monnaie de conversion.

Pour pouvoir réduire ce risque, les eurobanques ont mis en place des options de change qui consistent à déterminer par avance le taux de conversion des obligations en actions en reliant une valeur à revenu fixe à une valeur à revenu variable.

Par exemple, l'euro-émission, en eurodollar, d'une entreprise A pose que le taux de conversion est d'une obligation de 1 200 dollars pour une action en francs suisses. L'opportunité de conversion se référera dans ce cas sur l'évolution du taux de change dollar/franc suisse et sur l'évolution du cours du titre de l'action. La relation fixe permet de tenir compte de l'évolution des taux de change et ainsi de les intégrer rapidement dans le cours du titre convertible. Si la monnaie de l'émetteur s'apprécie, il a alors intérêt à demander la conversion des titres obligataires en actions, tandis que si la monnaie de l'investisseur s'apprécie, la conversion ne sera pas dans l'intérêt de l'emprunteur et ce dernier sera confronté à une perte de change au moment du remboursement de l'emprunt.

Le succès de ce type d'instruments repose sur une anticipation commune aux investisseurs et aux émetteurs. La seule situation avantageuse tant pour le prêteur que pour l'emprunteur réside dans l'éventualité d'une hausse de la monnaie dans laquelle les actions sont libellées.

Si cette anticipation est première dans la réussite du lancement de ce titre, il faut se garder d'oublier des éléments qui conditionneront sa négociabilité sur le marché secondaire : outre l'évolution déjà mentionnée des taux de change, le cours de l'action dans laquelle l'obligation est convertible dépend de la politique suivie par l'entreprise, de données économiques nationales et internationales, de l'évolution des cours dans la bourse de cotation du titre, et enfin, du taux de rendement des autres titres longs (qu'ils soient euro-obligataires, étrangers ou domestiques).

Tous ces caractères expliquent l'extrême volatilité du cours de ces titres sur le marché secondaire et leur confèrent sans doute une nature plus spéculative que d'autres instruments.

Les émetteurs suisses et japonais sont très actifs sur ce marché : les premiers se garantissant d'une évolution défavorable du taux de change dollar/franc suisse tandis que les seconds se réfèrent à l'évolution dollar/yen (dans les cas plus rares d'emprunts japonais en deutsche mark ou franc suisse, ils suivent l'évolution respectivement yen/deutsche mark ou yen/franc suisse).

- les *swaps* sur les taux de change

L'objectif d'un *swap* sur les taux de change permet de réduire le risque de change<sup>90</sup> : il consiste pour l'emprunteur à rendre possible l'échange entre sa dette exprimée dans une monnaie en une autre devise dont il espère l'appréciation ou tout au moins la stabilité (le taux de change entre les deux monnaies est prévu à l'émission). Le taux d'intérêt peut être soit constant dans le cas d'une émission à taux fixe ou en partie variable.

Le premier emprunt euro-obligataire doté d'une clause de *swaps* en devise est celui de Roylease Limited, filiale de la Banque Royale du Canada, émis le 20 septembre 1979, pour un montant de 60 millions de deutsche marks à échéance 1984. Si le chef de file est une banque allemande (puisque'il s'agit d'un emprunt en deutsche mark), la conception de ce produit revient à la banque Orion. La conversion de la monnaie de la R.F.A. en dollars canadien et américain ont permis à l'émetteur de réduire le coût de l'emprunt.

Le premier objet de l'innovation sur les taux de change consiste à minimiser le coût de l'emprunt alors que l'innovation portant sur les monnaies de dénomination se donne comme principal objectif la stabilisation de la valeur de la monnaie. Elle conduit à complexifier l'offre aux investisseurs et à permettre aux emprunteurs de lever des capitaux à un moindre coût. Qu'en est-il de l'innovation portant sur la réduction de l'incertitude inhérente à l'évolution des taux d'intérêt ?

---

<sup>90</sup>Sur la technique des *swaps*, on se reportera par exemple, à BITO C. et FONTAINE P., 1989, *Les marchés financiers internationaux*, Paris, P.U.F., Que sais-je?, p. 108.

### 1.2.1.2 Les innovations réduisant l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt.

Compte tenu de l'extrême variabilité des taux d'intérêt au cours de la période, les produits destinés à réduire l'incertitude sur leur évolution constituent les innovations les plus nombreuses.

#### - Les titres à taux variable

##### \* les titres à taux variable simples

Face à une période d'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt, les eurobanques ont proposé des titres à taux variable avant 1970.

En effet, contrairement à l'idée communément admise que la première euro-émission était celle pour le compte de l'Enel garantie par l'État italien (Ente Nazionale per l'Energia Elettrica) en mai 1970, il faut remonter à mai 1969 pour voir sa création pour 14,7 millions de dollars pour "The Dreyfus Offshore Trust NV", avec Kuhn Loeb Inc comme chef de file. L'emprunt est rémunéré semi annuellement à un taux égal à 0,25% de plus que le taux eurodollar six mois coté à Londres<sup>91</sup>.

Toutes les caractéristiques d'un titre à taux variable sont ainsi réunies : un taux variable dépendant de la variation d'un taux à court terme calculé *ex ante* dont on ne connaît pas par avance le niveau et une maturité supérieure à celle d'un prêt syndiqué : ces caractéristiques tiennent à la fois d'une obligation internationale à long terme et d'un prêt bancaire syndiqué.

Cependant, ce titre offre une innovation : une prime de participation de 28 4/7 fois la valeur nette prise d'un titre de la société au dessus de sa valeur offerte (12 dollars par rapport à 10 dollars).

La détermination du taux court terme servant de base au taux du coupon est le plus souvent le *libor* à six mois (plus rarement le *libor* à trois mois) dont l'évaluation est prise en charge par la *Reference Agency*<sup>92</sup>. L'application de la base du taux ainsi défini, auquel on ajoute une marge pouvant aller de 1/8% (pour les emprunteurs de très grande qualité) à 1% (pour des émetteurs

---

<sup>91</sup>KERR I. M., *ibidem*, p.36.

<sup>92</sup>Une pratique s'est éteinte depuis 1974, qui consistait à ne pas prendre le *libor* mais le *libmr*, moyenne des cotations des taux offerts et demandés.

de moins grande qualité) mais le plus souvent une marge de 1/4%, est envisagée pour une période de trois à six mois.

Comme pour un titre à taux fixe, le calcul des intérêts se fait sur la base d'une année de 360 jours, à la différence près que le paiement d'intérêt se produit tous les six mois et donne ainsi lieu à l'introduction d'une divergence à l'avantage de l'investisseur : cinq jours et un quart de plus à son bénéfice.

Certains titres sont assortis d'un taux minimum en deçà duquel le taux du coupon ne peut pas baisser (entre 6% et 8%), ce qui constitue une garantie pour l'investisseur dans l'hypothèse d'une baisse des taux à court terme. D'autres titres ne sont pas pourvus de cette garantie et ont quelques difficultés à se négocier sur le marché secondaire.

Il n'en reste pas moins que l'on peut se demander si la garantie est réellement attractive pour l'investisseur car le taux minimum est fréquemment si faible qu'il ne constitue pas dans les faits une garantie nécessaire et suffisante pour la protection de la baisse des taux courts.

Les méthodes d'offre sont identiques à celles des titres à taux fixe, exception faite de l'introduction, avant l'annonce publique, d'un accord de "*reference agency*" concernant le calcul des intérêts révisables qui est confié par cet acte juridique à une banque. Le premier taux de coupon est donné deux jours ouvrables avant la fermeture de l'emprunt.

L'adjonction d'une procédure supplémentaire n'est pas sans conséquence sur les commissions demandées : la banque de référence est rémunérée sur la base d'une commission calculée pour chaque annonce de taux du coupon, soit tous les six mois dans le cas d'une évaluation biannuelle. Les coûts associés de fiscalité et d'impression des titres sont accrus du fait du nombre de coupons.

L'échéance des titres est plus courte que celle des taux fixes (de 5 à 7 ans) et la clause d'amortissement est la plupart du temps inexistante. Enfin, les titres peuvent faire l'objet d'un remboursement à parité après deux ou trois ans de durée de vie et parfois, des remboursements anticipés spécifiques sont applicables après la constitution d'une taxe de péréquation.

Un marché secondaire actif, au volume de transactions élevé et des techniques similaires au marché secondaire des titres à taux fixe, assure une liquidité importante à cet instrument.

Les titres à taux variable s'adaptent aux conditions du marché. Ils offrent des taux révisables fréquemment. Les possibilités d'options d'achats selon les changements de taux du marché ou de la fiscalité sont des caractéristiques séduisantes pour l'emprunteur.

Toutefois, il convient de distinguer deux catégories d'émetteurs au regard des avantages spécifiques qu'ils tirent de ces titres. D'une part les banques considèrent que la maturité des titres à taux variable étant plus importante que celle des certificats de dépôts, leur coût plus élevé est compensé par l'échéance plus longue. D'autre part les institutions non bancaires sont attirées par le faible taux proposé.

La maturité des titres s'est, au cours de la période étudiée, considérablement réduite<sup>93</sup>. S'il était fréquent, en 1970, de connaître des maturités supérieures ou égales à 10 ans, il n'en est pas de même en fin de période.

La raison de cette évolution réside dans la nature de l'emprunteur. En effet, les entreprises sont emprunteurs majoritaires pour ce type d'instruments en début de période tandis qu'en fin de période, les banques non américaines les supplantent. En effet elles financent les eurocrédits qu'elles accordent en émettant des euro-obligations à taux variable et font coïncider la maturité de leurs ressources (titres à taux variable) avec celle de leurs emplois (eurocrédits). Ceci a pour effet de réduire la maturité des titres à taux variable du long au moyen terme (3 à 8 ans).

#### \* Les rolling rate notes

Une interprétation différente des titres à taux variable a consisté à introduire une nouvelle méthode de calcul du taux du coupon par une moyenne à l'intérieur des périodes de trois ou six mois du *libor*, de manière à tenter, une fois de plus, d'indexer l'instrument de manière plus exacte. Ces titres prirent le nom de *rolling rate notes*<sup>94</sup>.

#### \* Les obligations sans échéance

Cas extrême en période d'incertitude, les obligations sans échéance permettent d'emprunter sur une longue période<sup>95</sup>. Citicorp lance en 1980 un emprunt de 200 millions de dollars où pendant les trente premiers mois, le taux du coupon est fixé sur la base du *libor* à trois mois,

---

<sup>93</sup> C'est sans doute la raison pour laquelle, on convient plus facilement que le premier FRN est celui de l'Enel.

Les investisseurs sont attirés par la garantie d'un taux dépendant du court terme tandis que les emprunteurs sont demandeurs de maturité longue.

puis après en fonction du *libor* à six mois avec la possibilité pour les investisseurs de demander le remboursement au pair de titres, une prime intéressante est donnée à ceux qui le demandent entre 1986 et 1990. Aucune échéance n'est mentionnée.

\* Les obligations avec cliquet<sup>96</sup>

Une autre variation sur le même instrument consacre la naissance des titres *drop lock*, titres euro-obligataires à taux variable dans un premier temps mais qui se transforment en titres à taux fixe si le taux d'intérêt à court terme baisse à un certain niveau déterminé par avance<sup>97</sup>.

Il faut remarquer qu'à la différence d'un titre à taux variable convertible simple, ce type d'instrument ne voit sa conversion devenir effective qu'en vertu d'une situation particulière du marché à court terme et non pas par la volonté de l'investisseur. Le titre doté d'un cliquet est un instrument qui permet de mieux épouser les fluctuations des taux courts. Il est ainsi un vecteur d'adaptation de ces taux.

Le premier titre muni d'un cliquet a vu le jour le 27 avril 1979 quand le Crédit suisse First Boston lance un emprunt de 30 millions de dollars pour le compte de TVO Power avec comme garant l'État finlandais.

Tout comme les deux systèmes d'indexation français sur le marché obligataire du TMO (taux du marché obligataire à taux fixe) et sur le marché monétaire du T4M (taux moyen mensuel du marché monétaire), une variante des titres à taux variable est apparue au début des années quatre-vingts. Elle consiste à ne plus indexer le taux du coupon sur les taux à court terme mais sur les titres à taux fixe ou à long terme.

Il en est ainsi de l'euro-émission de décembre 1980, de la Caisse Centrale de Coopération Économique, libellée en franc suisse, avec le Crédit Lyonnais comme chef de file. Son taux de coupon est déterminé sur la base de la moyenne des taux de rendements des titres suisses de maturité allant de 5 à 12 ans (plus une majoration de 0,75%).

---

<sup>94</sup>DUFLOUX C., 1980, *ibidem*, p. 618.

<sup>95</sup>Voir DUFLOUX C., 1983, « L'innovation au service des emprunteurs », *La Revue Banque*, n°425, février, n°425, p. 172.

<sup>96</sup>Également connues sous le terme anglais "drop lock".

<sup>97</sup>Voir DUFLOUX C., 1980, *ibidem.*, p. 617.

Une déclinaison du cliquet consiste à l'introduire sur des titres convertibles comme cela fut le cas de l'euro-émission de 20 millions de dollars lancé par Nomura Europe pour l'entreprise Nitto Electric en 1980.

\* Les titres à taux variable convertibles en taux fixe

Les titres à taux variable convertibles en titres à taux fixe accordent à l'investisseur la possibilité d'échanger une créance à taux variable en une créance à taux fixe pour un même nominal. Les caractéristiques de maturité de durée de conversion et de taux du coupon sont présentées dès l'émission.

La nature de ce produit conduit l'investisseur à se prémunir d'une baisse des taux longs puisqu'il ne cherchera à convertir son titre que si l'échange lui permet de bénéficier d'un taux de rendement supérieur<sup>98</sup>.

En avril 1979, la Continental Illinois Bank émet un titre doté de cette clause sur le marché domestique américain. Le succès de l'émission a conduit Manufacturers Hanover quelques semaines plus tard, à procéder de la même manière sur le marché euro-obligataire.

Cependant, la première euro-émission de 1969 présente la même clause. Galbraith le signale ainsi : « la règle, c'est que les opérations financières ne se prêtent pas à l'innovation. Ce qu'on désigne et célèbre périodiquement sous ce nom est, sans aucune exception, une petite variation sur un thème traditionnel, qui ne doit son originalité qu'à la brièveté sus mentionnée de la mémoire financière »<sup>99</sup>. C'est ainsi que l'émission de 1979 n'est que la répétition dix ans plus tard de la procédure de 1969.

---

<sup>98</sup>Voir KERR I. A., *ibidem.*, p. 60.

<sup>99</sup>GALBRAITH J. K., 1992, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Éditions du Seuil, p. 25.

#### - Les titres *roly poly*

Lorsque, en fin de période étudiée, les taux courts sont devenus une fois de plus supérieurs aux taux longs et que ces deux taux ont atteint des niveaux sans précédent, il a fallu créer des titres dont les taux de rendement ne pénaliseraient pas les emprunteurs à long terme et resteraient attractifs pour les investisseurs.

Les titres *roly poly* visent à atteindre cet objectif, elles sont des émissions à taux fixe dont le taux d'intérêt fixé au départ est élevé, tenant compte de l'état du marché, mais est révisable tous les deux ou quatre ans par exemple.

A chaque révision de taux, les souscripteurs peuvent demander le remboursement de l'emprunt s'ils considèrent que le rendement du placement est insuffisant. Ainsi, l'emprunteur peut obtenir des fonds sur une plus grande période que s'il avait eu recours à un produit à taux fixe (quatre ans au second semestre 1981 pour seize ans avec les *roly polys*).

Innovation spécifique au marché euro-obligataire, la première formule de ce type fut lancée en septembre 1981 par la *Municipal Finance Authority of British Columbia*<sup>100</sup> avec une émission au pair et l'on peut remarquer que cette émission fut loin d'être un échec. Le délai de souscription initialement prévu pour aller jusqu'au 15 octobre fut raccourci au 9 octobre.

#### - Les titres avec une clause de *step down*

Innovation caractéristique de la période, les titres avec une clause de *step down*<sup>101</sup> sont dotés de taux du coupon suivent une progression dégressive cherchant à suivre la structure des taux et en particulier la situation où les taux sont inversés.

En effet, à l'émission, le titre possède un taux de rendement proche des taux courts qui diminue au cours de la durée de vie de l'emprunt. De 1979 à 1980, la C.E.C.A. fait appel à trois reprises à cet instrument avec un taux passant de 12% à 10,50%, soit une baisse de 0,25% par an.

---

<sup>100</sup>Voir DUFLOUX C., 1983, *ibidem.*, p. 171.

<sup>101</sup>Voir DUFLOUX C., 1980, *ibidem.*, p. 618.



- Les émissions à robinet <sup>102</sup>

En période d'incertitude sur les taux, et en dépit d'innovations récentes propres à en réduire les conséquences, le montant des émissions devient plus faible, les investisseurs préférant retarder leurs achats de titres.

Les emprunteurs qui ont besoin de fonds importants sont amenés à retarder leur appel au marché ou à avoir recours à des instruments spécifiques leur permettant de s'adapter à cette situation dépressive.

Les émissions à robinet sont celles où est annoncé le montant total de capitaux nécessités par l'émetteur, mais où l'emprunt est échelonné sur une période longue et où les conditions s'adaptent alors à la nouvelle situation de marché<sup>103</sup>.

Ainsi, l'une des premières euro-émissions de ce type en 1980 est lancée quand le Royaume de Suède emprunte 500 millions de dollars pour une première tranche de 125 millions et avec comme Chef de File S. G. Warburg.

La clause "robinet" s'est également appliquée à des certificats de dépôts en eurodollars et à taux variable dès le début de l'année 1981<sup>104</sup>.

A cette période, les euro-banquiers ont tout intérêt à développer ce type de produit pour éviter de se retrouver « à la colle », c'est-à-dire avec un volume de titres non souscrits qu'ils devront acheter.

---

<sup>102</sup> Également connues sous le terme *Tap issues*.

<sup>103</sup>Nous avons repris la définition proposée par DUFLOUX C., 1983, « L'imagination créatrice des banquiers sur le marché euro-obligataire », *La Revue Banque*, p. 915 mais d'autres définitions existent.

<sup>104</sup>Il s'agit d'un emprunt lancé par le Crédit Suisse White Weld pour le compte d'une banque japonaise : Sanwa Bank .

- Les titres zéro coupon

Les titres zéro coupon sont émis avec un taux de coupon nul et leur prix d'émission est inférieur à un titre classique comparable<sup>105</sup>. L'investisseur réalise une plus-value entre le prix d'émission et le remboursement au pair.

La première euro-émission publique de ce type date du 9 juin 1981 quand Pepsico Capital Corporation fait appel au marché pour un montant de 75 millions de dollars et avec une échéance de trois ans<sup>106</sup>. Le principal intérêt pour cette entreprise de recourir à un coupon zéro réside dans le faible coût de l'emprunt<sup>107</sup>.

Il est vrai que le succès de ce produit s'explique tant par des particularités fiscales que par des avantages qu'il procure aux investisseurs et emprunteurs.

L'attrait pour cette catégorie de produits est particulièrement grand chez les investisseurs japonais. En effet, le taux d'imposition sur les plus-values mobilières est nul au Japon tandis que celui qui s'applique aux intérêts reçus est élevé. De nombreux *discount bonds* sont placés dans ce pays en 1981.

Le coût d'un *discount bond* étant inférieur à celui d'un autre titre, en période de hausse de taux, l'emprunteur y voit un avantage et la probabilité d'un remboursement anticipé de la part de l'emprunteur sera faible puisque le cours du titre évolue en règle générale à un niveau inférieur à celui du pair, ce qui permet à l'investisseur de ne pas être pénalisé.

---

<sup>105</sup>Également connues sous le terme *Discount Bonds*.

<sup>106</sup>Une euro-émission à placement semi privé a déjà été lancée en 1966.

<sup>107</sup>Pour un historique de cet instrument cf. KERR I. M., *ibidem*, p. 70.

- Les titres avec *warrants*

Les euro-obligations assorties d'une clause avec *warrants* ont été largement utilisées à la fin de la période étudiée, au moment où les taux d'intérêt suivaient une évolution haussière dont l'amplitude était difficile à prévoir, le *warrant* conférant un caractère de protection face aux variations de taux.

Si au début de la décennie soixante-dix, le *warrant* constituait un droit d'achat d'actions de l'émetteur à un prix déterminé par avance, le début de la décennie quatre-vingts<sup>108</sup> marque une innovation puisque le droit d'achat porte désormais sur une obligation. C'est le cas de la première émission de ce type en 1981, lancée par le Crédit Commercial de France pour le compte d'une entité publique française<sup>109</sup>, dont le montant s'élève à 50 millions de dollars à échéance de cinq ans. La caractéristique principale de cet emprunt réside dans la possibilité d'acheter, (conféré par le *warrant*), un autre titre obligataire à un prix déjà déterminé.

Le changement de l'objet du *warrant* est sans aucun doute lié au fait que la première catégorie d'instruments a remporté peu d'engouement auprès des acteurs. Ainsi en témoigne la négociation des titres avec *warrants* d'actions sur le marché secondaire où la plupart fait l'objet d'une cotation séparée entre le titre et le droit d'achat.

Cette nouveauté n'est pas sans conséquence sur l'élargissement à une nouvelle catégorie d'emprunteurs : les organisations publiques et para publiques peuvent ainsi y avoir recours. La diversité d'application de ce type d'innovation n'a pas tardé à voir le jour. Outre le principe simple d'association d'une obligation à taux fixe et d'un *warrant* portant sur une autre obligation du même émetteur, ont été également conçues des émissions où sont associés plusieurs *warrants* pour un même titre à taux fixe ou bien encore un *warrant* pour un titre à taux flottant.

Émis en période de taux élevés, les *warrants* permettent à l'investisseur de réaliser des plus-values quand les taux baissent, faisant de ce produit financier un actif spéculatif. Sa négociation sur le marché secondaire s'effectue de la même manière que pour les titres de la première génération : une cotation pour l'obligation sur le marché secondaire des obligations

---

<sup>108</sup>Voir KERR I. M., *ibidem.*, p. 67.

<sup>109</sup>Le Crédit National

et une cotation sur un autre compartiment du marché secondaire pour le *warrant* dont le cours devient extrêmement volatile en période d'incertitude sur les taux.

#### - Les swaps sur les taux d'intérêt

La minimisation du risque de taux est l'objectif de cette clause mais l'objectif peut être apprécié de différentes manières selon les catégories d'acteurs. En effet, les investisseurs privilégient selon l'état du marché des titres à taux fixe ou à taux flottant. Les emprunteurs-entreprises préfèrent les taux fixes pour pouvoir déterminer un plan d'amortissement définitif. Les banques emprunteuses souhaitent de par leur fonction de transformation une adaptation aux conditions du marché, soit des taux variables<sup>110</sup>.

Les *swaps* sur les taux d'intérêt conduisent à concilier les trois déclinaisons de minimisation du risque de taux en procédant sur la base d'un échange (*swap*) de titres à taux fixe contre des titres à taux variable. Les titres échangés peuvent être ceux d'un autre émetteur.

#### - Les titres prolongeables

Les obligations prolongeables<sup>111</sup> tiennent des titres à taux fixe à moyen terme mais elles sont assorties d'une clause de conversion dans une autre obligation portant les mêmes caractéristiques de rémunération sur une durée plus grande ou encore modifiant à la fois le taux et la durée.

L'anticipation d'une baisse des taux est propice à l'achat de produits prolongeables : l'investisseur compte sur le fait que la clause de conversion sur le taux sera avantageuse car les taux baisseront en dessous du niveau qui lui est offert<sup>112</sup>.

---

<sup>110</sup>Voir DUFLOUX C., 1983, n°425, *ibidem.*, p. 173.

<sup>111</sup>Également connues sous le terme "Extendable bonds".

<sup>112</sup>Voir LA BRUSLERIE (de) H., 1990, *ibidem.*, p.389-391.

#### - Les options call et put

La durée de vie de l'emprunt peut faire l'objet d'une modification, le plus souvent un raccourcissement, grâce à une clause dite d'option. Si le remboursement anticipé est au gré de l'emprunteur, il s'agit d'une option *call* et si au contraire, il se fait selon la volonté du souscripteur du titre, on est en présence d'une option *put*.

Parfois, une même émission comporte une option *call* à partir d'une année déterminée puis une option *put* à partir d'une autre année. L'intérêt d'une option *put* est qu'elle permet le placement des emprunts quand l'incertitude sur le niveau des taux s'accroît : l'investisseur a toujours la possibilité de demander l'application de la clause *put* si l'évolution du marché lui semble défavorable<sup>113</sup> (notamment si les taux d'intérêt s'abaissent brutalement).

#### - Les titres partiellement convertibles

Ces titres sont convertibles en actions et en obligations du même nominal et avec le même taux. Ils offrent une possibilité de plus-value et de taux de rendement plus élevé que pour un titre convertible simple.

La première euro-émission date d'octobre 1980 quand Turbo Ressources, firme canadienne, emprunte 25 millions de dollars sur dix ans, au pair de 12,5% (soit au moins 4 points de plus qu'une euro-obligation convertible à la même période) et chaque titre de 1000 dollars peut être converti en 250 dollars d'actions et 750 dollars d'obligations<sup>114</sup>.

#### - Les titres indexés

L'indexation sur les titres a porté au cours de la période d'une part sur la valeur de l'or et d'autre part sur le cours du baril de pétrole.

Pour la première fois, en février 1981, la valeur de chaque titre est exprimée en onces d'or et le prix d'achat correspond au cours de l'or au *fixing* de Londres le jour de l'émission.

---

<sup>113</sup>LA BRUSLERIE (de) H. de, 1990, *ibidem.*, p.378-389.

<sup>114</sup> DUFLOUX C., 1984, *ibidem.*, p. 69.

L'emprunteur *Refinement International Company*<sup>115</sup> s'est porté acquéreur de 100000 onces d'or garantissant ainsi la souscription et se protégeant contre toute hausse du métal précieux<sup>116</sup>.

Le coût de l'emprunt reste inférieur d'au moins 10% à celui d'un emprunt à taux fixe, avantageant ainsi l'émetteur.

L'indexation sur le prix du pétrole s'est appliquée à l'euro-émission d'avril 1981 de "Petro-Lewis International Finance"<sup>117</sup> qui propose les conditions suivantes : le montant total emprunté est de 30 millions de dollars, pour cinq ans, le nominal d'un titre s'élève à 1000 dollars et le taux annuel est fixé à 7,5%. Pour compenser ce faible taux, on offre aux souscripteurs la possibilité de bénéficier d'une prime en fin d'échéance, correspondant à la différence entre le prix moyen de 18 1/2 barils de pétrole sur les trois mois allant de fin décembre à fin février et le prix moyen de ces barils au moment de l'émission.

1.2.1.3. Les innovations réduisant l'incertitude sur les évolutions de taux de change et de taux d'intérêt.

- Les swaps sur les taux d'intérêt et les taux de change

Dans le cas d'un *swap* sur taux de change avec taux d'intérêt variable, on peut également concilier un *swap* sur taux d'intérêt<sup>118</sup> et taux de change : l'échange peut permettre d'obtenir des taux d'intérêt plus faibles que ceux qui sont portés par la devise de l'emprunt<sup>119</sup>.

---

<sup>115</sup>KERR I. A., *ibidem.*, p. 68.

<sup>116</sup>Le montant de l'emprunt s'élève à 51,95 millions de dollars au taux de 3 1/4 %. Le paiement des intérêts se fait selon deux possibilités, exclusive l'une de l'autre : d'une part en dollar, sur la base du cours moyen de l'or pendant les dix séances boursières s'achevant le cinquième jour ouvré avant la date du paiement; d'autre part en or exclusivement auprès d'agents payeurs à Londres et à Zurich, pour les détenteurs d'au moins 100 onces et multiples de 100 onces.

<sup>117</sup> DUFLOUX C., 1984, *ibidem.*, p. 70.

<sup>118</sup>Dans ce cas, il s'agit de *swap* hybride ou croisé.

<sup>119</sup>Sur les techniques de *swaps* croisés cf LEROUX F., 1988, *ibidem*, p. 298-301.

#### - Les titres partiellement payés

Une euro-émission de titres partiellement payés permet à l'investisseur d'acheter des créances qu'il paye en plusieurs échéances. Cette technique lui confère deux avantages : d'une part, il peut souscrire des titres sans disposer de la totalité des fonds; d'autre part, si entre les échéances de paiement le produit est affecté d'une baisse du taux ou encore d'une dépréciation de la devise, alors son gain en capital augmente. En contrepartie, les titres partiellement payés conduisent à une baisse du coût de l'emprunt pour l'émetteur.

La première euro-émission de ces titres est lancée le 13 août 1980 par le Crédit suisse First Boston Limited pour le compte d'Alcoa of Australia Limited, pour un montant de 80 millions de dollars à échéance 1988. Un an plus tard, le taux d'intérêt eurodollar long terme augmente et le coût de l'emprunt baisse, avantageant les émetteurs au détriment des investisseurs<sup>120</sup>.

#### 1.2.1.4. Les innovations réduisant le risque de non remboursement : les garanties.

##### - Les garanties bancaires

La première euro-obligation garantie date de septembre 1981 et doit être portée à l'actif d'une entreprise d'électricité, *Niagara Mohawk Power*, qui émet un emprunt à taux fixe avec la garantie de trois banques (dont le Crédit Lyonnais à la hauteur de 40%). Cette garantie porte non seulement sur le placement de l'intégralité des titres mais également sur le remboursement de l'emprunt dans l'éventualité d'une défaillance de l'emprunteur.

S'il est vrai que la garantie bancaire élève le coût de l'emprunt de 0,5% par an, elle permet à un emprunteur de moindre qualité d'avoir accès au marché euro-obligataire ou de réduire le taux d'intérêt qu'il aurait du verser sans cette garantie. Un investisseur considérera que la garantie est synonyme de sécurité de placement à un taux encore compétitif par rapport à d'autres produits.

---

<sup>120</sup>KERR I. M., *ibidem.*, p. 64-65.

- Les garanties portant sur des titres de propriétés

Une autre garantie<sup>121</sup> est également apparue, qui consiste à donner aux souscripteurs des titres de propriété de biens achetés avec le produit de l'emprunt et placés en garde auprès d'un « trust ».

Elle ouvre à une certaine catégorie d'emprunteurs peu connus le recours à un financement par le marché euro-obligataire. C'est le cas de la première euro-émission assortie d'une garantie sur les équipements, *Trailer Train Finance* lancée en octobre 1980 pour un montant de 40 millions de dollars sur 12 ans avec un taux de 13 1/4%. La garantie porte sur des titres de propriété de 690 wagons<sup>122</sup>.

- Les garanties portant sur une ligne d'eurocrédits

La garantie des emprunts euro-obligataires peut reposer sur une ligne d'eurocrédits<sup>123</sup>. Principalement utilisé quand le marché international des capitaux n'attire les investisseurs que pour des échéances courtes, l'emprunt euro-obligataire est alors lancé pour une durée longue mais les souscripteurs ont la possibilité de demander après un an, le remboursement, chaque année, des titres détenus. Le financement du remboursement est assuré par la signature d'une ligne d'eurocrédits<sup>124</sup>.

En conclusion de cette partie de l'analyse, nous pouvons rappeler que, de 1969 à 1983, l'innovation sur les instruments a permis aux eurobanques de réduire l'incertitude pesant sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change et de réduire le risque de non-

---

<sup>121</sup>Elles sont appelées *Equipment Trust Certificates*, soit ETC.

<sup>122</sup>DUFLOUX C., *ibidem.*, p.72.

<sup>123</sup>DUFLOUX C., 1983, n°425, *ibidem.*, p.172.

<sup>124</sup>Un exemple d'emprunt euro-obligataire garanti par une ligne d'euro-crédits est celui réalisé par la Caisse Centrale de Coopération Économique en août 1981 pour un montant de 100 millions de dollars sur 12 ans.



remboursement. La complexification des produits assure la stabilisation et la pérennité<sup>125</sup> du marché au cours de cette période.

### 1.2.2 Une organisation du marché secondaire : la création et le développement des centrales de compensation

Le marché secondaire des euro-obligations est comme son homologue américain des obligations domestiques un marché de gré à gré, hors bourse, qui fonctionne en continu. Cependant les caractéristiques inhérentes au marché primaire se reflètent sur le marché secondaire, parce que d'une part, comme lui, il n'est soumis à aucune procédure d'admission et de négociation de titres et d'autre part, sa délocalisation géographique lui permet d'assurer une certaine unité géographique de l'ensemble du marché des euro-obligations.

Le début de la période que nous étudions a été marqué par l'inversion de la structure des taux d'intérêt qui a engendré la première grave difficulté à laquelle le marché secondaire a dû s'adapter.

En effet, jusqu'en 1969, le financement des positions longues des eurobanques s'opère par des emprunts sur le marché des eurodevises et, lorsque les taux longs sont supérieurs aux taux courts, le coût de financement des stocks de titres n'entrave pas la rentabilité des intervenants.

En revanche dès lors que les taux courts deviennent supérieurs aux taux longs, ce mode de financement des positions longues n'est plus envisageable et cette nouvelle situation revêt deux conséquences.

D'une part, les eurobanques de petite taille qui, jusqu'en 1969, s'étaient portées sur des positions trop longues et, de fait, avaient adopté une stratégie risquée, ont amplifié la chute des cours par une vente importante de titres. Nombreuses sont celles qui disparaissent alors définitivement du marché.

D'autre part, en raison de cette vente massive de titres et du dénouement de plus en plus tardif des opérations sur le marché secondaire donnant lieu, jusqu'en décembre 1968, à la livraison

---

<sup>125</sup>En l'occurrence le développement et le maintien du volume d'émission de même que la liquidité sur le second marché.

physique des titres, les délais de livraisons des titres s'accroissent. L'organisation de la compensation devient inévitable.

La disparition brutale d'eurobanques actives sur le marché secondaire et l'accroissement des délais de livraisons constituent la plus sommaire des adaptations qui soit. C'est pourquoi, les opérateurs du marché secondaire doivent alors se doter de structures plus stables.

L'organisation sensée régir le marché émergent des euro-obligations se structure donc très progressivement. Cette structuration a pour corollaire la disparition de banques de faible taille qui ne peuvent pas faire face au phénomène d'inversion de la structure des taux d'intérêts. Des mécanismes spécifiques vont être mis en place assez rapidement pour faire face à la multiplication des transactions euro-obligataires et en rationaliser le traitement. Il s'agit en particulier de la création<sup>126</sup> de centrales de compensation propres à ce marché : Euro-Clear et Cedel.

#### 1.2.2.1 La création d'Euro-Clear

Le précurseur d'une centrale de compensation sur le marché est le département de compensation de la Morgan Guaranty Trust, constitué dans sa filiale bruxelloise en 1968. Cette banque très active sur le marché s'inspire des centrales de compensation<sup>127</sup> très anciennes telles que les Kassenvereine allemandes créées au XIXème siècle et des centrales de conception plus récente comme par exemple la Deposit Trust Company (D.T.C.) américaine.

Il nous faut toutefois remarquer que les Kassenvereine ont vu le jour parce qu'elles permettaient de préserver l'anonymat des titres au porteur. La création de centrales de compensation sur le marché euro-obligataire n'obéit pas à la même motivation. La première version de la centrale de compensation ne dure que quatre années et ne s'intéresse qu'aux titres émis en dollar et à taux fixe.

---

<sup>126</sup>Sur la création et l'organisation des deux centrales cf, FISHER III F. G., 1988, *ibidem*, p. 122-124.

<sup>127</sup>Bolusset dresse un court historique de ces centrales avant de s'intéresser aux organismes de compensation du marché secondaire (« Euro Clear et Cedel : deux organismes de clearing internationaux », *La Revue Banque*, n° 404, mars 1981, p. 313-319).

L'analyse du fonctionnement d'Euro-Clear se fera selon deux axes de réflexion. D'une part nous étudierons brièvement son organisation et d'autre part nous présenterons les critiques dont elle a fait l'objet.

#### - Organisation

Si la principale fonction que s'est donné Euro-Clear est d'assurer la distribution des nouvelles émissions sur le marché primaire par son réseau international de correspondants, elle agit essentiellement sur le marché secondaire.

Chaque adhérent dispose d'un compte titre et d'un compte espèces en dollar, la compensation se faisant par un jeu d'écritures entre les deux comptes. Ainsi, la livraison physique des titres n'a plus lieu d'être, exception faite des transactions dont l'un des participants ne fait pas partie du système.

La rapidité de la transaction repose sur un grand nombre de correspondants dépositaires d'un certain stock de titres admis dans le système sous réserve des réglementations en vigueur. La gestion des titres, en l'occurrence, le détachement des coupons et la présentation pour paiement est une responsabilité assumée par Euro-Clear.

#### - Les critiques

Les critiques dont a fait l'objet la centrale conçue par la Morgan remontent à la création du département de compensation en 1968 et s'organisent autour de trois points.

Tout d'abord, à la différence des centrales de compensation autrichiennes et allemandes, le département de compensation ne repose pas sur un principe coopératif et vise à assurer une rentabilité maximum de son activité. Le deuxième point porte sur l'éventualité de l'émergence d'un conflit d'intérêt puisque une même entité est à la fois active sur le marché primaire et le marché secondaire. Dans cette hypothèse, troisième et dernière critique, le caractère confidentiel d'un tel système peut s'avérer hypothétique : la compensation des titres sur le marché secondaire amenant des chefs de file concurrents sur le marché primaire à délivrer l'identité de leurs clients.

La mise en cause d'Euro-Clear conduit à la création d'une nouvelle centrale de compensation : Cedel. Ainsi, des raisons liées, entre autres, à la déontologie entraînent une modification de

l'organisation de la compensation du marché en instaurant la présence de deux structures pour réaliser une même fonction. L'organisation de la compensation réalisée à l'origine par la banque Morgan se heurte donc à l'émergence possible de conflits d'intérêts.

#### 1.2.2.2 La création de Cedel

Les trois critiques précédentes conduisent des banques luxembourgeoises, à réunir, le 3 février 1969, une assemblée générale qui décide de fonder un syndicat d'études pour le projet Cedel.

Cedel, « Centrale de Livraison de valeurs mobilières », créée le 28 septembre 1970, est une société à caractère coopératif, indépendante d'une quelconque banque et soucieuse de préserver le secret professionnel. C'est donc en réaction à la constitution d'Euro-Clear que la seconde centrale de compensation voit le jour.

Son capital s'élève à 1,5 million de dollars, versés par 66 membres fondateurs qui, ainsi, ne détiennent pas plus de 3,5 % du capital. Son activité ne commence qu'en 1971 et progressivement les participants au système se font plus nombreux.

En réaction, le 4 décembre 1972, la Morgan arrête ses activités de compensation dans son département pour mettre en place une société autonome de droit anglais au capital de 2,5 millions de dollars répartis entre 121 membres ne pouvant détenir plus de 5% du capital et exploitant le système de 1968.

#### 1.2.2.3 Une spécialisation accrue des centrales de compensation

Au cours de la période 1969-1983, les deux centrales de compensation ont organisé le marché secondaire en adoptant une politique de prix et de produit différente. Droits de garde et frais de commissions sont les deux éléments constitutifs de la politique de prix. Euro-Clear participe activement à la liquidité du marché secondaire en appliquant des tarifs dégressifs sur les frais de garde et les commissions pour les participants au système dont le volume de transaction est élevé.

- Les politiques suivies par les deux centrales de compensation

La comparaison de l'évolution annuelle d'activité du marché primaire et du marché secondaire peut se mener par l'analyse conjointe du volume annuel d'émissions du premier et de la somme du volume annuel de transactions de chacune des centrales.

Cependant, si nous avons considéré que le volume annuel de transactions sur le marché secondaire est une approximation de la somme des volumes annuels de transactions des deux centrales, il convient de préciser que ces données ne sont qu'une valeur majorée du volume annuel d'activité.

En effet, trois raisons conduisent à cette conclusion: en fin de période, les transactions entre Euro-Clear et Cedel par le *bridge* sont comptabilisées pour chaque centrale ; les centrales vont progressivement se charger de la compensation portant sur d'autres titres que les euro-obligations<sup>128</sup>; ces deux entités traitent également des émissions sur le marché primaire.

En dépit de ces réserves, et ne disposant pas d'autre moyen<sup>129</sup> pour déterminer la croissance du marché secondaire des euro-obligations, nous assimilerons le volume annuel d'activité sur le marché secondaire à la somme du volume annuel des volumes de transactions d'Euro-Clear et de Cedel. Le tableau ci-dessous retrace l'évolution du volume de transactions du marché primaire et du marché secondaire.

---

<sup>128</sup>Il en est ainsi des obligations domestiques, des actions et des certificats de dépôts.

<sup>129</sup>LA BRUSLERIE (de) H, considère à la page 187 de "*Gestion Obligataire*", tome 1, que le volume annuel de transaction du marché secondaire doit représenter, en 1987, 60% à 70 % du volume annuel global de volume de transactions des deux centrales. Cependant, nous ne disposons pas de telles approximations pour la période 1969-1983.

Année	Volume d'émissions sur le marché primaire	Volume d'émissions sur le marché secondaire
1972	49,53	20,017
1973	30,99	21,311
1974	15,92	16,267
1975	75,12	28,552
1976	126,84	66,744
1977	154,83	103,755
1978	107,97	116,848
1979	131,07	156,662
1980	170,75	240,251
1981	237,84	408
1982	427,02	842

**Tableau 1. 15 : Volume annuel d'émissions sur le marché primaire et volume annuel de transactions sur le marché secondaire des euro-obligations (en milliards de dollars)**

Sources : La Bruslerie (de) H., *ibidem*, 1990, d'après Euro-Clear et Cedel.

Si le volume d'émissions sur le marché primaire dépasse le volume de transactions jusqu'à 1977, la tendance s'inverse à partir de 1978. La détermination du taux de croissance annuel par rapport à l'année précédente de chacun des marchés montre que le taux de croissance du marché secondaire devient supérieur au taux de croissance du marché primaire au début de l'année 1976.

Année	Accroissement du volume annuel d'activité sur le marché primaire	Accroissement du volume annuel d'activité sur le marché secondaire
1973	-37,43	6,46
1974	-48,63	-23,67
1975	371,86	75,52
1976	68,85	133,76
1977	22,07	55,45
1978	-30,27	12,62
1979	21,39	34,07
1980	30,27	53,36
1981	39,29	69,82
1982	79,54	106,37

**Tableau 1. 16 : Taux de croissance annuelle du marché primaire et du marché secondaire par rapport à l'année précédente (en pourcentage du volume annuel)**

Sources : Marché primaire : Euromoney Syndication Guide ; Marché secondaire : La Bruslerie (de) H., *ibidem*, 1990, d'après Euro-Clear et Cedel.

Sur la période, le marché secondaire semble avoir assuré la liquidité du marché primaire et acquis une certaine autonomie eu égard à sa croissance.

L'analyse de la croissance du marché secondaire ne peut s'opérer sans l'étude des deux firmes de compensation qui le compose.

Euro-Clear et Cedel ont connu, au cours de la période, une activité croissante, comme nous le montre le tableau qui décrit pour les deux centrales, de 1972 à 1980, le nombre d'adhérents, le nombre d'émissions, le montant des dépôts et de 1972 à 1982 le volume annuel de transactions.

### Cedel

	Nombre d'adhérents	Nombres d'émissions admises dans le système	Montant des dépôts en milliards de dollars	Turnover en milliards de dollars
1972	414	1094	3,647	8,517
1973	545	1238	5,570	10,211
1974	605	1326	6,587	8,067
1975	692	1610	7,860	14,252
1976	766	2004	11,919	29,744
1977	845	2410	16,404	38,555
1978	938	2741	19,544	39,748
1979	990	3207	23,023	54,662
1980	1028	3528	27,079	80,251
1981	nd	Nd	nd	136 *
1982	nd	Nd	nd	332



### Euro-Clear

	Nombre d'adhérents	Nombres d'émissions admises dans le système	Montant des dépôts en milliards de dollars	Turnover en milliards de dollars
1972	423	Nd	nd	11,5
1973	501	Nd	nd	11,1
1974	520	Nd	nd	8,2
1975	566	Nd	5,7	14,3
1976	653	Nd	10,7	37
1977	781	Nd	18,6	65,2
1978	856	4824	21,6	77,1
1979	986	5200	29,6	102
1980	1072	5600	41,7	160
1981	nd	nd	nd	272
1982	nd	nd	nd	510

**Tableau 1. 17: Présentation de Cedel et d'Euro-Clear selon le nombre d'adhérents, le nombre d'émissions admises dans le système, le montant des dépôts et le turnover de 1972 à 1982**

Sources : La Bruslerie (de) H., 1990, *ibidem*, p.95, d'après Euro-Clear et Cedel.

Le nombre d'adhérents de Cedel est supérieur à celui d'Euro-Clear, exception faite de l'année 1972. Le montant des émissions d'Euro-Clear est supérieur à celui de Cedel de 1978 à 1980 mais les données ne sont pas disponibles avant 1977. Les données relatives au montant des dépôts ne le sont pas non plus avant 1975 et montrent une prédominance de Cedel sur Euro-Clear en 1975 et 1976 puis une domination d'Euro-Clear sur Cedel de 1977 à 1980. Enfin, le volume de transactions annuelles d'Euro-Clear est toujours supérieur à celui de Cedel de 1972 à 1982, mais de manière plus significative à partir de 1977.

Les données précédentes nous conduisent à déterminer les parts de marché de chacune des centrales.

	Cedel	Euro-Clear
1972	0,43	0,57
1973	0,48	0,52
1974	0,50	0,50
1975	0,50	0,50
1976	0,45	0,55
1977	0,37	0,63
1978	0,34	0,66
1979	0,35	0,65
1980	0,33	0,67
1981	0,33	0,67
1982	0,39	0,61

**Tableau 1. 18 : Parts de marché d'Euro-Clear et de Cedel**

Sources : La Bruslerie (de) H., 1990, *ibidem*, p.96, d'après Euro-Clear et Cedel.

On remarque que la part de marché, calculée sur la base du volume de transactions des deux entités de compensation, ont une évolution contrastée : de 1972 à 1975, les parts de marché demeurent quasiment identiques (avec un léger avantage pour Euro-Clear), tandis qu'à partir de 1976, la part de marché d'Euro-Clear devient, d'année en année, supérieure à celle de Cedel. Cette remarque est à mettre en relation avec celle relative au taux de croissance du marché secondaire qui dépasse celui du marché primaire précisément en 1976.

Ces observations corroborent les propos de Cotta au sujet des oligopoles : « la réalité est celle d'une double causalité qui va de la croissance du secteur à celle des firmes mais aussi de la croissance des firmes à celle du secteur<sup>130</sup> ».

La croissance du marché secondaire s'expliquerait par la croissance des deux centrales de compensation et celle des deux centrales par la croissance du marché. Nous étudierons cette

---

<sup>130</sup>COTTA A., 1969, *Les choix économiques de la grande entreprise*, Paris, Dunod, p. 18.

double causalité selon deux axes d'analyse. Le premier est celui de la politique de prix menée par Euro-Clear et Cedel et le second est relatif à leur politique de produit.

#### - La politique de prix

Les éléments constitutifs de la politique de prix sont au nombre de deux : les droits de garde et les frais de commissions.

##### \* Les droits de garde

Les coûts afférents aux droits de garde ne doivent pas être confondus avec ceux relatifs à la gestion courante des titres (comme l'encaissement des coupons et le remboursement par tirage) qui ne donne pas lieu à une rémunération des centrales de compensation.

Si pour les deux organismes, ces droits sont calculés sur la base de la valeur nominale des titres sur une période trimestrielle, il n'en reste pas moins que la méthode de calcul est différente d'une centrale à l'autre. Euro-Clear les établit sur la moyenne trimestrielle des soldes de titres à la fin du mois alors que pour Cedel, il se fait *pro rata temporis*.

Le taux applicable dépendra pour Euro-Clear de la nature des déposants, avantageant ceux qui détiennent un dépôt d'un montant élevé et ceux qui, en dépit, d'un montant de dépôt peu élevé, font de nombreuses transactions. La rotation est classée selon le degré en trois groupes. Cedel n'applique qu'un seul critère, celui du montant des dépôts et ce taux va de 0,15 pour mille (pour la partie des dépôts supérieure à 50 millions de dollars) à 0,22 pour mille.

Les méthodes différentes de calcul des frais de garde, selon les centrales et les clients, nous montrent qu'Euro-Clear, à la différence de sa concurrente, privilégie les mouvements de compte et donc il n'est pas étonnant que son volume de transactions annuel soit plus élevé.

##### \* Les commissions sur les transactions

Selon la nature des transactions, les commissions versées par le vendeur sont différentes et on considère trois catégories de mouvements : ceux qui se déroulent à l'intérieur du système, ceux qui passent par le *bridge* mis en place en fin de période, et enfin, ceux qui sont à destination de non participants au système.

Les principes de gestion concernant la classification des titres (fongible ou non fongible) entraînent également des coûts différents pour Cedel.

Pour les deux premières catégories de mouvement, les commissions sont déterminées en valeur absolue indépendamment du volume de transactions et exprimés en dollar. Le tableau ci-dessous indique le barème des commissions selon les catégories de mouvement.

Livraison de titres	Euro-Clear	Cedel (fongibles)	Cedel (non fongibles)
Compensation entre participants	gratuit	1,5 usd	2 usd
Compensation à travers le bridge	gratuit	4 usd	5 usd
Livraison de titres à un non participant	frais de transfert	8 usd	9 usd

**Tableau 1. 19 : Barème des commissions sur les transactions**

Sources : Euro-Clear et Cedel, cité par H. De la Bruslerie, Ibid., p. 179.

On remarquera la gratuité des commissions pour Euro-Clear sur les compensations entre participants et à travers le *bridge*. En revanche, il apparaît que le barème de Cedel est plus avantageux pour les titres fongibles dans leur ensemble.

Cependant, les deux organismes de *clearing* ne se contentent pas du seul barème précédent. Ils appliquent des pourcentages progressifs de ristourne à leurs clients suivant leur degré de participation dans l'activité du marché secondaire, Cedel effectuant une réduction de tarif sur la base du total des frais de transactions trimestriels tandis qu'Euro-Clear prend pour base le nombre de transactions mensuelles.

Euro-Clear applique par exemple une réduction tarifaire de 30% si l'utilisateur réalise plus de 1 500 transactions par mois, ce qui correspond à des frais trimestriels de 6 750 dollars (1 500 fois 1,5 dollars par mois) tandis que Cedel l'autorise pour les frais excédant 25000 dollars. Le

mode d'application des ristournes n'est donc pas neutre du point de vue de l'utilisateur. Cedel applique une méthode de calcul moins avantageuse qu'Euro-Clear tout en ayant un barème de commissions plus attractif. Une nouvelle fois, Euro-Clear privilégie, à la différence de Cedel, le nombre de transactions dans le calcul des commissions.

L'étude de la politique de prix des deux centrales nous montre qu'Euro-Clear applique des tarifs dégressifs (tant sur les frais de garde que sur le montant des commissions) aux participants dont le volume de transaction est élevé et que Cedel n'adopte pas cette stratégie. Par ce choix, l'ancien département de compensation de la Morgan contribue activement à liquidité du marché secondaire.

#### - La politique de produit

La politique de produit, c'est-à-dire celle qui porte sur le service de compensation, s'opère autour de quatre axes : le statut des titres, l'usage des monnaies, la gestion informatisée et la diversification.

##### \* Le statut des titres

Pour, Euro-Clear, le régime dit de fongibilité s'applique aux titres détenus dans le système. Les différents dépôts de titres concernent un emprunt précis que les déposants détiennent au *pro rata* du nombre de titres souscrits par chacun d'entre eux. Le choix de ce régime peut provoquer quelques difficultés quand survient un remboursement anticipé partiel de l'emprunt puisque dans ce cas, il est fait appel aux numéros des titres. Euro-Clear pallie partiellement cette difficulté en stockant par série égale les titres mais le problème demeure entier pour les titres remboursables par série incomplète.

A la différence de sa concurrente, Cedel ne pratique pas la banalisation des titres. Chaque dépositaire est spécialisé dans certains types de titres, en particulier, ceux qui sont émis sur leur place financière. La deuxième différence réside dans le caractère adaptatif aux réglementations nationales, du statut des titres. Le titre peut soit être soumis au statut de la fongibilité, soit au statut de non-fongibilité comme cela est le cas par exemple en Italie.

Euro-Clear et Cedel ont adopté une politique différente en ce qui concerne le statut des titres mais la seconde a sans doute préféré un statut certes plus complexe à gérer, mais qui présente

l'avantage de s'adapter aux différentes réglementations nationales et de ne pas être la source de difficultés dans le cas d'un remboursement anticipé des titres.

\* Les spécificités des titres admis dans le système

A ses débuts, ne procédant qu'à la compensation de titres en dollar à revenu fixe, Euro-Clear élargit progressivement son champ d'activité en choisissant d'autoriser ses dépositaires à intervenir sur toutes les monnaies et tous les types de titres. Deux devises échappent pour des raisons légales à cette organisation : le deutsche mark et le yen. L'affiliation de la Morgan à la Deutscher Ausland Kassenverein AG lui permet de déposer ses titres en deutsche mark auprès de la Frankfurter Kassenverein et pour les titres en yen, est mis en place un système identique avec trois banques japonaises (Industrial Bank of Japan, Bank of Tokyo et la Long Term Credit Bank).

Dès sa création, Cedel se livre à une activité de compensation de titres reposant sur une large gamme de monnaies et de nature de taux (taux variable ou taux fixe). Cependant, tout comme pour Euro-Clear, les titres émis en deutsche mark et en yen sont déposés dans des organismes de compensation locaux.

Si Euro-Clear présente un choix plus réduit de monnaies et d'instruments pour la compensation, l'arrivée de Cedel sur le marché secondaire la conduit à admettre dans son système les mêmes produits que sa concurrente. Cette politique accroît la liquidité du marché secondaire. De nombreux titres du marché primaires peuvent faire l'objet d'une compensation.

\* La gestion informatisée des titres

Enfin, plus tardivement chacune des centrales de compensation a mis en place un service informatique de liaison directe, Euclid (Euro-Clear Information Distribution) pour Euro-Clear qui passe par le réseau international Mark III de la General Electric. Cette innovation technique supplémentaire permet aux adhérents de réduire considérablement les délais de réception, d'interrogation sur les différents comptes et leur permet de s'assurer de la bonne marche des transactions.

Les activités de *back office* sont à leur tour simplifiées et les coûts d'exploitation sont contenus (il a été estimé une économie de plusieurs milliers dollars sur les frais de télex pour un important *market maker*). Il en résulte de nombreuses adhésions à Euro-Clear et surtout la mise en place d'un système similaire chez sa concurrente en 1980.

Cedel, qui dès sa création a eu recours à l'outil informatique, utilise le même réseau de la Général Electric et l'appelle C.C.S. (*Cedel Communication System*). Une modification relative à son fonctionnement est apportée : une utilisation de l'information seulement pour des activités de compensation (donc un flux continu de messages à la différence d'Euclid qui ne les transmet que dans la soirée).

De manière à rendre son réseau encore plus attractif, elle l'a connecté à un réseau international de transferts de paiements en devises *Swift* et à un système d'information *on line* qui donne le cours des principaux titres financiers dans le monde.

L'utilisation d'un système ou d'un autre n'est pas neutre pour l'utilisateur : Euclid, qui a pourtant une gamme de services inférieure à celle de C.C.S., parvient à le concurrencer puisque sa technique de souscription consiste à vendre un abonnement à l'intégralité des services alors que C.C.S. propose un abonnement à la carte.

#### \* Une diversification des services

De manière à attirer un plus grand nombre d'utilisateurs, les deux centrales ont développé des services nouveaux indépendamment de la compensation des titres, faisant acte de diversification. Le principal axe de développement est le prêt d'espèces et le prêt de titres.

#### Le prêt d'espèces

Euro-Clear est la première à proposer les prêts en espèces dans toutes les devises à ses adhérents. Ses liens avec la Morgan constituent une opportunité de pouvoir se livrer à ce type d'opérations. Cedel, soucieuse d'une éventuelle perte de clientèle, ne tarde pas à suivre sa concurrente dans cette voie. Elle propose à ses clients une liste de banques susceptibles de mener à bien cette opération de manière à ce qu'ils puissent choisir les conditions qui leur semblent les plus avantageuses.

Cet emprunt accordé par une structure bancaire, mais géré par les centrales, constitue une possibilité de découverts sur compte courant de manière à financer une position temporaire ou à plus long terme de liquidités. Sa contrepartie se présente sous la forme d'une garantie par des dépôts de titres ou d'espèces que les Centrales sont appelées à gérer. Sa valeur varie en fonction de la valeur de marché des titres et il est à la charge de l'emprunteur de procéder à des couvertures éventuelles si, par exemple, le cours des titres a baissé fortement.

## Les prêts de titres

La première à avoir instauré la formule des prêts de titres est Euro-Clear en 1975, suivie de près par sa concurrente. Le système de prêts consiste pour une centrale à contacter un de ses adhérents dépositaires des titres demandés afin qu'ils soient prêtés à un autre adhérent.

Il faut remarquer que le caractère anonyme de l'opération de prêts revêt plusieurs conséquences. D'une part, il entraîne le statut de fongibilité des titres prêtés et d'autre part, il laisse apparaître un risque quant à la restitution des titres.

Si, concernant la première conséquence, rien n'a été prévu par les centrales, la seconde, plus préjudiciable au fonctionnement du marché, a fait l'objet d'une procédure spécifique. Tout prêt de titres est garanti par le dépôt d'un gage (en titres ou en espèces) de l'emprunteur sur un compte de la centrale de compensation et dont le bénéficiaire est la banque de garantie.

Chaque centrale privilégie certaines banques. Pour Euro-Clear, on ne s'étonnera pas que la Morgan Guaranty Trust se porte garante et que pour Cedel, il s'agisse d'un syndicat bancaire dont le chef de file est la Citibank.

La durée de vie de l'emprunt est variable et s'inscrit dans une durée déterminée ou une durée indéterminée, et le remboursement anticipé ne peut être envisagé que par l'emprunteur puisque le prêteur n'a pas le droit de le demander.

La souplesse et la rapidité du système de prêts sont toutefois à nuancer. Des dispositions de règlements internes réduisent le montant total des titres empruntés pour une même émission, pas plus de 10% pour chaque centrale, et Euro-Clear impose une règle particulière, stipulant qu'un même emprunteur ne peut détenir plus de 5% des titres d'une même souscription.

Le mode de rémunération<sup>131</sup> au *pro rata temporis* du nombre de jours d'utilisation est plus avantageux pour une durée très courte (inférieure à 6 jours) chez Euro-Clear et pour une durée supérieure chez Cedel. Une partie de la rémunération versée par l'emprunteur (3% par an) est

---

<sup>131</sup>En 1981, pour toutes les transactions, la perception minimum est de 25 dollars pour Euro Clear et de 50 dollars pour Cedel. La commission est appliquée sur la base de la valeur de marché des titres, elle s'élève à 4,25% par an pour Cedel et à 5 % par an pour sa concurrente. Par ailleurs, il convient d'ajouter des frais divers, télex, téléphone, courrier, etc.... pouvant atteindre 20 dollars. De plus, Euro-Clear offre l'avantage d'accorder des réductions à la différence de Cedel.



donnée au prêteur qui continue également à percevoir les intérêts des titres prêtés. L'autre partie est conservée par la centrale, ce qui lui permet de payer le garant.

Cette pratique n'apparaît somme toute que comme une innovation de peu d'importance en apparence, puisqu'il s'agit de couvrir des positions à très court terme. Pourtant, elle constitue un facteur de liquidité nouveau pour entretenir le marché secondaire. De fait, en cas de défaillance<sup>132</sup> de l'une des contreparties au marché (acheteurs ou vendeurs), pour des raisons de délais de livraisons, d'insuffisance d'approvisionnement du compte ou bien encore par rupture pure et simple de la transaction, le recours aux prêts des titres permet à la vente de se conclure. D'autre part, cette possibilité ouvre un large champ d'arbitrage pour des positions de couverture ou de spéculation.

Les politiques suivies par les deux centrales de compensation ont permis la croissance du marché secondaire car elles conduisent à assurer sa liquidité et celle du marché primaire. Les services proposés par Cedel sont d'une aussi bonne qualité que ceux proposés par sa concurrente à des coûts inférieurs et pourtant la part de marché d'Euro-Clear reste la plus importante.

La croissance d'Euro-Clear provient fondamentalement de sa politique de prix, privilégiant les mouvements de titres et donc l'amenant à adopter une politique commerciale agressive de manière à augmenter la rotation des titres. Elle est particulièrement aidée dans cette tâche par la Morgan dont les représentants cherchent à la promouvoir<sup>133</sup>.

---

<sup>132</sup>De la page 256 à 258 de sa thèse LA BRUSLERIE (1982) propose deux exemples qui illustrent parfaitement l'intérêt que constitue pour les intervenants le prêt des titres.

<sup>133</sup>Euro-Clear n'emploie officiellement que son président et sa secrétaire. Le reste de ses employés travaille pour la Morgan.

#### 1.2.2.4 Le rapprochement des deux centrales

L'A.I.B.D.. (Association of International Bond Dealers, organisme professionnelle du marché) a favorisé, dès 1972, un rapprochement entre les deux centrales de compensation concrétisé par l'accord *Inter Working System* qui permet les livraisons contre paiement entre les deux systèmes.

Cependant, quelques inconvénients subsistent, en particulier ceux qui sont relatifs, pour chacune des centrales, aux paiements des coupons. Les coupons sont agrafés aux titres à l'échéance pour Cedel et de 7 à 14 jours à l'avance pour Euro-Clear. Si une livraison de titres survient entre les deux systèmes durant cette période, les titres d'Euro-Clear parviennent à Cedel sans les coupons.

De manière à pallier cette difficulté, en début de période, Cedel renvoie le titre à sa concurrente et finit par accepter un chèque ou un billet à ordre du montant des coupons manquants. Un autre problème demeure et a trait à la perte d'un jour d'intérêt pour les participants, en cas de transaction entre Cedel et Euro-Clear.

Ces défauts ont incité les utilisateurs à se constituer en comité, à Londres et à New-York, de manière à faire pression sur les deux centrales pour qu'elles acceptent enfin la mise en place d'un rapprochement réel.

Il faudra plus de huit ans<sup>134</sup> pour que le processus de rapprochement se consolide par la création, le 1<sup>er</sup> décembre 1980, d'un lien électronique de connexion entre les deux concurrentes : *Electronic Bridge*<sup>135</sup>. Les transactions se font désormais par un jeu d'écriture direct entre les différents comptes et il n'existe plus de livraisons physiques de titres ni de pertes de taux sauf pour les deutsche marks<sup>136</sup> qui jusqu'au 17 octobre 1982, font l'objet d'un traitement particulier comme nous l'avons déjà souligné.

---

<sup>134</sup>Les dirigeants de chacune des centrales imputent ce retard au concurrent : ceux de Cedel rappellent qu'il n'aurait rien eu à perdre dans un rapprochement tandis que ceux d'Euro-Clear invoquent que le retard est la conséquence de l'exigence exorbitante, à leurs yeux, de voir tous les titres passant par le bridge, déposés chez un correspondant de Cedel. Cette exigence s'expliquerait par le statut non fongible des titres entrant dans le système Cedel.

<sup>135</sup>ANDERSON T. se livre à un historique de ce lien électronique dans, « the growing war between Cedel and Euro-Clear », *Euromoney*, Mai 1981, p. 35-42.

<sup>136</sup>A partir du 18 octobre 1982, le lien électronique s'appliquera également à cette devise.

L'unique difficulté technique de ce système réside dans la perte d'un jour d'intérêt dans le cas où une erreur des donneurs d'ordre n'apparaît pas avant le jour du règlement. En effet, il peut se produire que les instructions d'un acheteur utilisateur d'Euro-Clear ne correspondent pas aux ordres d'un vendeur ayant recours à Cedel.

Il faut préciser que le rapprochement n'a pas incité les centrales de compensation à réduire les tarifs appliqués aux transactions entre les deux centrales avant la constitution du bridge électronique. Cedel conserve un prix de 4 dollars par transaction quel que soit le nombre de titres, en soulignant que son tarif était subventionné avant le lien. Elle accuse sa concurrente de préserver des barrières à l'entrée du nouveau système puisqu'en gardant un prix de dix dollars pour cent titres compensés, Euro-Clear ne répercute pas sur son tarif la baisse des coûts induite par le lien électronique et rend même dissuasif le coût d'un passage entre elle et sa concurrente.

Au cours de la période étudiée, les deux centrales de compensation parviennent à surmonter les difficultés. Elles contribuent à maintenir ainsi la permanence de la liquidité. Le rapprochement des deux systèmes en fin de période témoigne de l'émergence d'une uniformisation des pratiques sous l'influence des utilisateurs des deux centrales.

### 1.2.3 Statistiques résumées sur la période 1969-1983

Sur la période 1969-1983, le marché connaît un taux de croissance annuel moyen de 20,11% selon nos calculs à partir de la base de données SDC Platinum. Le nombre d'émissions est plus de dix fois plus important que sur la période précédente, avec une taille moyenne des opérations au moins deux fois plus élevée. Le montant de capitaux levé est plus de vingt-cinq fois plus élevé. Le tableau suivant témoigne de l'essor pris par le marché au regard des critères précédents.

Taille moyenne des émissions en millions de dollars us	Total des Capitaux levés sur le marché en millions de dollars US	Nombre d'émissions
45,77	215589,5	3759

**Tableau 1. 20 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés**

Source : Calculs personnels à partir de SDC Platinum

L'origine géographique des emprunteurs s'est diversifiée dans la zone O.C.D.E. avec une prépondérance des États-Unis comme en témoigne le tableau n°1-21.

OCDE	90,72
dont	
États-Unis	17,71
Canada	9,33
France	7,90
Japon	7,90
Royaume-Uni	7,80
Suède	3,62
Non OCDE	5,31
Supranationales	3,98

**Tableau 1. 21 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Le tableau n°1-22 nous montre que la diversité des monnaies d'utilisation s'est accrue mais le dollar et le deutschemark sont les deux principales devises utilisées (au moins 87% du marché).

Dollar américain	65,73
Deutschemark	22,68
Florin Néerlandais	4,66
Dollar canadien	2,26
Franc français	1,77
Livre sterling	1,54
Yen japonais	0,46
Ecu	0,44
Dollar de Hong Kong	0,17
Dollar australien	0,13
Couronne norvégienne	0,10
Couronne danoise	0,04
Franc belge	0,02
Dollar néozélandais	0,01
Couronne suédoise	0,01

**Tableau 1. 22 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Si le mouvement de diversification monétaire demeure encore limité sur ce marché, il est intéressant de noter que les efforts des intermédiaires pour développer le volume des transactions et l'initiation sécurisante de structures régulatrices portent leur fruit.

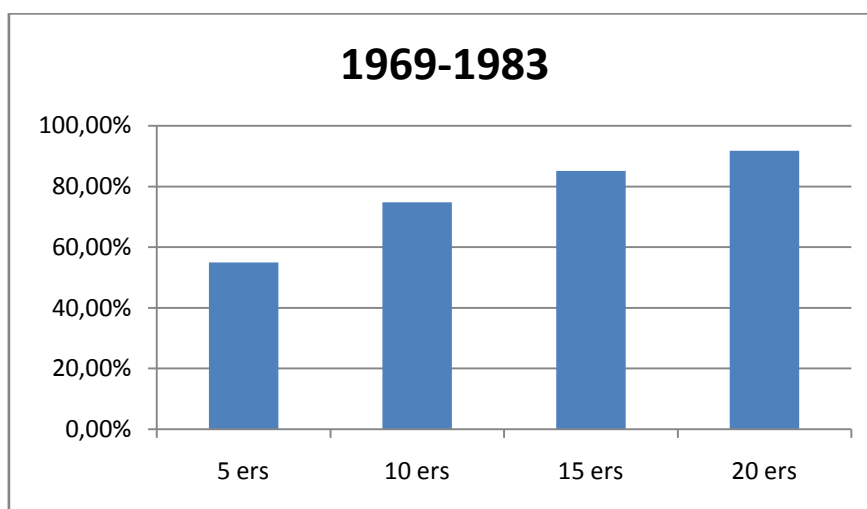
La répartition des instruments financiers mise en évidence dans le tableau n°1-23 témoigne d'une plus grande diversité que celle de la période précédente puisque si les titres à taux fixes représentent plus de  $\frac{3}{4}$  du marché, désormais d'autres instruments sont présents comme les titres à taux variable à la hauteur de plus d' $\frac{1}{8}$ <sup>ème</sup> du marché sur la période, de titres convertibles et dans une moindre mesure des titres avec warrants.

Fixe	78,67
FRN	13,46
Convertibles	6,86
Warrants	0,94
Zéro coupons	0,02
Autres	0,04

**Tableau 1. 23 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1969-1983 (en pourcentage du volume d'émission)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

La stratégie des eurobanques s'inscrit dans le cadre de la concurrence à laquelle elles se livrent au cours de la période. L'analyse des chefs de file sur le marché euro-obligataire recensé par la base de données SDC Platinum nous a conduit à déterminer sur la période 1969-1983 la concentration des parts de marché des cinq, dix, quinze et vingt premiers chefs de file sur la base de leur volume d'émissions sur le marché primaire que nous présentons dans l'histogramme suivant.



**Tableau 1. 24 : La part de marché des 5, 10, 15 et 20 premiers chefs de file de 1969 à 1983 sur le marché primaire des euro-obligations**

Sources : Calculs personnels d'après la base de données SDC Platinum

Nous notons que sur la phase de développement de 1969 à 1983, le marché reste quasiment autant concentré qu'à la phase précédente de création et d'organisation. En effet, quel que soit le critère considéré, de 5, 10, 15 ou 20 premiers chefs de file, ces derniers contribuent largement à l'activité du marché même si l'on observe un léger repli par rapport à la période précédente à chaque classe de variables observées.

Les parts de marché par origine géographique sur la période 1969-1984 sont calculées par nos soins à partir du volume d'émissions par chef de file proposées par SDC Platinum et une recherche que nous avons effectuée sur leur origine géographique. Le tableau ci-dessous résume nos résultats.

Belgique	1,19%
Canada	2,36%
Corée	1,16%
E.U	17,80%
France	6,16%
G.B	12,88%
Hong Kong	1,97%
Irlande	0,54%
Israël	0,07%
Italie	2,23%
Japon	3,04%
Luxembourg	1,36%
Norvège	0,21%
Pays arabes	2,34%
Pays-Bas	1,04%
RFA	32,23%
Suède	0,76%
Suisse	18,77%

**Tableau 1. 25 : Parts de marché en par origine géographique des chefs de file - Moyenne sur la période 1969-1983 sur le marché primaire des euro-obligations**

N.B : Les pays arabes recensés sont l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis, le Koweït et la Lybie

Sources : Calculs personnels d'après SDC Platinum

On remarque la prépondérance de quatre pays d'origine des chefs de file sur la période 1969-1983 : la RFA, la Suisse, les États-Unis et la Grande Bretagne. Comme à la période précédente, on retrouve ces quatre pays dont les chefs de file dominent l'activité du marché primaire.

Soulié souligne qu'« en fait le problème de la concentration est un exemple du caractère dialectique des relations entre comportement et structures. Les structures de marché influencent les comportements des firmes, mais réciproquement la stratégie suivie par les



firmes contribue à modifier les structures de marché »<sup>137</sup>. La stratégie des eurobanques repose comme nous l'avons présenté précédemment sur un processus d'innovation et un plus large choix de monnaies utilisées.

Les processus d'innovation ont été lancés par des banques historiquement présentes sur le marché et donc rompues aux techniques de la syndication internationale car elles sont dotées de compétences internes propres à lancer de nouveaux produits, ce qui est le cas des banques américaines, anglaises, allemandes et suisses. Leur présence est dans certains cas d'autant plus renforcée dès lors que les monnaies de dénomination des emprunts sont les monnaies domestiques des banques en question. En effet traditionnellement, le chef de file ou le co-chef de file est choisi en fonction (entre autres facteurs) de la monnaie recherchée par l'émission. Plus de deux tiers des émissions sont réalisées en dollars, ce qui constitue un facteur de renforcement des parts de marché des banques américaines. Plus de 22% des émissions sont menées en deutschemarks et les parts de marché des banques allemandes excèdent 30%. Cependant le facteur de dénomination de l'emprunt n'est pas déterminant pour analyser l'activité des banques anglaises dont la part de marché dépasse sur la période les 12% et dont la monnaie domestique n'est utilisée dans les emprunts qu'à la hauteur de 1,5%. Le savoir-faire des banques anglaises en matière de syndication peut nous permettre de comprendre le niveau de leur part de marché. Il en va de même pour les banques suisses. Une autre raison tient au statut particulier des titres. Comme les euro-obligations sont généralement au porteur (c'est-à-dire qu'est préservé l'anonymat de leur détenteur), les emprunteurs choisissent de faire appel à des chefs de file de pays où le secret bancaire est plus étendu.

En abordant la phase de maturité du marché, nous verrons encore dans quelle mesure le rôle de « l'infrastructure » du marché, et en particulier celui des intermédiaires contribue à consolider les volumes d'activité et la diversification des opérations euro-obligataires.

---

<sup>137</sup>SOULIÉ D., 1992, *Analyse économique et stratégie d'entreprise*, Edicef/Aupelf, p. 67.

## 1.3 Un marché marqué par un rôle accru des intermédiaires et plus une grande diversification : 1984-2008

La troisième et dernière phase de 1984 à nos jours est d'une tout autre nature. En effet, elle correspond à celle de la maturité, toujours caractérisée par l'innovation financière et la consolidation organisationnelle des intermédiaires financiers. La nouveauté réside surtout dans une large extension de l'origine géographique des emprunteurs à l'intérieur de la zone O.C.D.E.

### 1.3.1 Une innovation financière toujours soutenue

La période 1984-2008 a été marquée par des innovations relatives aux caractéristiques de produits pour réduire l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêts et des taux de change et des innovations organisationnelles liées à l'impact de la dérèglementation des marchés.

#### 1.3.1.1 Les titres réduisant l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt

Il s'agit principalement de titres à taux variables et de produits dérivés.

- Les titres à taux variable

\* Les titres à taux variable non datés

Lancés pour la première fois en 1984, ces titres ne disposent pas de maturité finale. Leur rémunération est égale au *libor* assortie d'une marge de 1/4%. L'investisseur a la possibilité de demander leur conversion dans des titres à maturité finie.

\* Les bull FRNs

Introduits en mars 1986, ces titres sont à caractère spéculatif dans la mesure où il s'agit de faire profiter à l'investisseur d'une baisse éventuelle des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt perçu sera d'autant plus élevé que le *libor* baissera.

Ce type d'émissions n'a pas connu un développement durable. Les investisseurs qui choisissent des titres à taux variable ne souhaitent pas assumer le risque relatif au niveau des taux d'intérêt.

\* Les mismatch

Conçu par Kidder Peabody en 1984, l'intérêt versé sur les titres "*mismatch*" est calculé sur la base de plusieurs taux de référence. Par exemple, quand le taux de référence est le *libor* à 6 mois, la valeur du coupon est déterminée à partir de 6 valeurs mensuelles de ce taux.

Cette technique peut permettre aux emprunteurs de réduire le coût de leur emprunt. Les investisseurs cherchent à bénéficier de la pente positive des taux d'intérêt à court terme en empruntant à très court terme (par exemple une semaine ou un mois) des fonds qu'ils placent sur une plus longue échéance (par exemple 6 mois). Si bien que les conditions d'existence de ce produit dépendent de la persistance d'un écart entre les taux à court terme.

\* Les minimax

Les taux servis sur des titres à taux variable, assortis de conditions de "*minimax*", sont encadrés à l'intérieur d'une valeur maximum et d'une valeur minimum. Ce produit a été créé en 1985 pour permettre aux banques japonaises un accès indirect à des investissements à taux fixe. Il n'a pas connu un grand développement dans la mesure où il ne correspond pas à un réel besoin des investisseurs.

\* Les caps

Le taux versé à l'investisseur par un titre *cap* ne peut pas dépasser un taux plafond déterminé dans le contrat d'émission. Cet inconvénient est compensé par l'augmentation de la marge nominale qui doit réduire le risque que prend le souscripteur dans l'hypothèse d'une hausse des taux d'intérêt.

#### - Les *wings*

Les *wings* ou *warrants into government securities* ont été lancés pour la première fois par la banque Salomon en 1983. Ils conduisent les investisseurs à prendre position sur les marchés obligataires domestiques.

Le principal avantage que revêt cette formule réside dans l'anonymat de l'investisseur qui lui permet de dégager des plus values sur le *warrant* sans être soumis à l'impôt.

#### - les *warrants* tueurs

Certains titres sont assortis d'une clause prévoyant le remboursement des euro-obligations hôtes, émises à l'origine avec les *warrants*, au fur et à mesure de l'exercice de ces dernières. Le *warrant* est ainsi exercé par l'échange d'une obligation hôte contre une obligation support.

Il faut constater que les *warrants* tueurs sont pour deux raisons inintéressants pour les investisseurs. En premier lieu, le remboursement de l'obligation initiale s'effectue à un prix inférieur à ce qu'il devrait être dans la mesure où le *warrant* est exercé quand les taux d'intérêt ont diminué par rapport à ceux en vigueur lors de l'émission. Le prix de l'obligation hôte est donc supérieur au pair et l'investisseur réalise une moins value importante sur le remboursement de l'obligation initiale qui se produit en général au pair. En second lieu, le taux du coupon de l'obligation support est plus faible que celui de l'obligation hôte.

Toutefois, les détenteurs de *warrants* n'achètent pas ces titres à un prix trop élevé au dessus du pair par crainte de réaliser une moins value importante lors du remboursement lié à l'exercice du *warrant*. Un équilibre de marché s'effectue entre les offreurs et les demandeurs de *warrants* et les offreurs et les demandeurs d'obligations hôtes.

#### - les *warrants* de vente

Un *warrant* de vente accorde la possibilité à un investisseur de vendre à un emprunteur un actif financier à un prix déterminé. Il s'agit pour le détenteur du *warrant* d'une anticipation à la baisse des prix.

- Les *warrants* de rapport

Un *warrant* de rapport est un titre qui tant que le *warrant* n'est pas exercé permet à son détenteur de percevoir un coupon annuel. Le prix d'émission tient compte du surcoût constitué par le versement des annuités d'intérêt.

1.3.1.2 Les titres réduisant l'incertitude sur l'évolution des taux de change : les *warrants* de devises

Les *warrants* de devises donnent la possibilité à un émetteur de livrer des actifs qu'il ne détient pas si le détenteur des *warrants* le souhaite. Ce dernier peut acquérir des devises à un taux de change déjà établi. Ce type de produit présente un faible intérêt car des marchés d'options procurent le même service aux investisseurs.

1.3.1.3 Les titres réduisant l'incertitude sur les taux d'intérêt et les taux de change : les *warrants* obligataires à option de change

Un *warrant* obligataire à option de change permet à son détenteur d'acquérir un actif financier libellé en une autre monnaie. L'étude de ces titres montre qu'ils constituent à la fois une option d'achat d'une devise en une autre et d'une option sur la baisse des taux d'intérêt portant sur la devise obtenue lors de l'échange.

Ainsi, les investisseurs peuvent prendre une double position sur les taux de change et les taux d'intérêt. Cependant, ces titres sont peu nombreux et s'échangent peu sur un marché secondaire restreint.

1.3.1.4 Les émissions *bull and bear* réduisant l'incertitude sur l'évolution des bourses

La première émission *bull and bear* est apparue en juin 1986 pour le compte de la Swedish Export Credit.

Une émission *bull and bear* est composée de deux tranches de remboursement, indexées de manière opposée sur un indice, la plupart du temps boursier ou sur le cours de l'or ou sur un autre emprunt.

La tranche *bull*, haussière, correspond à un prix de remboursement des titres d'autant plus élevé que sera forte l'augmentation de l'indice de référence. La tranche *bear*, baissière, est relative à un prix de remboursement d'autant plus élevé que la baisse de l'indice sera plus importante.

Ce produit intéresse deux catégories d'investisseurs : ceux qui spéculent à la hausse des cours ou qui veulent se préserver de cette hausse (tranche *bull*) et ceux qui spéculent à la baisse ou qui souhaitent se défendre contre cette baisse (tranche *bear*). On intègre parfois des techniques limitant la variation du prix de remboursement<sup>138</sup>.

Cette forme de titres est adaptée à un marché contraignant à des prévisions aléatoires.

#### 1.3.1.5 De nouvelles caractéristiques de produits issues de la déréglementation

Depuis 1984, les autorités monétaires des pays concernés délivrent des autorisations relatives aux caractéristiques des produits. Certaines d'entre elles existaient jusqu'alors sur le marché des titres en eurodollars et sont étendues à d'autres compartiments monétaires, tandis que la durée des emprunts est modulée et qu'une double cotation des titres voit le jour.

Le mouvement a commencé en France avec l'apparition des premiers coupons zéro en franc français en décembre 1984 et s'est étendu en Allemagne et au Japon. En effet, en mai 1985, les autorités monétaires allemandes permettent aux euro-obligations en deutsche mark de comporter des coupons zéro, des taux variables, des *swaps* et des devises duales. Pour l'euro-yen, le Ministère de l'économie japonais (Mof) autorise l'utilisation de ces différentes formes de titres par les non-résidents en juin 1985 et par les résidents pour les emprunts à taux variables en décembre de la même année.

Dans le même temps, des accords relatifs à la durée minimale des emprunts voient le jour. Pour le franc français, elle passe en mai 1988 de cinq à trois ans; pour le deutsche mark elle est abaissée de 5 à 2 ans en juillet 1989 et peut être inférieure à 5 ans pour l'euro-yen dès décembre 1984.

---

<sup>138</sup>Sur les modes de détermination des prix de remboursement des titres *bull* et *bear*, on consultera DUFLOUX C. et KARLIN M., 1987, « Une innovation financière internationale récente : les "bull and bear bonds" », *La Revue Banque*, n°475, septembre 1987, p. 824-830.

Afin de permettre une meilleure intégration des marchés, apparaissent des systèmes de double cotations des titres : les titres en florin néerlandais sont cotés en 1988 à Amsterdam et des titres en franc français à Paris.

#### 1.3.1.6 Les programmes MTN (*Medium Term Notes*)

Les programmes de MTN ont connu un développement important sur le marché euro-obligataire. Il faut trouver l'origine de ce type de programme sur les marchés américains au début des années soixante-dix. Il constituait alors une niche de financement alternative entre le marché du papier commercial à échéance court terme et les emprunts obligataires à plus longue échéance. Les montants émis sur ce marché à moyen terme sont relativement modestes au cours des années soixante-dix et ne concernent qu'un nombre limité d'entreprises.

Ce n'est qu'au début des années quatre-vingts que les entreprises ont largement recours à cet instrument sur le marché américain. Crabbe<sup>139</sup> fait remonter à l'année 1991 le premier lancement de ce type de programme sur les marchés euro-obligataires. Cependant, les données recensées par SDC Platinum font apparaître ce type de programme dès l'année 1984. S'il faisait l'objet d'un compartiment séparé, la distinction entre MTN et euro-obligation s'est peu à peu effacée. D'après nos calculs, les MTN représentent en moyenne plus de 23% des émissions sur la période et plus de 50% certaines années comme en 2000.

L'avantage principal réside dans une documentation unique qui permet le lancement de plusieurs programmes successifs dans le temps pour une monnaie donnée et pour des montants différents. Ainsi les coûts de financement sont réduits et le recours à des programmes structurés permet de profiter des opportunités qui se présentent sur les marchés dérivés.

Il s'agit donc là d'une standardisation des procédures d'émission que nous analyserons dans le chapitre suivant.

---

<sup>139</sup> CRABBE, 2005, « Medium-Term Notes », in F.J. FABOZZI, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 7<sup>th</sup> edition, New-York, McGraw-Hill, p.339-350.

### 1.3.1.7 Des centrales de compensation en croissance orientant leurs activités sur d'autres marchés

Au cours de la période, les deux centrales de compensation actives sur le marché primaire et secondaire euro-obligataire poursuivent leur développement.

Il s'agit pour l'essentiel d'une politique de croissance fondée à la fois sur une diversification des services proposés et une croissance externe fondée sur l'acquisition d'autres centrales de compensation.

En 2000, Cedel fusionne avec la centrale de compensation de la Deutsche Börse pour créer Clearstream. En 2001, Euro-Clear fusionne avec le système de compensation français Sicovam donnant naissance au plus grand groupe mondial de règlements livraison. Elle acquiert par la suite les systèmes de compensation opérant aux Pays-bas, en Belgique en Irlande et au Royaume-Uni. En novembre 2008, Euro-Clear acquiert auprès de l'I.C.M.A. (*International Capital Market Association*) le fournisseur de systèmes électroniques Xtrakter, qui met en relation les acheteurs et les vendeurs sur les marchés d'actions et de produits dérivés pour plus de 300 institutions financières.

La politique de liaison électronique entre les deux centrales est maintenue et accentuée pour rechercher une meilleure interopérabilité des deux systèmes. Des améliorations techniques affectant cette liaison prennent place en 1993, 2004 et 2008 et conduisent à une baisse des tarifs.

Cette politique de développement témoigne de l'essor pris par les marchés financiers et du mouvement de concentration des places sur la période étudiée. Elle n'est pas propre au développement du marché euro-obligataire et n'intéresse pas directement notre recherche. C'est la raison pour laquelle nous n'étudierons pas dans le détail les différentes stratégies suivies par Cedel devenue Clearstream et Euro-Clear ici.



### 1.3.2 Une organisation renforcée des intermédiaires financiers : le poids de la déréglementation

La déréglementation engendre une réorganisation du marché relative aux eurobanques et à des procédures simplifiées.

#### - Les euro-banques

Deux types d'accords sont instaurés : des accords de réciprocité et des accords généraux.

##### \* Accords de réciprocité

Le premier d'entre eux date de mai 1984. Il est signé entre les États-Unis et le Japon et permet aux banques ressortissantes de ces pays d'être chefs de file pour des emprunts libellés aussi bien en euro-yen qu'en eurodollar. Il en est de même pour les titres en eurofranc et en eurosterling en mars 1986. En octobre 1987, la R.F.A. et le Japon signent un accord de même nature plus restreint dans la mesure où il ne concerne que six banques nippones et sept banques allemandes.

##### \* Accords généraux

Des banques étrangères ayant une filiale dans les pays concernés sont autorisées à diriger des emprunts dans l'euro monnaie de ces pays, c'est le cas de la R.F.A. en 1985 et de la France en 1987.

#### - Des procédures simplifiées

La mise en place de procédures simplifiées affecte les euro-émissions en deutsche mark et en yen. En 1985, le Comité Central des Marchés de Capitaux et son Sous-comité pour les émissions étrangères sont dissous et le système de queue et de quotas prend fin. Jusqu'en 1988, quinze jours sont seulement nécessaires à un émetteur pour prévenir la Banque Centrale d'une offre de titres. En 1989, l'autorisation préalable est supprimée.

En 1986, au Japon, la période d'attente (dite période de *lock up*) pendant laquelle les euroobligations en yen ne peuvent être vendues à des investisseurs japonais passe de 180 à 90 jours (comme cela est le cas aux États-Unis).

Cette période est donc marquée par une intensification normalisatrice, même si les nouvelles règles contribuent à assouplir le corpus normatif existant.

### 1.3.3 Statistiques descriptives sur la période 1984-2008

Notre analyse par phase met en évidence des éléments de statistiques descriptives portant sur le développement du marché, sur les instruments et les monnaies utilisés et sur les acteurs (emprunteurs et banques).

Sur la période 1984-2008, le marché euro-obligataire connaît un taux de croissance annuel moyen de 13,51%, soit un taux plus faible qu'aux deux périodes précédentes. Le montant des capitaux levés est près de cent-vingt six fois plus élevé qu'à la période précédente, avec un nombre d'émissions près de vingt fois plus important pour une taille moyenne plus de six fois et demi plus élevée.

Le tableau suivant indique à quel point le marché euro-obligataire s'est très fortement développé sur la période.

Taille moyenne des émissions en millions de dollars us	Total des Capitaux levés sur le marché en millions de dollars US	Nombre d'émissions
302,78	27 207 717,2	72 885

**Tableau 1. 26 : Caractéristiques du marché primaire des euro-obligations selon le nombre d'émissions, leur taille moyenne et le montant des capitaux levés sur la période 1984-2008**

Source : Calculs personnels à partir de SDC Platinum

Les seules données homogènes, publiées à partir de 1963, recensant le volume d'émissions par catégories d'emprunteurs, par monnaie de dénomination de l'emprunt et par catégorie d'instruments financiers sont publiées par les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E. et cette publication prend fin en 1997.

Sur la période 1984-1997, les statistiques financières internationales de l'OCDE mettent en évidence la domination des pays de l'O.C.D.E. et en particulier celle du Japon, des États-Unis et dans une moindre mesure du Royaume-Uni, comme l'indique le tableau n°1-27. La prédominance accrue de cette zone ne doit pourtant pas occulter la diversification des origines des emprunteurs en son sein.

O.C.D.E	91,64%
Dont	
Japon	16,55%
Etats-Unis	14,95%
Royaume-Uni	8,77%
France	7,25%
RFA	6,02%
Canada	4,61%
Non O.C.D.E	4,67%
SUPRANATIONALES	3,68%

**Tableau 1. 27 : Origine géographique des emprunteurs sur le marché des euro-obligations - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage sur la période)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Le tableau n°1-28 conforte l'hypothèse de diversification en indiquant un retrait partiel du dollar en tant que monnaies de dénomination des emprunts au profit d'autres monnaies comme le deutschemark, le yen et la livre sterling.

	Moyenne
Dollar australien	2,37
Franc belge	0,02
Dollar canadien	4,05
Couronne tchèque	0,04
Couronne danoise	0,37
Deutschemark	11,45
Ecu	4,86
Franc français	4,54
Drachme grec	0,02
Dollar de Hong Kong	0,35
Livre irlandaise	0,02
Yen japonais	10,36
Lire	2,29
Markka	0,10
Florin Néerlandais	1,76
Dollar néozélandais	0,35
Couronne norvégienne	0,03
Escudo portugais	0,07
Livre sterling	8,62
Rand sud africain	0,08
Peseta espagnole	0,05
Couronne suédoise	0,18
Dollar américain	48,00

**Tableau 1. 28 : Monnaie de dénomination des emprunts euro-obligataires - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage du volume d'émission)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Enfin la répartition des instruments utilisés au cours de la période 1984-1997, établie dans le tableau n°1-29, indique toujours la large utilisation des emprunts à taux fixe suivie par ceux à

taux variable. Elle illustre clairement les effets de l'innovation financière entreprise dès le milieu des années 1980.

Instruments	Répartition en pourcentage du volume d'émission
Titres à Taux fixe	65%
Titres à taux variable	22%
Titres convertibles	4%
Titres avec warrants	8%
Titres zéro coupons	1%
Autres titres	1%

**Tableau 1. 29 : Répartition des instruments financiers du marché euro-obligataire - Moyenne sur la période 1984-1997 (en pourcentage du volume d'émission)**

Sources : Calculs personnels d'après les statistiques financières internationales de l'O.C.D.E

Par ailleurs, une étude<sup>140</sup> menée d'après la base de données *bondware* sur la période 1980-2000 montre que plus de 68% des emprunts sont émis par des entreprises du secteur des services financiers et bancaires.

L'étude des statistiques du marché euro-obligataire portant sur une période allant au-delà de 1997 n'a pas été possible avec la source O.C.D.E. puisque cette dernière cesse la publication de données sur ce marché. D'autres sources comme les données statistiques de Merrill Lynch<sup>141</sup> sont disponibles mais recouvrent une période s'arrêtant à 2001 et ne diffusent que les montants globaux annuels par pays sans présenter une décomposition par instruments utilisés ou par monnaie de dénomination de l'emprunt. La recherche de sources homogènes

<sup>140</sup> CLAES A., DE CEUSTER M.J.K., POLFLIET R., *ibidem*.

<sup>141</sup> MERRILL LYNCH GLOBAL FIXED INCOME RESEARCH TEAM, « Size and structure of the World Bond Market », April 2002, p.80.

disponibles sur une longue période nous a conduit à choisir les statistiques proposées par la Banque des Règlements Internationaux pour la période. Cependant ces données regroupent des catégories plus larges que celles que nous avons adoptées dans la source O.C.D.E. En effet, la B.R.I. publie des statistiques trimestrielles et annuelles sur les émissions internationales d'obligations qui regroupent sans distinction les obligations étrangères et les euro-obligations.

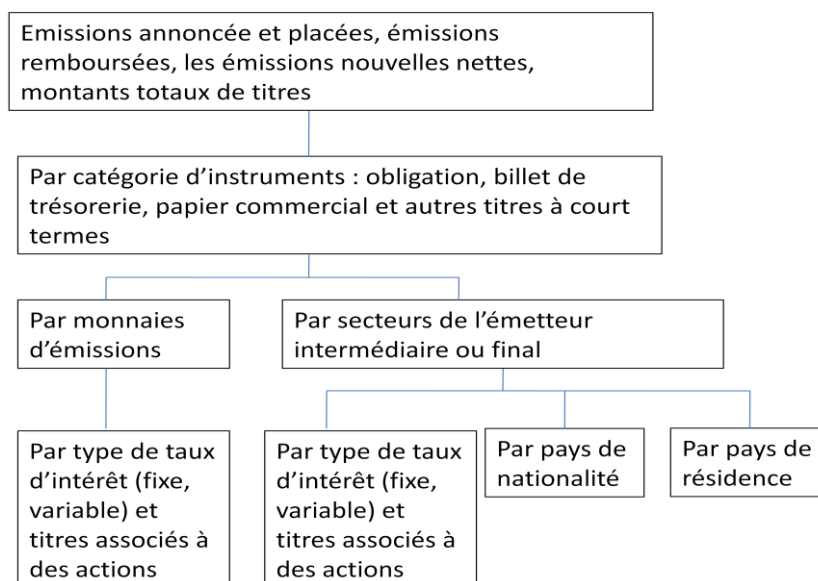
Elle a ainsi procédé de manière analogue avec les données qu'elle compile en matière de statistiques bancaires internationales.

Les statistiques sont présentées selon cinq catégories : les émissions annoncées, les nouvelles émissions placées sur le marché, les émissions remboursées prévues et par anticipation, les émissions nettes qui sont la différence entre les émissions nouvelles et celles qui sont remboursées et les montants globaux de titres pas encore remboursées.

Les données sont fournies en dollars US pour les montants globaux de titres. Les nouvelles émissions annoncées et effectives dans une devise différente de celle du dollar sont converties en dollars au taux de change en vigueur au moment de l'annonce. Les titres remboursés émis dans une autre devise que le dollar sont convertis à un taux de change trimestriel du dollar. Cette différence de traitement explique pourquoi les variations des montants globaux de titres ne recouvrent pas les émissions nettes de titres.

Pour chacune des catégories précédentes de titres, neuf variables les caractérisent à savoir les instruments utilisés, le marché d'émission, le type de taux d'intérêt, la monnaie d'émission, le secteur de l'emprunteur immédiat, le secteur d'activité de l'emprunteur final, la maturité restante des titres, le pays de résidence de l'émetteur et la nationalité de l'émetteur.

Le tableau suivant synthétise la manière dont la B.R.I. envisage les titres internationaux de dettes.



**Tableau 1. 30 : Traitement par la BRI des statistiques sur les titres internationaux de dettes**

Sources : BIS Papers n°14, Guide to the international financial statistics, February 2003, p.15

Les titres internationaux de dettes couverts par la B.R.I.<sup>142</sup> regroupent trois compartiments différents : le marché euro-obligataire, le marché des obligations étrangères et les émissions sur les marchés domestiques destinées aux investisseurs non-résidents. La justification d'un tel regroupement est mis en avant dans une note datée de 1997.

Dans cette dernière, la BRI dresse une typologie des obligations internationales selon trois critères : le lieu de la transaction, la monnaie de dénomination de l'emprunt selon qu'elle est domestique ou étrangère, et le statut de résidence de l'émetteur.

Selon ces critères, les euro-obligations sont des titres de dettes émis par des résidents ou des non-résidents dans une monnaie étrangère et les obligations étrangères regroupent les emprunts en monnaie domestique des non-résidents. Les statistiques sur les obligations internationales additionnent les données sur ces deux catégories d'instruments.

La classification opérée est synthétisée dans le tableau suivant.

<sup>142</sup> BIS, 2003, « Guide to the international financial statistics », *Papers*, n°14, February, p.39.

En monnaie domestique	Emissions obligataires par des résidents	Emissions obligataires par des non résidents
	A	B
En monnaie étrangère	C	D

**Tableau 1. 31 : Catégorisation des émissions obligataires par la B.R.I.**

Sources : BIS, «Appendix: What is left of the traditional distinction between *eurobonds, foreign bonds and domestic bonds?*», «International Banking And Financial Market Developments», February 1997, p.21.

La catégorie A correspond aux émissions sur les marchés domestiques. La catégorie B est celle du marché des obligations étrangères. La somme de C et D définit le marché des euro-obligations. Une catégorie plus large telle que la somme de B, C et D recouvre le marché des obligations internationales.

Un article publié par la B.R.I.<sup>143</sup> met en évidence les faiblesses de cette typologie pour trois raisons essentielles. La première d'entre-elles est liée à la préférence accordée à l'émetteur dans cette classification puisqu'elle ignore la résidence de l'investisseur. En effet un titre émis par un non-résident est une obligation étrangère qu'il soit acheté par un résident ou un non résident. Un titre émis par un emprunteur résident est une obligation domestique quelle que soit la résidence fiscale de l'investisseur. L'auteur y voit une contradiction. Son point de vue demeure discutable, car il considère qu'un titre émis sur le marché domestique et dont un investisseur non-résident fait l'acquisition constitue pour ce dernier une obligation étrangère. Il s'agit là d'un abus de langage puisque ce que l'auteur appelle étranger ne recouvre pas la définition traditionnelle d'une obligation étrangère (*i.e.* émise par une entité non résidente).

La deuxième raison mise en avant par cet article est la prise en compte dans les statistiques du marché euro-obligataire d'émissions obligataires étrangères ou domestiques car les autorités nationales de certains pays imposent des restrictions identiques à l'achat de titres obligataires

---

<sup>143</sup> BIS, 1997, « Appendix: What is left of the traditional distinction between eurobonds, foreign bonds and domestic bonds? », « International Banking and Financial Market Developments », *Papers*, February, p.21-25.



qu'ils soient émis par des non-résidents ou par des résidents à destination des investisseurs non-résidents. Ces restrictions portent sur les marchés obligataires des deutschemarks et tendent à disparaître. Ainsi les titres émis en deutschemarks et acquis par des non résidents sont inclus dans les émissions euro-obligataires pour la B.R.I. La troisième et dernière raison invoquée porte sur la définition même du marché d'émission tel qu'il est appréhendé à travers le lieu d'où opèrent les intermédiaires financiers et qui peut en fait recouvrir des réalités différentes. Ainsi les titres en livre sterlings qui ne sont pas soumis aux taxes et aux restrictions propres aux marchés domestiques sont considérés comme des euro-obligations y compris ceux qui sont émis par des résidents britanniques sur le marché de Londres. Il est sous-entendu que ces titres seront achetés par des non-résidents.

Ces trois raisons conduisent l'auteur à présenter une typologie qui croise l'origine de résidence de l'investisseur avec celle de l'emprunteur. Cette dernière est cohérente avec les données fournies par Euromoney et International Financing Review compilées par la B.R.I. dans ses statistiques sur les obligations internationales.

Ainsi, ce qui est recensé en tant qu'euro-obligation selon cette méthodologie correspond aux titres émis par des résidents ou des non-résidents à destination des investisseurs non-résidents. Le critère de l'internationalité du syndicat bancaire régissant l'émission est ignoré car il ne semble plus être un critère discriminant dans la mesure où les banques deviennent des groupes internationaux à la suite de fusions et d'acquisition. Les titres émis par des résidents à destination des investisseurs résidents sont définies en tant qu'obligations domestiques. Les titres émis par les non-résidents pour être acquis par des investisseurs résidents sont répertoriés comme obligations étrangères.

Si la B.R.I. tient donc compte du critère de résidence de l'investisseur, elle s'attache également dans la comptabilisation des euro-obligations au cadre légal, réglementaire et fiscal encadrant l'émission. L'auteur recense six critères appartenant à ce cadre et qui permettent de distinguer les différents compartiments du marché obligataire mondial (*i.e.* les obligations domestiques, obligations étrangères et euro-obligations). Le premier d'entre eux est la présence ou non d'un impôt de retenue à la source, son absence caractérisant une émission euro-obligataire. Le deuxième critère est celui de la forme juridique prise par le titre : elle peut être au porteur ou enregistrée. Le troisième critère repose sur la technique de placement en l'occurrence la syndication internationale, nationale, le placement direct ou les enchères. Le quatrième critère est lié au lieu d'enregistrement sur une place financière des titres. Le

cinquième critère est fondé sur les méthodes de négociation des titres sur le marché qui peut être « *over the counter* » ou localisé. Le dernier critère s'intéresse au mode de règlement mis en place pour l'émission dont on distingue les règlements locaux et ceux proposés par des centrales internationales comme Euro-Clear ou Cedel.

Le tableau suivant présenté par l'auteur synthétise les marchés obligataires selon les six critères présentés précédemment.

Critères \ Titres	Euro-obligation	Obligation étrangère	Obligation domestique
Impôt de retenue à la source	Non	Oui	Oui
Statut juridique	Titre au porteur	Titre au porteur et titre enregistré	Titre enregistré
Méthode d'émission	Syndicat international	Syndicat domestique	Direct, enchère ou syndicat
Lieu d'enregistrement	Londres ou Luxembourg	Marché financier local	Marché financier local
Modalités de négociation	Marché libre	Marché libre/marché organisé	Marché libre/marché organisé
Règlement	Euroclear/Cedel	Local	Local

**Tableau 1. 32 : Les principales caractéristiques des marchés obligataires mondiaux**

Sources : BIS, « Appendix: What is left of the traditional distinction between eurobonds, foreign bonds and domestic bonds? », « International Banking And Financial Market Developments », Février 1997, p.23.

Toutefois, l'auteur souligne que la classification des titres selon les compartiments doit *in fine* s'effectuer devise par devise. Pour les émissions en dollar US, toutes les obligations étrangères et domestiques font l'objet d'un enregistrement (hormis selon la réglementation les titres étrangers vendus à l'extérieur des Etats-Unis) et les euro-obligations en sont dispensées. Pour d'autres monnaies, telles que le dollar australien, la livre sterling et le yen, les obligations étrangères et domestiques font l'objet non seulement d'un enregistrement auprès

des autorités de tutelle mais aussi d'un impôt de retenue à la source. Le franc suisse ne peut pas faire l'objet d'émissions internationales du fait de la réglementation en vigueur.

Les statistiques financières fournies par la B.R.I. sont une compilation de plusieurs sources statistiques telles que Dealogic à travers Bondware, Thomson Financial Securities Data, les données de l'I.S.M.A. et de la Bank of England. Les données redondantes sont éliminées et une classification homogène des titres selon qu'ils sont domestiques ou internationaux est dressée selon trois critères majeurs : le lieu de la transaction, la monnaie utilisée et le statut fiscal de résidence de l'émetteur.

Le tableau suivant met en évidence cette typologie.

	Titres émis par les résidents	Titres émis par des non résidents
En monnaie domestique		
Destinées à des investisseurs résidents	Domestiques	Internationaux
Destinées à des investisseurs non résidents	Internationaux	Internationaux
En devise	Internationaux	Internationaux

**Tableau 1. 33 : Classification des titres domestiques et internationaux dans les statistiques de la B.R.I.**

Sources : BIS, « Appendix: What is left of the traditional distinction between eurobonds, foreign bonds and domestic bonds? », « International Banking And Financial Market Developments », Février 19, p.22.

La détermination de la destination des titres vers des investisseurs résidents ou non est parfois difficile à appréhender et d'autres critères vont alors concourir à caractériser les titres domestiques et internationaux. Un titre est classé comme international si le syndicat bancaire comporte des banques étrangères et ou s'il n'est pas soumis à un impôt de retenue à la source et à des obligations d'enregistrements.

Certains titres font pourtant exception à ces règles. Les émissions globales sont toutes comptabilisées comme des titres internationaux car elles sont lancées à la fois sur les marchés domestiques et internationaux et que les informations disponibles n'indiquent pas quelle

proportion est affectée à chacun de ces marchés. Les titres inhérents au rééchelonnement des dettes comme les obligations Brady ne sont pas intégrées dans les statistiques.

Pour résumer le propos précédent, à partir de 1998, l'O.C.D.E. ne publie plus de statistiques financières sur le marché euro-obligataire, seule la B.R.I. diffuse régulièrement des données statistiques le concernant. Cependant, il nous faut à nouveau souligner que les statistiques fournies par cet organisme recouvrent une catégorie plus large que celles de l'O.C.D.E. puisqu'obligations étrangères et euro-obligations sont regroupées pour dans une seule et même rubrique qu'il est impossible de dissocier. Cependant, la globalisation des marchés obligataires peut rendre difficile de nos jours une telle distinction comme nous l'avons vu plus haut.

En dépit des réserves que nous émettons, nous avons donc été amené à reprendre les statistiques de la BRI qui offrent la possibilité de mettre en évidence sur une longue période de nombreux critères comme l'origine géographique des emprunteurs et leur nature, les monnaies de dénomination et les instruments utilisés.

Examinons successivement chacun de ces critères sur la période 1998-2008.

Le tableau ci-dessous met en évidence la répartition géographique des emprunteurs selon leur pays de résidence fiscale en pourcentage des flux nets d'émissions.

<b>Pays développés</b>	<b>89,64%</b>
dont	
France	5,91%
Allemagne	9,85%
Italie	4,40%
Japon	-0,38%
Nouvelle Zélande	0,03%
Royaume-Uni	14,81%
Etats-Unis	28,52%
<b>Centres Off-shores</b>	<b>5,65%</b>
dont	
Iles Caimans	4,45%
<b>Pays en voie de développement</b>	<b>2,44%</b>
dont	
Afrique et Moyen-Orient	0,49%
Asie et Pacifique	0,67%
Europe	1,06%
Amérique latine et Caraïbes	0,21%
<b>Organisations internationales</b>	<b>2,28%</b>

**Tableau 1. 34 : Obligations internationales et notes par pays de résidence de l'émetteur en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008**

Sources : Compilation personnelle à partir des données de la BRI, table 14B, BIS Quarterly Review, Mars 2009.

L'origine géographique des emprunteurs témoigne d'une relative stabilité quant à leur répartition par rapport aux périodes précédentes. En effet, on constate une prédominance des emprunteurs de pays développés qui représentent sur la période près de 90% du marché. Le marché reste donc largement dominé par des emprunteurs de grande qualité où le risque pays est limité. On note également la présence non négligeable des centres offshores et en particulier des emprunteurs des Iles Caïman liés à des contournements des législations fiscales nationales.

La nature des emprunteurs est également disponible pour la B.R.I. et nous rendons compte dans le tableau suivant des données sur la période en moyenne des flux nets d'émissions.

Institutions financières	82,92%
Entreprises	9,34%
Etats	5,46%
Organisations internationales	2,28%

**Tableau 1. 35 : La nature des emprunteurs en pourcentages des flux nets d'émissions en moyenne sur la période 1998-2008.**

Sources : Compilation personnelle d'après la table 13B, BIS Quarterly Review, Mars 2009.

Les institutions financières dominent largement le marché puisque, en moyenne, elles contribuent à plus de 80% à l'activité du marché. Elles sont suivies de loin par les entreprises qui participent à l'émission de moins de 10% des flux nets sur les marchés internationaux. Il semble donc que le marché se spécialise sur une catégorie d'émetteurs : les institutions financières.

La compilation des données sur les monnaies de libellés des emprunts est synthétisée en pourcentage des flux nets pour la période dans le tableau ci-après.

Euro	46,71%
Dollar us	40,05%
Livre sterling	9,15%
Dollar canadien	0,68%
Franc suisse	0,64%
Dollar de Hong Kong	0,39%
Autres	2,38%

**Tableau 1. 36 : Obligations internationales et notes par monnaies en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008**

Sources : Compilation personnelle d'après, BIS Quarterly Review, Mars 2009, Table 13B

Deux monnaies dominent l'activité d'émission sur la période : l'euro et le dollar. La livre sterling occupe la troisième place. Si l'on compare nos résultats par rapport aux périodes précédentes, nous constatons la perte d'importance du yen et l'essor de l'euro, la livre sterling et le dollar accusant un léger repli.

Une typologie des instruments utilisée sur le marché des obligations internationales est mise en évidence par la B.R.I. Nous avons compilé cette information en moyenne sur la période étudiée et en pourcentage des flux nets d'émissions. Le tableau suivant rend compte de cette démarche.

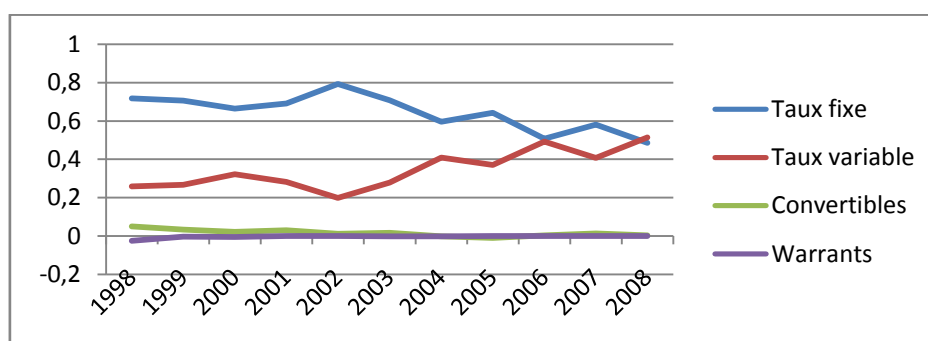
Taux fixe	64,39%
Taux variable	34,48%
Convertibles	1,48%
Warrants	-0,35%

**Tableau 1. 37 : Les instruments utilisés sur le marché des obligations internationales en pourcentage des flux nets d'émissions - Moyenne sur la période 1998-2008**

Sources : Compilation personnelle d'après, BIS Quarterly Review, March 2009, Table 13B

Sur la période 1998-2008, les titres à taux fixe dominent le marché des émissions nettes d'obligations internationales puisqu'ils sous-tendent près de deux tiers des émissions. Le reste du marché repose sur les titres à taux variable.

Cette moyenne ne recouvre pas moins une évolution contrastée comme en témoigne le graphique ci-dessous.



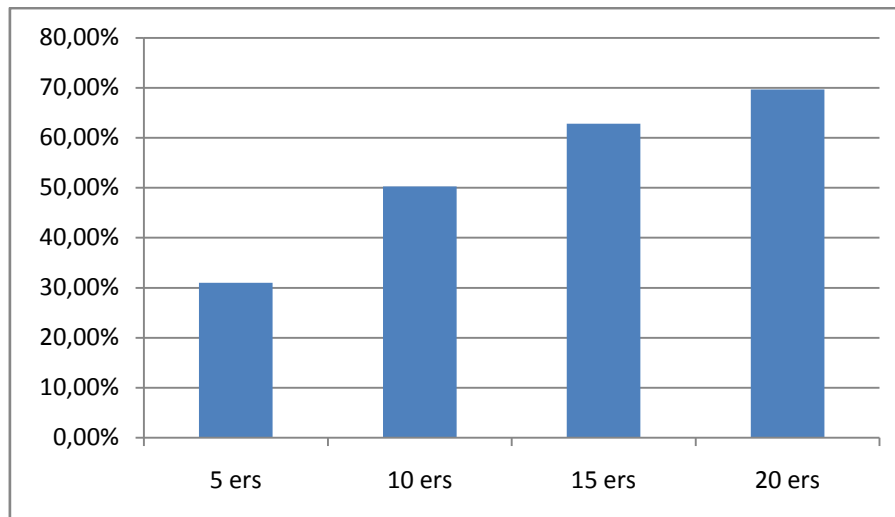
**Tableau 1. 38** : évolution des instruments sur le marché des obligations internationales de 1998 à 2008, en pourcentage des flux nets d'émissions

Sources : Sources : Compilation personnelle d'après, BIS Quarterly Review, March 2009, Table 13B

A partir de 2003, la part des titres à taux variables remonte au fur et à mesure que la part des titres à taux fixe diminue. L'année 2008 est marquée par la prédominance des titres à taux variable. Cette évolution s'explique par deux raisons. La première est qu'au cours de cette période, les taux d'intérêts nominaux ont baissé et que donc les emprunteurs (les entreprises financières qui n'ont pas souhaité renoncer à un gain d'opportunité) ont souscrit à des taux variables. La seconde raison, liée à la première, est la possibilité offerte aux emprunteurs de se couvrir pour ne pas subir une évolution défavorable des taux.

L'étude de la concentration des chefs de file à partir de la base de données SDC Platinum nous permet de mettre en évidence les parts de marché des cinq, dix, quinze et vingt premiers sur la période 1984-2008. Nous représentons le résultat de notre recherche sous la forme de l'histogramme ci-dessous.





**Tableau 1. 39 : Parts de marché des cinq, dix, quinze et vingt premiers chefs de file sur le marché primaire des euro-obligations pour la période 1984-2008 en pourcentage du volume d'émissions.**

Sources : Calculs personnels à partir de la base de données SDC platinum

La tendance observée au cours de la phase précédente s'accroît fortement, car quelle que soit la classe de répartition envisagée, nous constatons une diminution des parts de marché. En effet, si à la période précédente, les vingt premiers chefs de file contribuaient pour plus de 90% à l'activité du marché primaire, ils ne sont plus que 70% à le faire à présent, et cette baisse de l'ordre de 22 points au minimum affecte également la part de marché des quinze, dix et cinq premiers chefs de file sur le marché primaire. Cette troisième et dernière période est donc celle de la baisse de la concentration du marché due à l'arrivée d'autres banques chefs de file sur le marché.

Nous avons déterminé l'origine géographique des chefs de file en reprenant la base de données SDC Platinum et en déterminant banque par banque son pays d'origine. Le tableau ci-dessous met en évidence nos résultats.

E.U		22,22%
France		7,62%
G.B		11,13%
Italie		2,10%
Japon		11,22%
RFA		10,33%
Suisse		11,04%
Total		75,67%
Autres		5,30%
Sans <i>bookrunners</i>		18,98%

**Tableau 1. 40 : Parts de marché par origine géographique des chefs de file sur le marché des euro-obligations pour la période 1984-2008 en pourcentage du volume d'émissions.**

Sources : Calculs personnels d'après SDC Platinum

Sept origines géographiques des chefs de file dominent le marché primaire puisqu'elles contribuent à plus de 75% du marché. On retrouve sur la période 1984-2008, quatre origines géographiques communes dominantes avec les périodes précédentes, en l'occurrence les Etats-Unis, La Grande-Bretagne, la RFA (puis Allemagne) et la Suisse. Si cette liste est à rapprocher des devises utilisées pour les emprunts, ces dernières ne sont plus les seuls facteurs explicatifs du choix des chefs de file.

A la différence de la période précédente, la règle non écrite qui faisait associer à une monnaie de dénomination un chef de file du même pays s'estompe. En effet, la possibilité offerte au cours de la période par des accords de réciprocité ou des accords généraux de devenir chef de file pour un emprunt libellé dans une monnaie différente de celle de son pays d'origine explique en partie l'essor des chefs de file japonais et français.

## Conclusion du chapitre 1

De 1963 à nos jours, le marché euro-obligataire a connu trois phases de développement : une phase de création et d'organisation (1963-1968), une phase d'adaptation à la volatilité des taux de change et de taux d'intérêts (1969-1983) et une phase de maturité marquée par un rôle accru des intermédiaires financiers (1984-2008).

L'étude de la première phase met en évidence que la convertibilité des monnaies ainsi que l'existence du marché à court terme des eurodevises créent les conditions de la création d'un compartiment à long terme d'un marché international des capitaux : le marché des euro-obligations. Encore fallait-il qu'un banquier d'affaires réputé ait l'idée d'émettre la première euro-obligation de manière à utiliser à long terme les dépôts à court-terme des eurodevises sans pour autant encourir les risques traditionnels de la finance indirecte.

S. Warburg porte son choix sur une filiale du conglomérat italien IRI, Autostrade Italiane, gestionnaire des autoroutes italiennes. Un accord signé entre le président de l'IRI et S. Warburg en janvier 1963 stipule que l'emprunt garanti par l'IRI sera lancé en juillet de la même année pour un montant de 15 millions de dollars remboursable sur 15 ans à un taux fixe de 5,5%.

A ce moment, l'opportunité d'exploiter une réserve de devises inutilisée à l'extérieur des États-Unis donne lieu à l'invention d'un marché financier nouveau. Une première transaction s'y opère, encore faut-il que les suivantes s'organisent selon des règles de fonctionnement bien précises.

Le développement du marché euro-obligataire se fait sous l'impulsion de mesures réglementaires en Europe de l'Ouest et aux États-Unis.

Les autorités monétaires d'Allemagne de l'Ouest cherchent en 1964 à se prémunir de mouvements spéculatifs sur le deutschemark et décident alors de limiter les euro-émissions dans cette monnaie en constituant un comité composé de banques chefs de file et de la Bundesbank chargé d'autoriser mensuellement le nombre et le montant de ce type d'emprunts. Par ailleurs un nouvel impôt à la source est instauré sur les obligations domestiques détenues par les non-résidents qui en réaction vont donc se tourner vers le marché des euro-émissions en deutschemarks qui ne sont pas imposées. Aux Pays-Bas, des

mesures similaires sont appliquées et déclenchent la création du marché euro-obligataire en euro-florins.

Aux États-Unis, les mesures de contrôle sur les mouvements de capitaux destinées à réduire le déficit de la balance des paiements américaine induit par une spéculation sur le dollar se font en deux temps. Tout d'abord, dès juillet 1963, est mise en place une taxe de péréquation de l'intérêt (Interest Equalisation Tax dite IET)<sup>144</sup>. Sont exclus de cette mesure les emprunts émis par les pays en voie de développement (États ou entreprises), les organisations internationales et des entreprises ayant au moins 80% de leur activité dans les PVD.

Cette taxe consiste à surenchérir le coût d'un emprunt en dollars émis par des non résidents sur le territoire américain de manière à le rendre aussi élevé que le plus onéreux des emprunts en Europe de l'Ouest.

Une stratégie de contournement de cette taxe est appliquée par les non résidents qui vont alors se financer par des emprunts en eurodollars. Pour autant, le déficit de la balance des paiements américaine continue à se détériorer et d'autres mesures pour le limiter suivent comme celles du programme de restrictions volontaires (puis obligatoires) des investissements directs à l'étranger.

Le niveau des investissements directs et des crédits alloués aux entreprises dont le siège est aux États-Unis est plafonné et seules leurs filiales et leurs succursales à l'étranger ne sont pas soumises à ce programme de restriction. C'est pourquoi, les banques américaines créent de nombreuses filiales à l'étranger qui participeront au montage d'emprunts euro-obligataires en dollars destinés aux filiales des entreprises américaines. Un effet pervers de cette mesure de contrôle est donc d'avoir permis le financement de l'investissement direct d'entreprises américaines par un marché non soumis au contrôle des autorités américaines.

De 1963 à 1968, selon les données de SDC Platinum, le volume des euro-émissions a été multiplié par plus de 51, passant de 71,1 millions de dollars à 3682,3 millions de dollars.

L'origine géographique et la nature des emprunteurs s'avère une conséquence de mesures de contrôles de sorties des capitaux appliquées en Europe de l'Ouest et aux États-Unis. Les

---

<sup>144</sup> Annoncée par le Président Kennedy le 18 juillet 1963 dans son message au congrès, elle sera votée en septembre 1964 avec effet rétroactif à partir de juillet 1963.

mesures de contrôle américaines ont intensifié la concurrence à laquelle se sont livrées les banques américaines avec les banques anglaises.

L'analyse de la deuxième phase de développement du marché nous montre que le marché euro-obligataire a su répondre aux turbulences monétaires et de taux d'intérêt par l'innovation financière.

Cette deuxième phase de développement du marché est marquée par une série d'innovations financières destinées à réduire l'incertitude sur l'évolution des taux de change et des taux d'intérêts et par une organisation du marché secondaire. Les innovations financières liées à l'évolution des taux de change sont les recours aux paniers monétaires dans les monnaies de dénomination des emprunts, les titres convertibles avec une option de change et les titres avec des swaps de change. Les innovations financières pour réduire le risque de taux d'intérêt comportent l'introduction sur le marché des titres à taux variable et d'autres produits financiers qui permettent de s'adapter aux conditions de la conjoncture et aux anticipations sur l'évolution future des taux d'intérêts au moment de leur émission.

Cependant de nombreuses innovations sont sans lendemain car elles répondent non pas à un réel besoin à long terme du marché mais à des effets de mode entretenus par les intermédiaires pour conserver et attirer leur clientèle et faire progresser leur produit net bancaire, dans un contexte où l'offre des banques d'affaires était déjà confrontée à une demande saturée.

La deuxième phase de développement du marché euro-obligataire est également caractérisée par l'organisation du marché secondaire. La liquidité du marché secondaire a pu s'opérer en raison de la concurrence que se mènent Euro-Clear et Cedel.

La viabilité future du marché primaire a nécessité une organisation du marché secondaire menée par deux centrales de compensations de titres : Euro-Clear et Cedel.

Le marché secondaire a su s'adapter à l'évolution croissante de son activité en se dotant d'un organisme professionnel harmonisant les pratiques. La liquidité du marché euro-obligataire a été rendue possible d'une part grâce aux politiques de prix et de produit menées par les centrales de compensations et, d'autre part, grâce la création en fin de période d'un lien électronique.

La concurrence que se livrent les deux centrales de compensation à travers leur politique de prix et de produit a rendu possible la liquidité du marché secondaire qui a été encore facilitée en 1980 par un rapprochement électronique. Comme le souligne de La Bruslerie, « La constance et la régularité des émissions euro-obligataires dépendent elles-mêmes du réinvestissement des liquidités issues de ce marché »<sup>145</sup>. On assiste donc, sur cette période, à la mise en concurrence puis à une unification progressive des règles d'utilisation et de fonctionnement dont la finalité est de multiplier les transactions sur les titres « de seconde main ». Parallèlement, ces structures se complexifient – même lorsqu'elles fusionnent – pour offrir des services toujours plus riches et toujours mieux ciblés.

Le développement du marché euro-obligataire a été assuré tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire au cours de la période 1969-1983, par les intermédiaires financiers. L'innovation financière destinée à réduire l'incertitude sur l'évolution des taux de change et des taux d'intérêts a montré les capacités d'adaptation du marché aux anticipations des acteurs. Le volume annuel d'émissions a été multiplié par 13 sur la période passant de 3675,1 millions de dollars à 47 802,5 millions de dollars. L'origine géographique des emprunteurs s'est diversifiée au sein de la zone O.C.D.E. Les monnaies de dénominations des emprunts montrent toujours une prédominance du dollar suivi par le deutschemark avec un recours à des instruments à taux fixe en majorité puis l'utilisation de taux variables. On note également une baisse de la concentration des chefs de file dans le volume annuel d'émissions tendant à montrer que de nouvelles banques chef de file sont entrées sur le marché.

Le développement du marché euro-obligataire dans sa troisième phase de 1984 à 2008 est fondé sur la poursuite des innovations financières. Au cours de cette période, le volume annuel des émissions sur le marché primaire a connu un taux de croissance annuel moyen de 13,51%.

L'innovation est relative aux caractéristiques de produits et à l'organisation du marché primaire et secondaire. L'innovation sur les produits a pour essence l'incertitude sur

---

<sup>145</sup> LA BRUSLERIE (de) H., 1984, *ibidem*, p. 367.

l'évolution des taux et sur celle des bourses ainsi que les mouvements de déréglementation. L'innovation se rattachant à l'organisation du marché a pour origine la déréglementation.

L'innovation financière<sup>146</sup> continue à s'opérer sous l'impulsion des euro-banques et est destinée à limiter les évolutions défavorables de taux de change (*warrants* par exemple) et de taux d'intérêt. Les innovations les plus nombreuses portent sur les taux d'intérêts variables. Une deuxième catégorie d'innovations repose sur des mécanismes spéculatifs comme les titres *bull and bears*. Enfin, d'autres techniques novatrices sont liées à de nouvelles caractéristiques de produits issues de la déréglementation en France (coupon zéro) et au Japon (taux variable).

Dans le même temps des accords relatifs à la durée minimale des emprunts voient le jour. Pour le franc français, elle passe de cinq à trois ans en mai 1988 ; elle est pour le deutschemark abaissée de cinq à deux ans en juillet 1989 et peut à partir de décembre 1984 dépasser cinq ans pour l'euro-yen.

Si l'innovation financière, orientée pendant cette période vers le développement des produits à teneur spéculative, est largement soutenue par la libéralisation entretenue par les gouvernements, la structure du marché voit son organisation autonome gagner en densité institutionnelle et normative.

En parallèle de l'intensification des activités institutionnelles, deux types d'accords à visée normative sont instaurés : des accords de réciprocité (les États-Unis avec le Japon, la RFA avec le Japon) et des accords généraux (en France et en RFA). Il s'agit de permettre aux banques des pays ayant signé ces accords d'être chef de file dans la monnaie de dénominations du pays signataire.

Les deux centrales de compensation Cedel devenue Clearstream après une fusion avec la bourse allemande et Euroclear poursuivent leur croissance en intégrant d'autres systèmes de compensation et d'autres marchés à leurs activités d'origine tout en renforçant leur interopérabilité.

---

<sup>146</sup> Voir sur ce sujet DUFLOUX C. et KARLIN M., 1987, « Le marché financier international : innovations, risques et réflexions », *La Revue Banque*, n°473, juin 1987, p.591-595.

Né d'une opportunité saisie par un banquier d'affaire, le marché euro-obligataire est devenu une organisation *per se*. Son développement s'est effectué sous l'impulsion de stimuli, c'est-à-dire par un ensemble de facteurs qui engendrent une modification des comportements des acteurs du marché. Nous regroupons selon deux catégories ces stimuli au sens de Skinner<sup>147</sup> selon qu'ils sont externes au marché, c'est-à-dire relevant de son environnement, ou internes, autrement dit propres au marché.

La synthèse de notre recherche peut être reprise dans un tableau intégrant les différentes variables étudiées. Il s'agit ici d'appréhender l'évolution du marché en trois phases, selon les stimuli externes associés au développement du marché euro-obligataire et selon les stimuli internes comme les caractéristiques des émissions euro-obligataire et l'identification des acteurs (emprunteurs et chef de file).

Les stimuli externes qui ont eu un impact direct sur la croissance du marché selon les trois phases sont mis en évidence dans le tableau suivant.

---

<sup>147</sup> Skinner, B. F., 1931, *ibidem*.



	Phase 1 : 1963-1968	Phase 2 : 1969-1983	1984-2008
Stimuli externes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Réglementations aux États-Unis plafonnant le niveau de rémunération des dépôts à vue et surenchérissent le coût d'un emprunt en dollars pour les non résidents.</li> <li>- Réglementations en RFA et aux Pays-Bas destinées à limiter les sorties de capitaux.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Organisation des centrales de compensation</li> <li>- Inflation</li> <li>- Volatilité importante des taux d'intérêts et des taux de change</li> <li>- Deux chocs pétroliers ayant pour conséquence des excédents à placer et des déficits à financer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dérèglementation et globalisations des marchés financiers</li> <li>- Création de l'euro</li> <li>- Baisse des taux d'intérêts</li> <li>- Volatilité moindre des taux de change</li> </ul>

**Tableau 1. 41 : Les stimuli externes du marché euro-obligataire selon ses trois phases de développement**

Nous constatons un premier paradoxe : si des réglementations affectant les mouvements de capitaux sont à l'origine du développement du marché euro-obligataire dans la première phase, un vaste mouvement de dérèglementation contribue à sa croissance dans la dernière phase.

Le deuxième paradoxe que nous soulevons concerne la volatilité des taux de change et d'intérêt facteurs d'innovations sur le marché euro-obligataire dont l'intensité relative moindre engendre d'autres innovations dans la troisième phase.

Le troisième et dernier paradoxe est celui de la configuration de l'économie mondiale dans les deux dernières phases. Si un déséquilibre provoqué par les deux chocs pétroliers contribue à au développement des marchés financiers pour réaliser un transfert entre les agents à capacité de financement vers les agents à besoin de financement, la globalisation des économies accentue ce phénomène.

Ainsi des stimuli externes contraires peuvent en partie nous permettre de comprendre le développement du marché euro-obligataire. Né d'une initiative opportuniste, le marché perdure en dépit de stimuli externes contraire à ceux qui ont suscité son émergence. Une

logique d'une autre nature, propre au marché lui-même, s'est progressivement construite pour conduire à le rendre autonome.

L'organisation propre au marché est mise en œuvre autour de stimuli internes, les facteurs propre au marché. Nous en étudions la manifestation à travers les caractéristiques des émissions euro-obligataires et des acteurs (emprunteurs et chefs de file). Le tableau ci-dessous met en évidence par phase les spécificités propres au titre euro-obligataire.

	Phase 1 : 1963-1968	Phase 2 : 1969-1983	1984-2008
Taux de croissance annuel moyen	120,22% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	20,11% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	13,51% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum
Taille moyenne des émissions en millions de dollars US	21,62 Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	45,77 Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	302,78 Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum
Monnaies de dénomination en moyenne sur la période et en pourcentage du volume d'émissions	US dollar 87,45% Deutschemark 9,85% Livre sterling 2,49% Autres 0,21% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	US Dollar 65,73% ; Deutschemark 22,68% ; Florin néerlandais 4,66% ; Dollar canadien 2,26% ; Franc français 1,77% ; livre sterling 1,54% ; Autres 1,36% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	De 1984 à 1997 : US dollar 48% ; Deutschemark 11,45% ; Yen 10,36% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE De 1998 à 2008 (obligations internationales) : Euro 46,71% ; Dollar US 40,05% ; Livre sterling 9,15% ; Autres 4,09%. Sources : Compilation personnelle d'après Table 13B Bis Quarterly Review march 2009.
Instruments financiers en moyenne sur la période et en pourcentage du volume d'émissions	100% taux fixe Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	78,67% Taux fixe ; 13,46% taux variables et 6,86% Convertibles. Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	De 1984 à 1997 : 65% Taux fixe, 22% taux variable, warrant 8%, convertibles 4% De 1998 à 2008 (obligations internationales): 64,39% Taux fixe ; 34,48% taux variable ; Convertible 1,48% Sources : Compilation personnelle d'après Table 13B Bis Quarterly Review march 2009.

**Tableau 1. 42 : Spécificité des euro-obligations selon les trois phases de développement du marché**

La forme de l'émission euro-obligataire a connu, au cours des trois phases de développement identifiées, de profondes modifications. Son montant moyen est devenu de plus en plus élevé. Les monnaies de dénomination se sont au cours des différentes phases diversifiées entraînant la perte de la suprématie du dollar au profit de l'euro en fin de période. Les taux fixes, s'ils étaient les seuls instruments utilisés dans la première phase, ont peu à peu vu leur part dans le volume d'émissions baisser au bénéfice des titres à taux variables, des titres avec *warrant* et des titres convertibles.

Les parts de marché des acteurs, emprunteurs ou chefs de file suivent une évolution contrastée au cours des trois phases de développement du marché comme en témoigne le tableau suivant.

	Phase 1 : 1963-1968	Phase 2 : 1969-1983	1984-2008
Emprunteurs par nature en moyenne sur la période et en pourcentage du volume d'émissions	Secteur privé 54,8% et secteur public 45,2% Sources : Inter Bond Services Ltd	Non disponible	De 1998 à 2008 (obligations internationales): Institutions financiers 82,92%, entreprises 9,34%, Etats 5,46% et organisations internationales 2,28%. Sources : Compilation personnelle d'après table 13B Bis Quarterly Review march 2009.
Emprunteurs par origine géographique en moyenne sur la période et en pourcentage du volume d'émissions	O.C.D.E 77,59% dont Etats-Unis 24,31% ; Supranationales 16,93% Non O.C.D.E 2,19% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	O.C.D.E 90,72% dont Etats-Unis 17,71% dont Canada 9,33% dont France 7,90% dont Japon 7,90% dont Royaume-Uni 7,80% Supranationales 3,98% Non O.C.D.E 5,31% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE	De 1984 à 1997 : O.C.D.E 91,64% dont Japon 16,55%, dont Etats-Unis 14,95% dont Royaume-Uni 8,77% dont France 7,25% et dont RFA 6,02% Supranationales 3,68% Non O.C.D.E : 4,67% Sources : calculs personnels d'après les statistiques financières de l'OCDE. De 1998 à 2008 (obligations internationales) : Pays développés 89,64% dont Etats-Unis 28,52%, dont Royaume Uni 14,81%, dont Allemagne 9,85%, dont France 5,91% Centres off shores 5,65% dont Iles Caïmans 4,45%. Organisations Internationales 2,28% Sources : Compilation personnelle d'après Table 14B Bis Quarterly Review march 2009.
Concentration des vingt premiers chefs de file en moyenne sur la période en pourcentage du volume d'émission	98,59% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	91,75% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	69,68% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum
Origine géographique des chefs de file en moyenne sur la période et en pourcentage du volume d'émissions	RFA 27,52% ; Royaume-Uni 22,48% ; Etats-Unis 21,20% ; Suisse 20,09% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	R.F.A 32,23% ; Etats-Unis 17,80% ; Suisse 18,77% ; Royaume-Uni 12,88% Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum	Etats-Unis 22,22% ; Japon 11,22% ; Royaume-Uni 11,13% ; Suisse 11,04% ; Allemagne 10,33% ; France 7,62%. Sources : calculs personnels d'après SDC Platinum

**Tableau 1. 43 : Les acteurs du marché euro-obligataire selon les trois phases de développement du marché**

Nous pouvons à nouveau souligner que les emprunteurs ont essentiellement pour origine géographique les pays de l'O.C.D.E., c'est à dire d'excellentes signatures du point de vue du risque pays. Au sein des pays de l'O.C.D.E., les pays d'origine des emprunteurs se diversifient de plus en plus. Si l'activité restait concentrée au cours de la première phase par des émetteurs américains, anglais et allemands, elle s'étend désormais à d'autres pays fin 2008. La part des supranationales diminue au cours des phases et ce sont les centres *off shore* qui en fin de période les dépassent en part de marché.

La nature des emprunteurs s'est de plus en plus spécialisée puisque, contrairement à la première phase où le secteur public représente un peu moins de la moitié des émetteurs, sa part de marché n'est plus que de 5,42% dans la dernière phase. Le marché, examiné selon la nature des emprunteurs, est devenu un vecteur de financement pour les institutions financières et les autres entreprises qui contribuent à la hauteur de plus de 92% des émissions en moyenne dans la troisième et dernière phase.

L'étude que nous avons menée sur les chefs de file rend compte de deux phénomènes. Elle met en évidence d'une part une déconcentration du marché. Les vingt premiers chefs de file qui contribuaient à plus de 98% de l'activité d'émission du marché primaire en moyenne dans la première phase ne représentent plus que 69,68% dans la dernière. D'autre part, on observe un phénomène de diversification des pays d'origine pour les chefs de file au cours des trois phases de développement identifiées.

L'ensemble des stimuli internes entraîne une modification de l'organisation du marché qui rend possible sa permanence dans un contexte d'économie globalisée.

L'approche historique d'un marché financier globalisé comme celui des euro-obligations permet de saisir comment une structure fondée sur les transactions voit le jour et se consolide. Dans ce cas particulier, il s'agissait pour l'organisation de s'affranchir de toutes formes d'interventionnisme direct des gouvernements et d'acquérir une infrastructure autonome.

Contrairement à ce que l'on aurait pu supputer de l'émergence des marchés financiers, cette dernière n'est pas le fruit d'une rencontre fortuite d'investisseurs et d'emprunteurs autour d'une opportunité particulière, mais elle résulte de l'initiative d'acteurs « médians » : les intermédiaires financiers.

Ces acteurs particuliers n'arrêtent pas là leur intervention. Ils sont aussi à l'origine de la plupart des institutions régulatrices spécifiques au marché obligataire. C'est ainsi que se forge, au cours de plusieurs décennies, une organisation destinée à encadrer des échanges précis. Cette organisation évolue pour prendre des formes de plus en plus complexes et denses, à tel point que l'on est aujourd'hui amené à s'interroger sur la nature des relations organisationnelles qui la régissent. Nous montrerons dans le chapitre suivant que ces dernières s'appuient sur des pratiques institutionnalisées par les intermédiaires financiers.



## Chapitre 2 – Le marché euro-obligataire : des pratiques, une association professionnelle et une spécialisation des chefs de file

Comme nous l'avons montré au chapitre précédent, l'évolution du marché euro-obligataire a suivi trois phases de développement que nous avons analysées au travers de stimuli internes et externes. Dans le même temps, il recouvre progressivement une autre réalité que celle de ses origines historiques.

L'objet de ce chapitre est de montrer que ce marché financier s'organise non seulement autour de transactions mais aussi par des pratiques communes. Ces dernières reposent essentiellement sur des procédures et des contrats unissant les intervenants. Leur respect et la possibilité laissée aux innovations d'éclorre sans pour autant fragiliser son organisation s'articulent dans le cadre d'une association professionnelle. Le marché euro-obligataire suit aussi une logique propre à ses membres dominants comme c'est le cas des chefs de file des émissions.

Les procédures utilisées pour émettre un titre euro-obligataire relèvent à l'origine de deux techniques de placements : les placements privés et les placements publics avec une syndication traditionnelle. Il s'agit dans les deux cas de permettre à l'émission de trouver preneur sur le marché tout en faisant assumer le risque de non placement aux banques directement engagées dans le processus. Or à ce risque est associée une espérance de gains futurs qui induit des comportements de la part des banques participantes de nature à rendre nulles les commissions perçues. Les procédures évoluent pour maintenir un niveau de rémunération accepté par les intervenants tout en visant à limiter le risque de non placement. En outre, au fur et à mesure du développement du marché, les chefs de file cherchent à satisfaire les investisseurs institutionnels et les émetteurs fréquents. Ainsi des nouvelles techniques apparaissent dans le cadre des placements publics comme les *bought deals*, les *fixed price-reofferings*, les *pot deals* et les EMTN (*Euro Medium Term Notes*). Nous mettrons en évidence les procédures de placement en nous attachant, quand cela est possible, à distinguer leurs caractéristiques selon la taille de l'émission et la fréquence de recours au



marché des émetteurs. Nous montrerons que les nouveaux modes de placement aboutissent à une simplification des procédures tout en renforçant le pouvoir hiérarchique du chef de file.

Pour qu'un titre euro-obligataire puisse faire l'objet d'un placement sur le marché primaire, c'est-à-dire pour que le marché puisse exister, encore faut-il que des contrats aient été noués au préalable entre les intervenants. Le premier d'entre eux, l'*underwriting agreement*, détermine les relations entre le chef de file et l'émetteur sur les conditions de l'emprunt et les responsabilités de chacun. Le deuxième, l'*agreement among underwriters* s'intéresse au lien contractuel entre le chef de file et les banques participant au placement des titres. Le troisième, le *selling agreement*, précise les relations entre le chef de file et le syndicat de vente. Nous montrerons que ces contrats structurent les relations entre les intervenants dans l'organisation d'une émission sous l'égide du chef de file et que les commissions versées aux banques participantes suivent un ordre hiérarchique lié à leur responsabilité contractuelle.

Le marché euro-obligataire est également sous-tendu par une association professionnelle qui évolue au cours du temps en suivant des logiques de différenciation entre le marché primaire et secondaire puis une logique de concentration entre ces deux marchés tout en s'ouvrant à de nouveaux acteurs. Cette évolution s'accompagne par une modification des fonctions que s'assigne cette association puisque d'une simple mission de conseil et de formation de ses membres, elle devient un organisme délivrant des standards tirés d'un consensus de pratiques avec un pouvoir de coercition sur ses membres, et apparaît comme un lobby de la profession auprès des pouvoirs publics. Nous montrerons comment se sont opérées ces transformations en examinant non seulement la structure de l'association, mais aussi les différents outils dont elle a su se doter pour devenir une institution incontournable auprès de tous les intervenants du marché.

Enfin, le marché euro-obligataire fait l'objet d'une spécialisation des chefs de file. Nous montrerons à travers la méthode des classifications hiérarchiques ascendantes la nature de cette spécialisation de 1963 à 2008 et nous mettrons en évidence qu'elle recouvre un horizon temporel différent de celui qui a été exposé dans le chapitre précédent.

Ainsi, le marché euro-obligataire s'appréhende comme un espace de développement de pratiques liées à des procédures et des contrats, dans lequel une organisation professionnelle se structure de même que s'opère une spécialisation des banques chefs de file. Nous analyserons successivement cette réalité du marché à travers les différents prismes présentés

précédemment : l'organisation des procédures, la typologie des contrats, l'évolution des fonctions de l'association professionnelle et la spécialisation de ses chefs de file.

## 2.1 Les procédures de placement des titres euro-obligataires

Le placement des titres euro-obligataires suivait à l'origine deux techniques : celles des placements privés et pour la plupart des émissions la méthode des placements publics avec une syndication traditionnelle. A coté de la syndication traditionnelle qui domine le marché en début de période, d'autres modalités de placement voient le jour en raison de pratiques de dumping et de la prédominance croissante des investisseurs institutionnels. Ainsi apparaissent les « *bought deals* », les « *fixed-price reoffering* », les « enchères », les « *pot deals* » et les programmes EMTN. Elles sous-tendent des procédures de nature différente que nous étudierons successivement en mettant en évidence les liens qui unissent les acteurs au placement des titres.

### 2.1.1 Les placements privés

Un placement privé consiste pour un groupe de managers à souscrire à l'ensemble de l'émission pour la revendre à un ou plusieurs clients privés<sup>148</sup> comme des fonds de pension ou des compagnies d'assurance. Ces derniers peuvent les avoir contactés au préalable pour un placement avec certaines caractéristiques. Dans le cas d'un placement privé, les banques du syndicat de direction sont les garants de la souscription de l'emprunt. La détermination des conditions définitives et l'allocation des titres peuvent ainsi avoir lieu au même moment.

Le nombre de banques appartenant au syndicat de placement est réduit. Parfois, les termes définitifs de l'émission sont fixés avant le lancement officiel de l'emprunt : aucun changement dû à une variation des conditions de marché ne peut les modifier.

---

<sup>148</sup> WOOD P., 2007, *International loans, bonds, guarantees and legal opinion*, Sweet & Maxwell, note 10-026.

La Bruslerie précise à cet égard que « de nombreux placements privés sont de véritables émissions publiques parce que l'utilisation d'un syndicat de placement international même limité en nombre, garantit des ventes elles-mêmes internationales »<sup>149</sup>.

La Sec (*Securities Exchange Commission*) ne s'y est pas trompée puisque, pour accroître la liquidité du marché des placements privés, elle instaure en avril 1990 dans son rule 144 A<sup>150</sup> deux catégories de titres en placement privé : ceux qui nécessitent un enregistrement préalable et qui sont soumis à une période de détention de 2 ans et ceux qui s'inscrivent dans cette réglementation.

Un titre relevant du 144A permet à un investisseur ayant acheté des titres à travers un placement privé de les échanger immédiatement avec d'autres investisseurs sans pour autant s'enregistrer auprès d'elle. Pour qu'un titre puisse bénéficier de cette disposition, il doit avoir été acquis par un investisseur institutionnel « qualifié »<sup>151</sup>. Ce règlement permet donc aux investisseurs institutionnels résidents américains de pouvoir revendre leurs titres euro-obligataires en dollars sans procéder à un enregistrement.

## 2.1.2 Les placements publics

### 2.1.2.1 Les placements publics traditionnels

Il en est tout autrement pour la syndication traditionnelle avec un placement public qui nécessite la mise en œuvre d'un ensemble de procédures. Le lancement d'un emprunt euro-obligataire en placement public se décompose en quatre phases :

- une phase de négociations préliminaires entre l'emprunteur et des intermédiaires financiers ;
- une phase de préplacement ;

---

<sup>149</sup>LA BRUSLERIE (de) H., 1990, *ibidem*, p. 63.

<sup>150</sup> Sur ce sujet voir KWAW E., 1996, *The Law & Practice of Offshore Banking & Finance*, Greenwood Publishing Group, p.154

<sup>151</sup> La définition d'un investisseur qualifié est présentée et commentée dans CHAPLINSKY S. et RAMCHAND L., 2004, « The impact of SEC Rule 144A on Corporate Debt Issuance by International Firms », *Journal of Business*, vol.77 n°4, p.1078.

- une phase de placement auprès des banques ;
- une phase publique du placement.

Considérons successivement chacune d'entre elles.

#### - La phase de négociations préliminaires

Dans une phase de négociation préliminaire, le choix du banquier chef de file repose sur plusieurs critères<sup>152</sup>.

Tout d'abord un critère commercial, c'est-à-dire la possibilité ou non de s'adresser à ses clients pour lesquels on a déjà effectué un emprunt. Un deuxième critère est d'ordre géographique, on choisira un chef de file parce qu'il a la même nationalité que l'émetteur ou parce qu'il est de la monnaie de libellé de l'emprunt et que cela revêt un caractère obligatoire (en début de période, cas du deutschemark, cas du franc français et de l'unité de compte européenne).

L'objet des négociations est triple : le choix de l'unité monétaire, le choix des co-chefs de file et enfin les conditions de l'emprunt et sa date de lancement.

Si le choix de la devise va dépendre de la destination du produit de l'emprunt et de son coût, donc de variables extérieures au chef de file, c'est ce dernier qui propose à l'émetteur des co-managers en fonction des liens qu'il a pu tisser. Il peut s'agir par exemple des banques qui lui sont associées, de ses correspondants ou des banques qu'il cherche à récompenser en raison de leur comportement lors d'une précédente émission. Il peut aussi chercher à obtenir des liens de réciprocité avec d'autres banques en les invitant ou encore considérer qu'une banque est un partenaire incontestable sur un marché en raison de sa réputation et de sa capacité de placement. L'émetteur peut également souhaiter que certains établissements bancaires avec qui il a des liens commerciaux, soient parties prenantes de l'émission.

---

<sup>152</sup> Voir à ce sujet : YASUDA, A., 2005, « Do Bank Relationships Affect the Firm's Underwriter Choice in the Corporate-Bond Underwriting Market? », *Journal of Finance*, juin, p.1259-1292.

Les conditions de l'emprunt vont dépendre de l'étude financière de la société émettrice, c'est-à-dire qu'il convient d'analyser sa capacité de remboursement, la structure de sa dette et l'utilisation de l'emprunt (étude de la politique d'investissement de l'entreprise).

La lettre d'intention (« *letter of intend* ») formalise les caractéristiques probables de l'emprunt et est envoyée par le chef de file en son nom et au nom de tous les co-chefs de file à l'émetteur qui doit la renvoyer signée. Cette étape déclenche parfois l'acceptation d'un certain nombre d'obligations pour les co-contractants même s'il n'existe pas d'obligation de lancement de l'emprunt. En effet, certains chefs de file peuvent exiger de l'émetteur qu'il ne fasse pas appel à d'autres intermédiaires financiers pendant un certain délai pouvant aller jusqu'à un trimestre.

#### - La phase de préplacement

La deuxième phase de préplacement de l'emprunt euro-obligataire peut alors s'ouvrir dès réception de la lettre d'intention signée par l'emprunteur. Il s'agit d'une phase très courte de l'ordre d'une quinzaine de jours pendant lesquels le chef de file constitue les syndicats bancaires qui vont placer et payer à l'émetteur les titres et faire appel à d'autres banques qui auront pour mission de traiter des titres non placés. C'est aussi une période pendant laquelle il teste les conditions de l'emprunt (prix du titre et taux d'intérêt) dans la mesure où une émission rapidement pré-placée est considérée par les intermédiaires financières comme pouvant être bien acceptée par le marché. Si les co-chefs de file vont participer activement à la détermination des conditions de l'emprunt, leur rôle va souvent se limiter à se voir attribuer un volume important de placement par le co-chef de file. C'est donc le chef de file qui joue un rôle central ici. Dans un premier temps, il invite les intermédiaires financiers à la fois à placer les titres et à les garantir même si les deux fonctions sont dissociées.

Le montant garanti est fixé par le chef de file à titre indicatif mais les commissions de garantie sont toujours données de manière ferme. Une réponse est attendue dans les quatre jours.

Dans l'invitation destinée à former le syndicat de placement, le chef de file cherche à déterminer la capacité de placement de ses interlocuteurs et la réaction du marché face aux conditions de l'emprunt. La seule précision ferme communiquée est le pourcentage de commission attribuée. Le délai de réponse à cette invitation est de 15 jours car les banques contactées doivent avoir le temps d'estimer leur capacité de placement auprès de leurs clients.

Si ces deux documents sont indépendants l'un de l'autre, en pratique un moyen de récompenser un placeur de volumes importants est de lui faire prendre part au syndicat de garantie. Un faible placeur ne fera jamais donc partie du syndicat de garantie. Parfois le lien entre les deux fonctions est mis en évidence dans la mesure où le montant alloué en garanti dépend directement du montant placé.

Sont envoyés en même temps que les télex d'invitation (en début de période), des projets de contrat et des prospectus préliminaires mentionnant qu'il s'agit de documents provisoires conformément aux exigences de la bourse du Luxembourg dès lors que la cotation de l'emprunt est demandée.

L'acceptation des invitations ne donne pas lieu au contrat définitif puisque les membres du syndicat de garantie acceptent de couvrir une part indicative de l'emprunt à des conditions non définitives qui leur seront imposées. De même les placeurs acceptent d'être membres du syndicat de placement et communiquent le volume qu'ils sont prêts à traiter en le surestimant pour se voir attribuer par le chef de file une part importante de l'emprunt et c'est donc à ce dernier que revient d'apprécier la capacité réelle de placement de ses interlocuteurs pour que l'emprunt ne soit pas constitué partiellement en flottant. Cette pratique pourrait en effet déstabiliser les cours sur le marché secondaire.

De manière à réduire l'incertitude qui peut peser sur un montant alloué aux placeurs, certains d'entre eux vont dans une réponse au chef de file présenter une protection de leur indication d'intérêt c'est-à-dire que si elle est accordée, ils recevront le montant demandé.

Le protocole d'accord qui se forme est porteur (à l'instar de celui entre le chef de file et l'émetteur) à la fois d'obligations dépendantes d'une confirmation future du contrat définitif et d'obligations de faire pour permettre au contrat définitif de se former. Une réponse positive aux invitations du banquier chef de file engage ce dernier à d'une part tenir informés les intermédiaires financiers signataires des conditions définitives de l'emprunt et d'autre part à confier le placement d'une partie de l'emprunt même minime.

Après réception des indications d'intérêts, une réunion, tenue généralement au siège du chef de file, en présence de l'émetteur, du chef de file et des co-chefs de file décide de la clôture de la phase de préplacement. En fonction des réactions du marché révélées par la phase de préplacement, peuvent être alors décidés par chacune des parties (émetteur et chef de file et co-chefs de file) mais le plus souvent d'un commun accord, une suspension ou un report de

l'émission. Ce qui se produit par exemple dès lors que les conditions prévues de l'emprunt inscrites à titre indicatif deviennent irréalistes compte tenu des évolutions du marché ou encore quand la monnaie de dénomination fait l'objet de spéculation sur le marché des changes.

Toutefois cette réunion se conclut généralement par la détermination définitive du prix d'émission et du taux de coupon et par la signature d'un contrat entre l'emprunteur et un syndicat bancaire dirigé par le chef de file.

- La phase de placement auprès des banques

Puis la phase de placement d'environ 15 jours est lancée pendant la période dite de souscription publique s'écoulant entre le jour de l'offre au public (*offering date*) et le jour de clôture de la souscription (*closing date*). En réalité le placement ne dure qu'une seule journée. Le chef de file informe les membres des différents syndicats des conditions définitives de l'émission (prix et taux d'intérêt) et du nombre de titres attribué à chacun pour le placement et/ou la garantie. Ces derniers doivent donner très rapidement leur accord. Toutefois, le chef de file se voit attribuer contractuellement le pouvoir discrétionnaire d'attribution du nombre de titres confié pour placement, dont la seule limite est que le placeur ne peut pas se voir attribuer plus du montant qu'il a demandé. Le contre-pouvoir à cette attribution discrétionnaire réside dans la clause de protection demandée pendant la période de préplacement.

Pour éviter une pression à la baisse du prix des titres sur le marché secondaire, les chefs de file et co-chefs de file ont développé une technique américaine de placement : l'« *over-selling* » ou l'« *over-allotment* ». Lors de la réunion de clôture du préplacement, les managers attribuent plus de titres qu'il n'en existe. Par exemple, pour un emprunt de 10 millions d'euros avec 15 millions de demandes de souscription, ils peuvent proposer 12 millions à placer soit deux millions d'euros placés en *over-selling* confiés, en règle générale, aux managers eux-mêmes. Ainsi, en poursuivant notre exemple, si le syndicat de direction se compose de 6 managers, chacun placera 1/3 de million d'euros qu'il devra aller acheter en réalité sur le marché secondaire de manière à pouvoir assurer leur livraison à ses clients. Dans ce cas la livraison est décalée par rapport à la souscription. Cet achat peut être fait sur la base

d'un prix supérieur ou inférieur au prix d'émission et engendre éventuellement des bénéfices ou des pertes répartis généralement entre managers.

Cette technique est critiquée à double titre. D'un point de vue juridique, les souscriptions correspondant à cette pratique sont sans objet, car le versement du montant de la souscription ne trouve pas sa contrepartie dans la création de titres. Par ailleurs, en contradiction avec le principe même d'un emprunt obligataire, cette pratique introduit des différences entre les titres puisqu'ils ne peuvent pas tous être souscrits en même temps.

D'un point de vue financier, l'*over-allotment* peut entraîner des abus puisque des banques craignant un marché secondaire peu liquide sont susceptibles de conseiller à l'émetteur de limiter le montant d'un emprunt dans des limites inférieures à ce que le marché peut intégrer, et ainsi dégager des bénéfices importants en s'appuyant sur l'*over-selling*.

Il appartient donc à une seule catégorie de cocontractants d'agir au nom des impératifs de stabilisation de marché et sans aucun contrôle ni de ce dernier ni des autres cocontractants. Les managers définissent un objectif de placement pour tous dont ils s'assurent du meilleur moyen pour l'atteindre.

Une réponse positive au placement, c'est-à-dire l'acceptation des conditions définitives, se traduit par une confirmation de l'accord initial (qui contenait les caractéristiques probables de l'emprunt). Le chef de file impose la forme prise par cet accord, en l'occurrence l'envoi d'un télex (en début de période) ou par le silence de celui qui reçoit l'invitation, le silence valant acceptation. Le syndicat bancaire assume le risque de non acceptation de l'accord initial qui est faible en raison du nombre de banques participantes et peut le cas échéant faire appel à la clause de sauvegarde.

La procédure de formation des contrats garante du succès de l'émission auprès du public est particulière au marché. En effet, contrairement à la formation des contrats classiques qui débute au moment où est mise en évidence une première manifestation de la volonté intégrant toutes les caractéristiques du contrat envisagé et qui prend fin à la réception de l'accord des cocontractants, l'offre construite par le chef de file est progressive. En effet, pendant la période de négociation, ces derniers concluent un protocole d'accord où sont présents le montant de l'emprunt, le nom de l'émetteur avec des variables incertaines comme le prix, le taux d'intérêt et le nombre de titres puis est présentée une offre finale qui précise de manière définitive ces éléments incertains.



Le lieu d'émission de l'emprunt est difficile à déterminer si l'on utilise les critères habituels relatifs aux émissions obligataires traditionnelles en vigueur pour les opérations domestiques et étrangères. En effet, le principe classique est de déterminer le lieu d'émission en fonction du marché sur lequel elle s'opère. Or, le principe même de l'euro-obligation est un placement international par un syndicat de banques donc le marché est dans ce cadre difficile à localiser précisément. Certains auteurs vont plutôt évoquer l'impossibilité de préciser ce lieu et préfèrent parler de lieu d'administration de l'emprunt au sens juridique du terme c'est-à-dire l'endroit à partir duquel s'ordonne sa sphère financière (lieu de conclusion des contrats, lieu de livraison des titres, lieu de versement du produit de l'emprunt, lieu à partir duquel s'opère le service de la dette, lieu de domiciliation des obligataires et lieu de cotation en bourse) en l'occurrence généralement le pays du chef de file.

#### - La phase publique de placement

La phase publique de l'emprunt pendant laquelle les intermédiaires financiers vont vendre les titres auprès de leurs clients dure environ quinze jours. On passe donc d'un placement purement privé au placement public de l'emprunt, étape pendant laquelle les placeurs vont pouvoir collecter les fonds nécessaires au paiement des titres attribués par le chef de file.

Pour faciliter la vente des titres par le placeur, le chef de file lui communique le prospectus qui comprend toutes les informations en connaissance desquelles s'engage le souscripteur. Il s'agit d'un document unique dans la mesure où il n'existe pas sous une forme simplifiée ou plus approfondie selon le destinataire auquel il s'adresse comme cela peut être pour les emprunts obligataires domestiques en France notamment. Ce document retrace des informations sur l'émetteur et sur les caractéristiques de l'emprunt, notamment son rating. Il constitue l'unique source d'information sur l'émetteur et les titres et précise le statut juridique de l'émetteur, son activité et sa situation financière.

Le statut juridique indique le nom, la date de constitution de l'entreprise, sa durée, la *lex societatis* applicable, la forme juridique de la société et son siège social. S'y ajoutent d'autres éléments comme le montant du capital social et l'identité des membres dirigeants de l'entreprise. La description de l'activité de l'émetteur inclut outre la mention de son objet social, le secteur d'activité et ses perspectives. Enfin la situation financière est présentée dans la publication d'un rapport de commissaires au compte selon la *lex societatis* en vigueur dans

le pays de l'émetteur et comprenant au minimum le dernier bilan et compte de résultat de la dernière année, voire cinq années ou même dix années au Royaume-Uni.

Les renseignements relatifs à l'emprunt intègrent l'indication de la prise ferme de l'emprunt et l'identité des chefs de file et des co-chefs de file ainsi que des précisions sur les conditions et modalités de remboursement (et éventuellement le contrat de trust). Par ailleurs le prospectus montre l'objet du produit de l'emprunt car l'étude de la politique d'investissement peut aider à se faire une opinion sur la solvabilité future de l'émetteur.

Dans le même temps, les journaux des principales places financières publient des placards publicitaires appelés « *tombstones* » sur lesquels figurent le nom des banques participantes par ordre d'importance (selon le montant placé et garanti), le nom de l'emprunteur, les caractéristiques principales de l'émission, le nom du chef de file et des co-chefs de file. Pour éviter d'entrer en conflit avec certaines législations nationales qui interdisent toute publicité sur les emprunts euro-obligataires, il est également indiqué que l'émission a déjà été intégralement souscrite et que le *tombstone* n'est publié qu'à titre d'information.

Le jour de la clôture de la période publique de placement marque la date à laquelle les membres du syndicat de placement doivent verser (qu'ils aient ou non placé l'intégralité des titres auprès de leur clientèle) la contrevaletur monétaire des titres dont ils se sont vus attribuer le placement par le chef de file. Le lendemain, le chef de file confie à l'émetteur la somme collectée en échange de la livraison des titres, soit de l'ordre d'un mois après l'envoi des invitations. De plus, le jour de la clôture est celui à partir duquel les intérêts et l'amortissement de l'emprunt courent et c'est pour l'émetteur la fin de l'émission alors que se poursuivent pour les banques participantes des rapports syndicaux et des missions indiquées dans les contrats.

Pendant la durée de vie de l'emprunt il faut veiller au bon déroulement du service financier, à la protection des obligataires et à la cotation en bourse du titre émis. Pour s'assurer du paiement des intérêts et du remboursement du capital par l'émetteur, est conclue une convention de service financier (*Paying Agency Agreement* ou *Fiscal Agency Agreement*) entre l'émetteur et une banque, qualifiée d'agent financier principal, le plus souvent celle du chef de file ou du co-chef de file.

Deux modalités de représentation permettent la protection des obligataires : la Société Civile à laquelle adhèrent généralement les débiteurs français et le Trust qui prend sa source dans le droit anglo-saxon. Quel que soit le mode choisi, il faut noter encore une fois la marque du chef de file puisque la Société Civile se situe fréquemment au siège de la banque chef de file et que le Trustee est souvent une banque filiale d'un banquier chef de file ou d'un co-chef de file.

Tout au long de la durée de vie de l'emprunt, l'émetteur est tenu de donner des informations sur lui-même et le titre. En effet, il doit envoyer au Trustee ou à l'agent payeur principal les comptes de l'année, les rapports de dirigeants et des auditeurs externes. Par ailleurs, il a l'obligation de communiquer au représentant des obligataires, toutes les informations susceptibles de revêtir un intérêt pour la valeur des titres. Enfin toute information concernant directement l'emprunt est publiée dans une notice des journaux localisés généralement dans les deux places financières principales d'animation du marché secondaire : Financial Times à Londres et le Recueil Spécial des Sociétés et Associations du Mémorial du Luxembourg. Les obligataires sont présumés se tenir au courant par ce biais.

La figure 2.1 résume les différentes étapes d'une émission syndiquée.

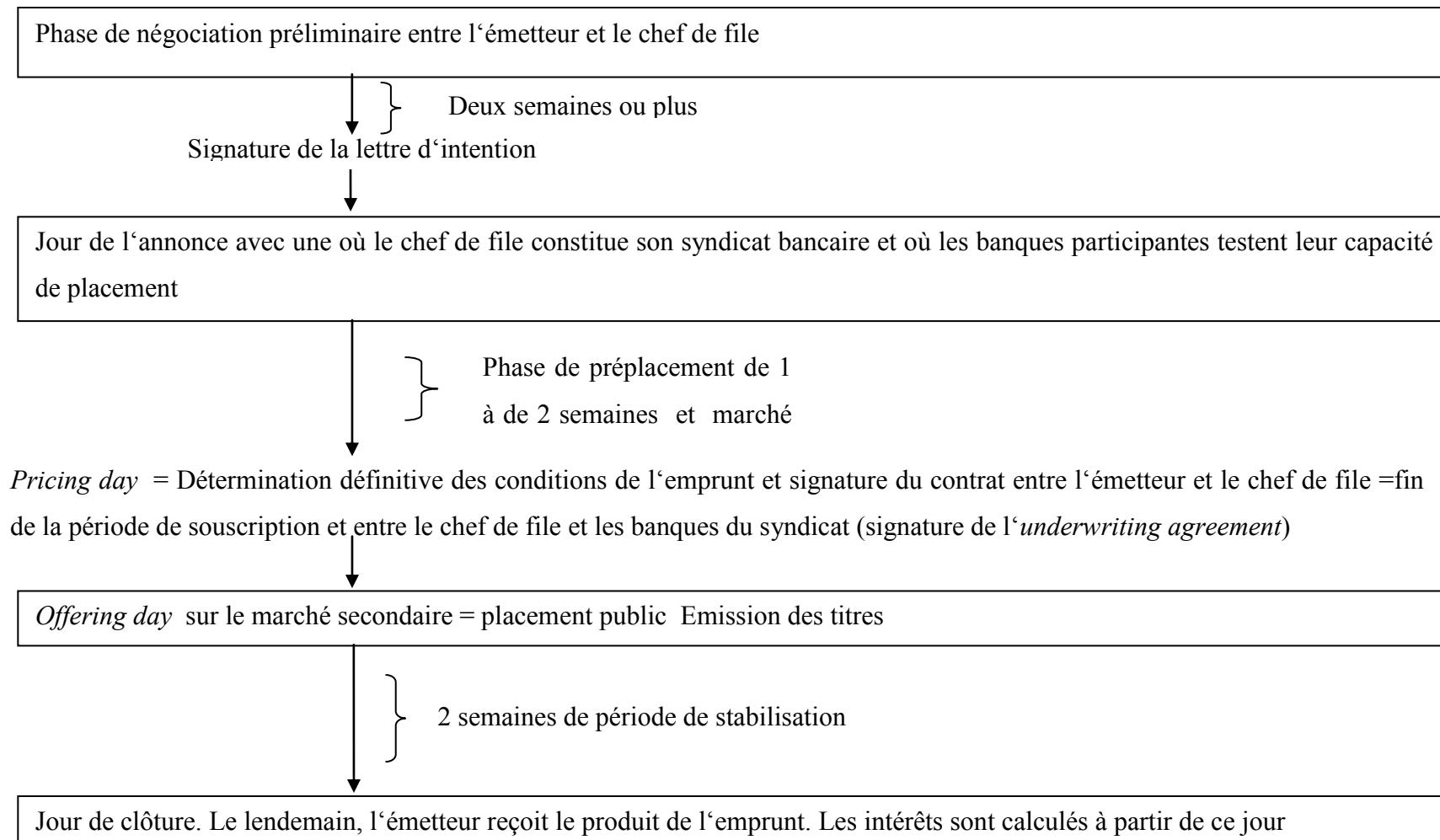


Figure 2. 1 : Les différentes étapes de la syndication traditionnelle d'une émission euro-obligataire

L'étude de la procédure d'émission a permis de mettre en évidence que si les banques ne sont pas confrontées au risque de défaut de l'émetteur, elles sont à plusieurs titres au cœur des procédés mis en œuvre.

Tout d'abord, la banque chef de file est au centre de l'organisation de l'euro-émission puisqu'elle est l'intermédiaire de l'émetteur auprès des autres institutions financières et des investisseurs. C'est sur sa réputation fondée sur son savoir-faire que s'appuie la réussite de l'emprunt. Le choix des membres du syndicat est crucial car c'est l'efficacité de la coopération interbancaire sous son égide qui contribue au succès de l'opération. La difficulté de localisation de l'emprunt est également révélatrice de son rôle dans la mesure où à cette notion peut se substituer à celle plus juridique du lieu d'administration de l'émission (en l'occurrence le siège du chef de file). Les liens tissés entre membres des différents syndicats permettent la constitution de syndicats futurs et ainsi sont des facteurs importants de croissance du marché euro-obligataire.

Au cours de la procédure des émissions, les membres des syndicats bancaires se voient confier des titres qu'elles vendent ensuite au marché primaire. Cela signifie que l'on part d'une procédure de placement privé à une procédure de placement public qui conduit ainsi à contourner les réglementations nationales. En cas de litige, les banques sont des intermédiaires nécessaires pour identifier la loi applicable.

Enfin, l'application de ce système de procédures a pour conséquence la mise en place d'une culture de marché reposant sur l'autodiscipline et la loyauté vis-à-vis du chef de file pour éviter toute mise à l'écart sur des opérations futures par le système bancaire international. Elle permet également la mise en place d'un ensemble de règles communes auxquelles adhèrent des banques soumises à des législations nationales différentes et produit des solutions originales pour permettre un placement international des titres. Il en va ainsi de la conclusion de protocoles d'accord par télex (en début de période) confirmés ensuite par écrit, de l'envoi d'offres irrévocables avec délai, de la disparition de la notion de lieu émission au profit de celle de lieu d'administration de l'emprunt et de la technique de l'*over-selling*.

L'information communiquée à travers les prospectus et les *tombstones* correspondent aux exigences des eurobanques chefs de file en la matière, tout en satisfaisant la majeure partie des réglementations nationales.

La vérification de l'information s'opère lors de l'introduction du titre en bourse, c'est à dire dès lors qu'il y a un appel public à l'épargne. Seules certaines bourses autorisent la cotation : Luxembourg, Londres, Francfort et Amsterdam, les bourses suisses (Zurich, Bâle, Genève), New York et exceptionnellement les bourses belges.

Les commissions des titres à revenu fixe étaient jusqu'à la fin des années quatre-vingts établies selon un barème tenant compte de la maturité des titres. Désormais, elles sont déterminées au cas par cas<sup>153</sup>.

La critique majeure adressée à la syndication traditionnelle est celle des pratiques éventuellement mises en œuvre pendant la phase de préplacement. En effet, la présence d'un marché gris, c'est-à-dire d'un marché informel où peuvent s'échanger les titres avant leur placement public est une occasion pour certains membres du syndicat de pratiquer le dumping des titres dont ils se sont vu confier le placement, conduisant ainsi à augmenter le risque du chef de file et le coût de la stabilisation. Dès que le chef de file a alloué des titres, des cotations sur le marché gris s'effectuent électroniquement via Reuters et Bloomberg. Si le prix proposé par le chef de file s'avère trop « juste » par rapport aux attentes des éventuels acheteurs, alors certains managers préfèrent vendre confidentiellement les titres à un prix inférieur à celui négocié initialement avec le chef de file. Ils vendent alors à des brokers sur le marché gris pour ne pas se retrouver sans possibilité d'écouler les titres pendant la période de placement public.

Le broker contacte le chef de file pour lui demander s'il souhaite racheter le titre au prix indiqué par le marché gris. Ce dernier, la plupart du temps, préfère stabiliser le prix et rachète le titre, ce qui provoque une augmentation des frais de stabilisation répercutée à tous les *underwriters* au prorata de leur engagement. Cette pratique peut provoquer des pertes quand les commissions d'*underwriting* ne peuvent pas compenser les frais de la syndication du fait de l'accroissement des coûts de stabilisation. Le rachat du titre conduit à une modification de son prix sur le marché gris<sup>154</sup>. Le marché gris peut ici s'appréhender comme un test du degré

---

<sup>153</sup> TERRY B.J, 1997, *The international handbook of corporate finance*, Fitzroy Dearborn Publishers, p.599.

<sup>154</sup> SMITH R.C. et WALTER I., 1997, *Global Banking*, Oxford University Press, p.266-267.

d'homogénéité du syndicat. En effet, pour renforcer son pouvoir de placement, le chef de file fait appel de manière schématique à deux catégories de managers : ceux qui ont des coûts de placement élevés et ceux dont les coûts sont plus faibles. C'est cette première catégorie qui peut se permettre de vendre les titres sur le marché gris sans mettre en péril sa marge<sup>155</sup>. Une hétérogénéité du syndicat a souvent pour conséquence un dumping sur le marché gris.

Confronté à cette pratique, le chef de file peut toutefois décider de n'allouer aucun titre pour placement aux membres du syndicat. Ainsi, les managers qui ont vendu sur le marché gris les titres se retrouvent à découvert et doivent faire appel au chef de file pour acheter les titres. Cependant, ceux qui ont respecté la procédure ne peuvent plus placer des titres auprès de la clientèle préalablement contactée, ce qui rend la décision du chef de file inéquitable. Par ailleurs, cette décision conduit le chef de file à placer l'intégralité de l'émission et ainsi a pour effet d'accroître les délais de placement. Des coûts d'opportunité du capital apparaissent car le placement est garanti sur les fonds du chef de file et, tant que l'émission n'est pas placée, c'est autant de capital qui est mobilisé.

Ce dumping sur le marché gris revêt plusieurs conséquences. Tout d'abord, il nuit à la réputation du chef de file car il donne le signal au marché que le prix du titre n'est pas correctement estimé. Ensuite, dans le même ordre d'idées, il fait diminuer le pouvoir de distribution du syndicat dans son ensemble puisque c'est le chef de file qui va racheter les titres en lieu et place de certains membres. C'est donc ici l'expertise du chef de file qui est mise en cause, en particulier celle de constituer un placement rapide par une distribution large. Par ailleurs, certains membres sont rémunérés pour un service qu'ils n'assument pas (*i.e.* un placement auprès des investisseurs au prix convenu avec le chef de file). On peut donc s'interroger sur l'autorité du chef de file auprès des membres du syndicat qu'il a formé.

Le dumping sur le marché gris relève d'une pratique des banques participantes au syndicat et suscite de nouvelles techniques de syndication. Dans le même temps, le mouvement de globalisation a entraîné la domination des investisseurs institutionnels sur le marché euro-

---

<sup>155</sup> OSBORN N., 1989, « The Unspoken Question: Eurobond Market, Is This Goodbye? », *Euromoney*, Septembre, p.38-43.

obligataire<sup>156</sup> et de nouvelles techniques de syndication plus adaptées à cette catégorie d'investisseurs se sont développées.

Pour éviter une telle pratique, des modifications sur les procédures de placement sont apparues. L'une des premières parades est la technique du *bought deal*, qui a été suivie par celle du *fixed price reoffering* et qui n'a pas donné entière satisfaction.

#### 2.1.2.2 La méthode du *bought deal*

Les *bought deal* ou émissions pré-placées, lancées en 1980 par le Crédit Suisse First Boston pour General Motors Acceptance Corporation<sup>157</sup>, est une procédure caractérisée par sa rapidité puisqu'elle consiste pour un chef de file de faire une offre à un émetteur sur la taille, la durée et le taux du coupon d'un emprunt. Ce dernier ne dispose que de quelques heures pour accepter ou refuser l'offre.

Il peut également faire jouer la concurrence auprès d'autres banques et choisir la proposition la plus intéressante. Si l'opération est acceptée, le chef de file achète l'intégralité de l'émission qu'il place seul ou auprès d'autres banques pour qu'elles vendent les titres à des investisseurs finaux.

Pour éviter des ventes excessives sur le marché secondaire, le chef de file préplace les titres auprès d'investisseurs institutionnels avant de faire une proposition à l'émetteur<sup>158</sup>. Il n'existe plus de délai entre le jour de l'annonce de l'émission et celui de la détermination du prix. Le syndicat de garantie et le groupe de placement ont des fonctions assumées par les mêmes institutions financières.

Le graphique 2.2 met en évidence les différentes étapes d'un placement par *bought deal*.

---

<sup>156</sup> OSBORN N., *ibidem*.

<sup>157</sup> PETERSON M., DYER G., SHALE T., CURRIE A., *Remember this?*, Euromoney, June 1999, p.82.

<sup>158</sup> CHOUDHRY M., 2004, *Corporate bonds and structured financial products*, Elsevier Finance, p.207.



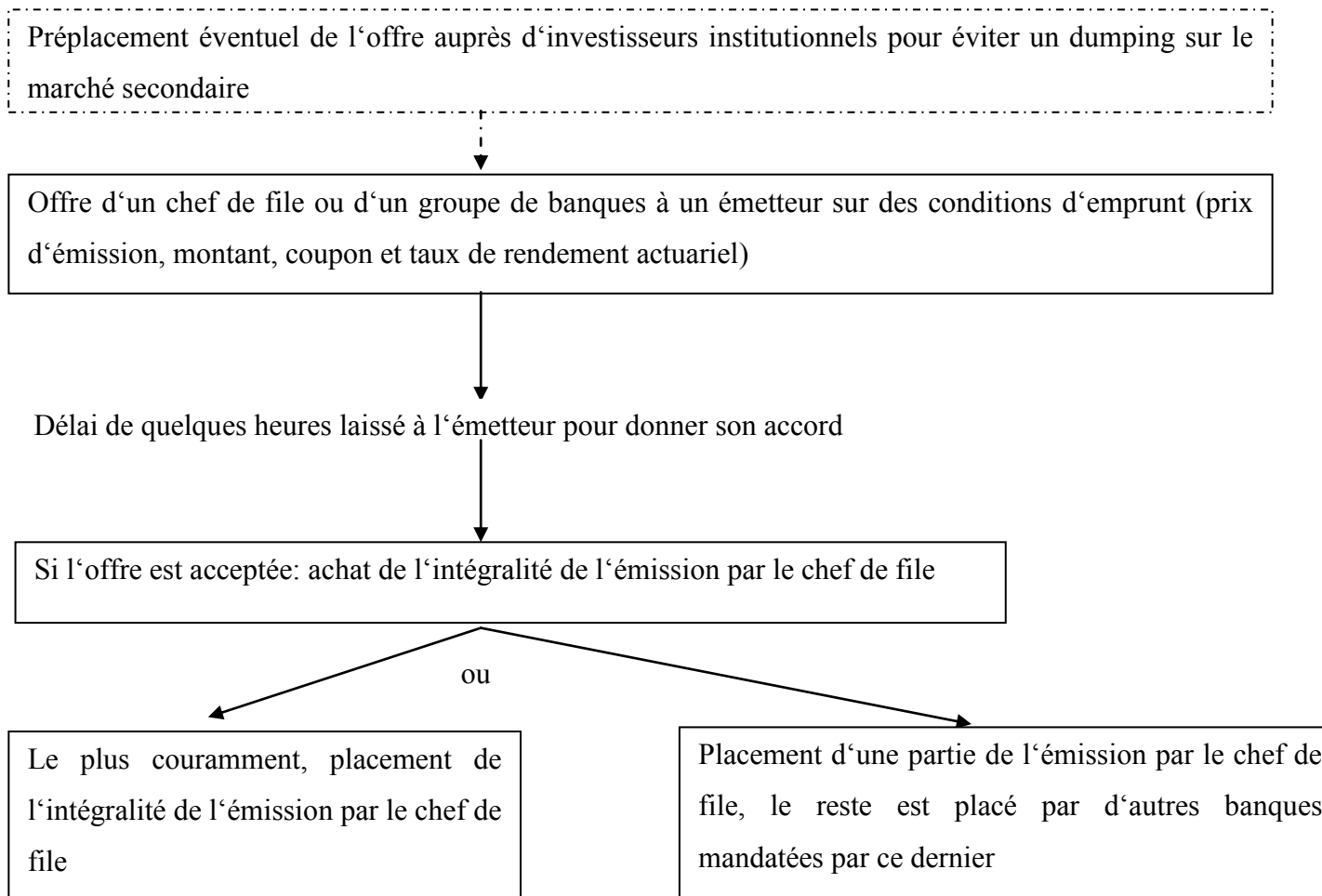


Figure 2. 2 : Les différentes étapes d'un placement par Bought Deal

Les techniques du *bought deal* permettent de transférer aux banques le risque de volatilité du cours entre le moment de l'annonce et celui de la vente. Elles confèrent au chef de file un rôle de principal au lieu de celui d'agent<sup>159</sup>. En effet, si elle relève d'une simplification de procédures d'émission, elle renforce le pouvoir du chef de file sur les membres du syndicat par rapport aux procédures classiques.

Définir à l'avance à quel prix le titre sera cédé retire aux membres du syndicat tout pouvoir de négociation au moment de la vente. C'est également un moyen pour l'émetteur de mettre en concurrence les chefs de file potentiels, et cela permet un accès rapide au fonds levé puisque la durée entre l'annonce de l'émission et son placement est réduite.

Cependant, cette technique conduit à un *spread* (une marge actuarielle) plus élevé que dans la syndication traditionnelle pour rémunérer le risque de volatilité des cours assumée par le syndicat bancaire<sup>160</sup>. En effet, si le titre ne trouve pas preneur en raison de son prix jugé trop élevé par les investisseurs, ou en raison de facteurs macro-économiques, le syndicat bancaire ne pourra pas placer les titres.

### 2.1.2.3 La méthode du *fixed-price reoffering*

Une variante au *bought deal*, le *fixed-priced offering*, est créée en 1989 pour une émission pour le compte de la Nouvelle Zélande. Elle consiste pour un chef de file à imposer aux membres de son syndicat de ne pas céder le titre en dessous d'un certain prix : le *fixed-price reoffering*. Ce dernier fait l'objet d'une négociation entre membres du syndicat de management après que l'émission a été pré-placée auprès des investisseurs. Le prix est donc issu d'une consultation préalable des investisseurs et le risque d'inadéquation aux conditions de marché semble ainsi limité. Toutes les banques du syndicat vendent à ce prix aux investisseurs et perdent la possibilité de revendre les titres à un prix inférieur en cas d'échec du placement de la totalité de ce qui leur a été alloué (pratique de dumping).

---

<sup>159</sup> COURCHENE. T. in MC RAE J. and DESBOIS M., 1988, Traded and non Traded Services, The Institute For Research on Public Policy, p.247.

<sup>160</sup> JOHNSON R.S., 2004, *Bond Evaluation, Selection and Management*, Blackwell Publishing, p.194.

Ce prix est respecté jusqu'à ce que le chef de file mette fin au syndicat, soit 24 heures environ après le jour de la détermination du prix. Puis le prix du titre peut évoluer sur le marché secondaire. Enfin à la date de clôture, l'émetteur obtient ses fonds.

Cette technique est souvent ajoutée à celle du *bought deal* depuis les années quatre-vingts dix<sup>161</sup>.

Cependant en cas de décote prévisible du titre due à un cas de force majeure, l'émission est annulée, ce qui a été le cas à la suite de la guerre du Golfe<sup>162</sup>.

Le graphique suivant résume les différentes étapes d'un placement par *Fixed Price Reoffering*.

---

<sup>161</sup> HOWELLS P. et BAIN K., 2008, *The economics of money, banking and finance*, Pearson, p.350.

<sup>162</sup> HUDSON R., COLLEY A., LARGAN M., 2000, *The Capital Markets and Financial Management in Banking*, Lessons Professional Publishing, p. 203.

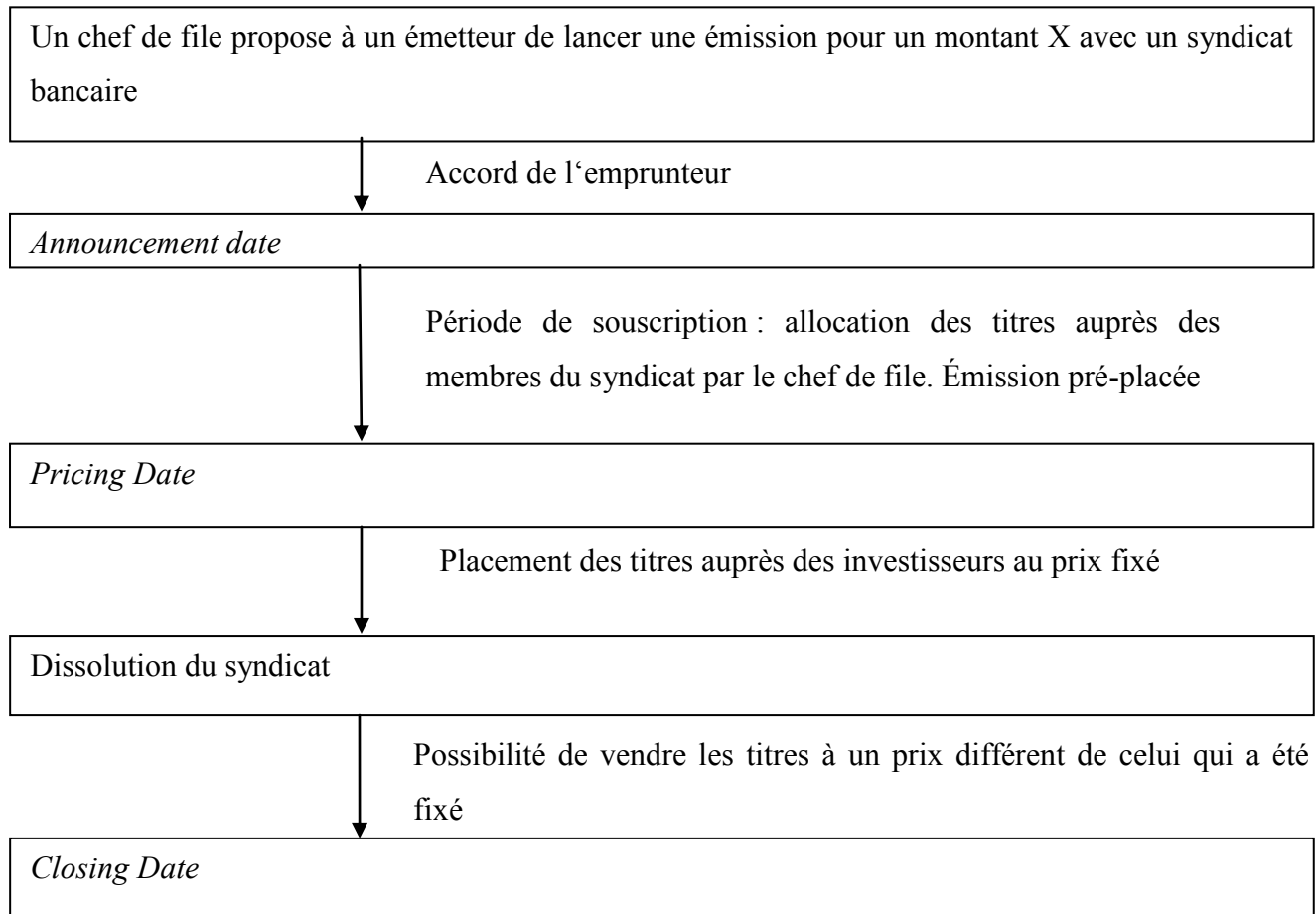


Figure 2. 3 : Les différentes étapes d'un placement par Fixed-Price Reoffering

A la différence d'une syndication traditionnelle, le chef de file procède à l'allocation des titres avant la période de souscription et non après. Ainsi chacun connaît par avance le nombre de titres qu'il devra placer et sa rémunération. Il décide, avec les membres du syndicat et après « consultation » des investisseurs, du prix auquel sera offert le titre. L'investisseur assume le risque que les conditions de marché se détériorent pendant la période de souscription alors que ce risque est assumé par le syndicat bancaire pour une syndication traditionnelle.

L'émetteur peut également lancer une enchère sur les termes de l'émission, les commissions qu'il devra verser et la capacité de placement de ses interlocuteurs et les banques intéressées font des offres pour l'intégralité de l'emprunt (technique du « *competitive bidding underwriting* »)<sup>163</sup>.

Conçu comme un moyen d'éviter les pratiques de dumping sur le marché gris, la technique du *fixed-price reoffering* s'est avérée un échec au début de 1992 quand le marché ne fait plus confiance à la pertinence de ce prix. Un opérateur du marché met en évidence les facteurs concourant à cette perte de confiance : « les *underwriters* sont lancés dans une course à la recherche de parts de marché, les emprunteurs veulent lancer leur programme à tout prix et les investisseurs sont dans l'expectative »<sup>164</sup>.

En effet, l'intensification de la concurrence notamment provoquée par l'arrivée de nouveaux entrants sur un marché profitable a suscité des déterminations de prix (par les chefs de file) peu en rapport avec les conditions réelles de marché. Rempoter un *deal* auprès des emprunteurs permet d'accroître sa part de marché dans une monnaie de dénomination donnée telle qu'elle est mesurée par les classements trimestriels et annuels (*League Tables*) publiés dans la presse. De nombreux chefs de file se sont éloignés de l'esprit du *fixed price reoffering* pour apparaître dans ce type de classement qui témoigne pour les acteurs du marché de leur expertise dans un compartiment monétaire donné, et qui sont donc susceptibles de leur apporter de futures émissions à placer.

S'ajoutent à cela les comportements des emprunteurs qui se lancent dans des *competitive bids*, c'est-à-dire qu'ils confient l'émission à la banque dont les conditions leur apparaissent les plus

---

<sup>163</sup> FABOZZI F., DRAKE P., POLIMENI R., 2007, *The complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability*, John Wiley and Sons, p.73.

<sup>164</sup> BRADY S., 1992, « Eurobond Market Gets Trigger Happy », *Euromoney*, Mars, p.35. (traduction personnelle)

intéressantes sans se préoccuper de savoir si ces conditions seront validées par le marché. Cette pratique met fin à la possibilité de détermination collégiale du prix telle qu'elle avait été rendue possible par le *fixed-price reoffering*.

Dans ce cadre, les managers éprouvent des difficultés à placer les titres au prix fixé et ils sont amenés à vendre les titres sur le marché après la dissolution du syndicat à un prix inférieur. Ils perçoivent des commissions d'*underwriting* sans avoir assumé leurs fonctions au prix fixé. Le chef de file rachète alors les titres pour éviter une dégradation trop importante des cours car il a garanti un cours à l'émetteur et se retrouve avec des stocks de titres de plus en plus élevés.

Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels préfèrent attendre la dissolution du syndicat pour acheter les titres qu'ils obtiennent à un prix inférieur à celui du « *fixed price* ».

Conçue à l'origine pour mettre fin à des pratiques de dumping sur le marché gris, la technique du *fixed-price reoffering* a conduit aux mêmes effets en raison de l'intensification de la concurrence.

#### 2.1.2.4 La méthode du *pot deal*

Le recours à un « *pot* » total ou partiel relève d'une autre technique de placement des titres qui a depuis longtemps cours sur les marchés financiers américains. Il s'agit d'affecter en avance à des investisseurs en dehors du *book* tout ou partie de l'émission. Cette pratique est souvent utilisée pour des émetteurs fréquents dont on peut déterminer facilement les taux de rendements actuariels. La routine dans la pratique d'émission a pour conséquence de simplifier les procédures. L'implication d'un *pot* sur l'organisation du syndicat est différente selon les structures spécifiques de celui-ci.

Si le *pot* est total, le teneur de livre ou *bookrunner* (le chef de file qui enregistre les ordres des investisseurs) alloue l'intégralité de l'émission aux investisseurs qui ont été sollicités par lui-même et par les membres du syndicat. Les co-chefs de file et les co-managers peuvent participer au syndicat de souscription sans se voir confier des titres et sans pouvoir déterminer quels investisseurs y souscrivent. Ainsi leur pouvoir dans le syndicat de souscription est minimisé par rapport à celui qu'ils détiennent dans les techniques traditionnelles de syndication.

Un *pot* peut être constitué de titres avec rétention. C'est-à-dire que les membres du syndicat qui ne sont pas des chefs de file reçoivent un pourcentage prédéfini de l'émission qu'ils revendent à leurs clients finaux sans révéler au teneur de livre leur identité. S'il reste des titres à vendre dans le *pot*, ils sont placés par le chef de file. Cette structure de *pot* a pour effet de limiter l'information des chefs de file sur l'identité des clients et rend de ce point de vue, le placement plus opaque en contribuant à renforcer le rôle des membres du syndicat qui ont souscrit au *pot*. Le *pot* peut faire l'objet d'un intéressement, il prend alors le nom de *pot* de performance ou *flexipot*. Un pourcentage de l'émission est laissé pour placement à la discrétion des co-chefs de file et des co-managers et ces derniers sont rémunérés sur la base d'une commission. Le reste du « pot » est placé par le teneur de livre.

La réserve stratégique est celle dont sont dotés en faible proportion les co-chefs de file et les co-managers pour des émissions d'emprunteurs tels que des gouvernements ou des agences multilatérales. Les titres faisant l'objet de cette réserve sont vendus à certains investisseurs sur ordre de l'émetteur. Le reste des titres est placé par le teneur de livre. Les placements par *pot* peuvent être assortis d'un groupe de vente qui se voit confier les titres à placer sur la base d'un règlement au comptant.

La structure des rémunérations des intermédiaires qui interviennent dans un *pot* est selon l'annexe B de *l'I.P.M.A. handbook* en évolution. Cette publication nous donne toutefois des indications que nous résumons dans le tableau suivant.

CATEGORIE DE COMMISSIONS	CATEGORIE D'INTERMEDIAIRES
<i>Fixed Economics</i> : commissions qui ne sont pas liées aux achats des investisseurs du <i>pot</i>	Co-chefs de file et co-managers
<i>Full Fees</i> : rémunération traditionnelle pour un <i>pot</i> à 100% comportant la totalité des fees (commissions) : à savoir celles de management, de souscription et de vente. Elles sont calculées sur la part de leur contribution au « pot »	Managers
<i>Incentive pot fees</i> et <i>strategic reserve fees</i> <i>Full fees</i> sur la base de leur engagement au <i>pot</i>	Co-chefs de file et co-managers
Commissions sur un <i>pot</i> avec rétention versées sur la base de leur engagement de souscription	Co-chefs de file et co-managers
<i>Selling concession</i>	Membres du groupe de vente

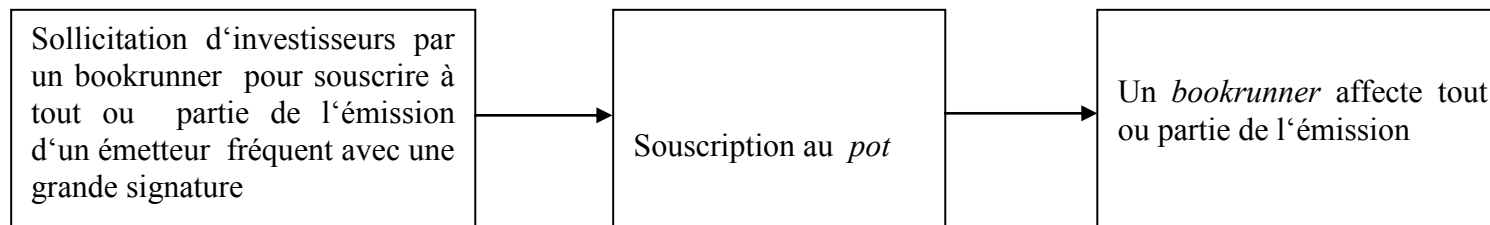
**Tableau 2. 1 : Typologie des commissions pour une émission « pot »**

Sources : D'après I.P.M.A Handbook, Appendix B, p.28.

Les graphiques suivants mettent en évidence les différentes étapes d'un placement du titre selon la structure du *pot*.



### Placement par *pot deal simple*



### Placement avec des titres en rétention

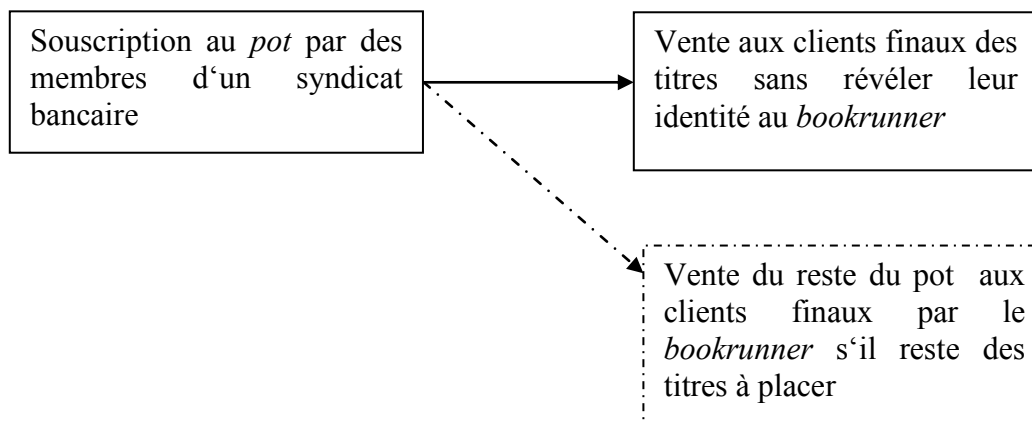
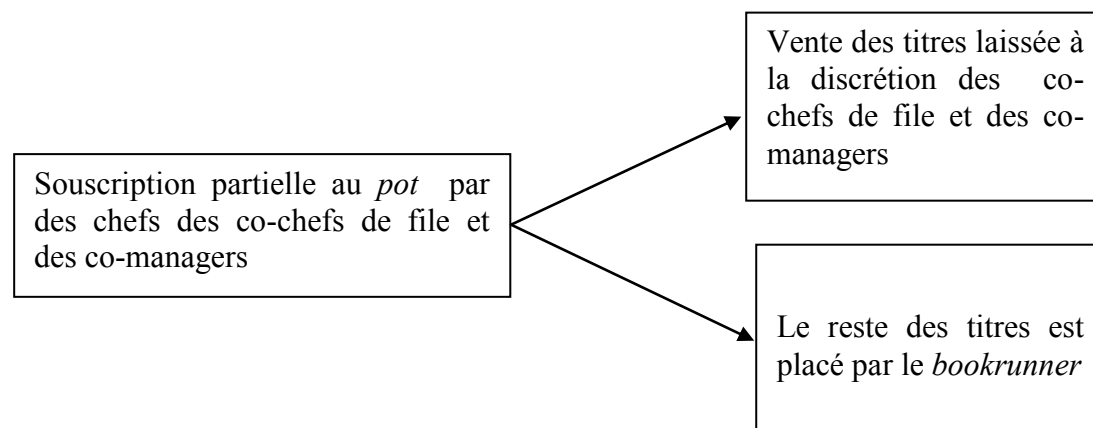


Figure 2. 4 : Les différentes étapes d'un placement par *pot deal simple* et avec des titres en rétention

**Pot deal avec un intéressement**



**Pot deal avec réserve stratégique**

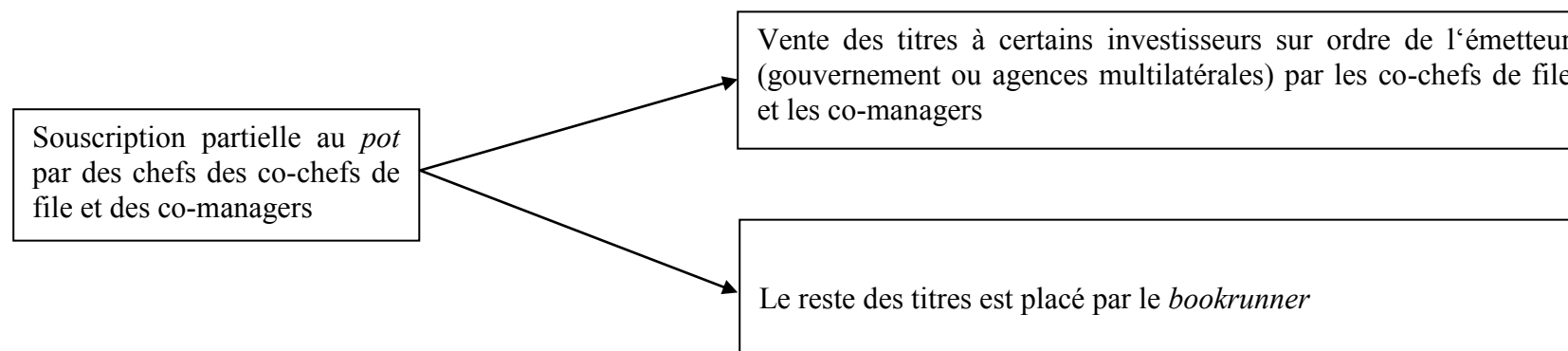


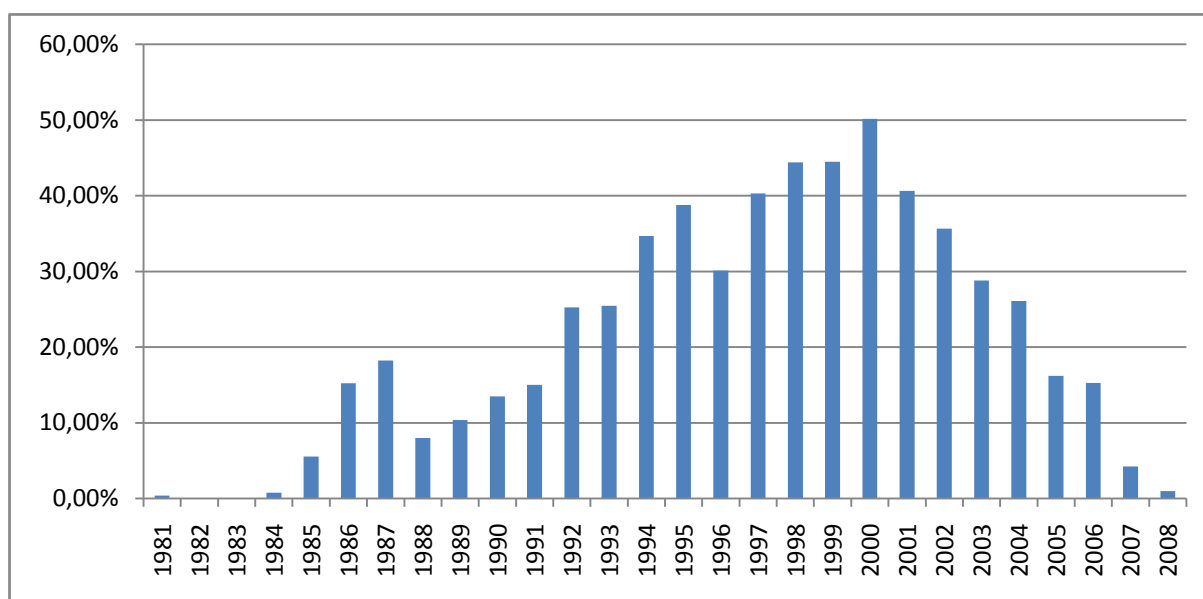
Figure 2. 5 : Les différentes étapes d'un placement par pot deal avec intéressement et avec réserve stratégique

Si dans la plupart des cas, les noms des investisseurs doivent être transmis au *bookrunner* ou à l'émetteur dans le cas des réserves stratégiques, il peut être accepté pour des ordres d'un faible montant ne nécessitent pas cette divulgation (ordre d'achat pour un compte X). La révélation des noms ne concerne que le marché primaire et n'a pas cours sur le marché secondaire.

La technique du pot permet au chef de file d'exercer un contrôle renforcé sur l'origine de la demande et annihile toute tentative pour un membre du syndicat de surestimer sa capacité de placement, en particulier dans une zone géographique donnée.

#### 2.1.2.5 La méthode des EMTN (*Euro-Medium Term Notes*)

Les programmes d'émissions comme les EMTN sont également de plus en plus utilisés. L'I.P.M.A. (*International Primary Market Association*) propose des recommandations sur ce type de lancement de titres dans la section 4 de l'*I.P.M.A. Handbook*. Le graphique suivant met en évidence la part des EMTN en pourcentage du volume annuel d'émissions.



**Figure 2. 6 : la part des EMTN en pourcentage du volume annuel d'émissions d'euro-obligations**

Sources : Calculs personnels à partir des données de SDC Platinum

Si le premier lancement d'un EMTN a lieu en 1984 d'après SDC Platinum, il faudra attendre l'année 1992 avec plus de 40 programmes pour que cette technique prenne son essor. Les EMTN ont représenté jusqu'à la moitié des émissions en 2000 et connaissent depuis lors une décroissance. Ils utilisent les mêmes techniques de syndication que celles qui ont cours sur les euro-obligations (*fixed-price reoffering*) et la distinction entre EMTN et euro-obligation s'est effacée du fait du développement de ces programmes<sup>165</sup>.

Ils nécessitent, outre les documents exigés pour les émissions classiques : le programme (*prospectus* ou *offering program*) et le supplément aux prix indiquant les termes du contrat. Le standard des EMTN permet aux émetteurs réguliers de gagner du temps dans le lancement et la détermination du prix des émissions. Ceci a pour effet de réduire les risques d'exécution puisque la durée entre le moment où l'émission est annoncée et sa clôture est plus courte que dans une émission classique et rend cette procédure moins sensible aux aléas liés à des événements macro-économiques (qui pourraient rendre plus difficile le placement<sup>166</sup>). Ces programmes ne sont pas soumis à une réglementation nationale comme par exemple une obligation d'enregistrement. Les émetteurs ont le choix pour la monnaie de libellé de l'emprunt, la taille des émissions et la structure de placement mise en œuvre. Grabbe souligne que 60% des EMTN sont souvent des financements structurés<sup>167</sup>. Les EMTN sont généralement en général sous-tendus par des swaps de devises pour le paiement des intérêts. Un même programme peut solliciter le marché pour des devises et des maturités différentes à différentes tranches avec une documentation identique<sup>168</sup>.

Une possibilité, appelée *reverse inquiry*, est laissée à un investisseur de chercher auprès d'un émetteur la maturité et le montant d'une dette à financer qu'il ne pourrait pas trouver sur le marché. Elle rend le programme plus attractif auprès de ces catégories d'acteurs. Le faible coût d'une émission par EMTN au regard d'une émission classique est souvent invoqué. En premier lieu, l'émetteur peut procéder à une discrimination par le prix c'est-à-dire en

---

<sup>165</sup> CRABBE L.E., *ibidem.*, p.350.

<sup>166</sup> MAZAUD J.F et MENZIES A., 2006, « Chapter 4 The bond markets :focus on senior Bonds, EMTNs, hybrids and high yield », in RHODES T., *Euromoney Encyclopedia of Debt Finance*, London, Euromoney Publications, p.65.

<sup>167</sup> CRABBE L.E., 2005,*ibidem.*, p.350.

<sup>168</sup> FABOZZI F., 2000, *The Handbook of Fixed Income Securities*, MC Graw-Hill Professional, p.369.

modifiant le taux d'intérêt de l'emprunt selon les tranches. La flexibilité du financement (notamment pour faire correspondre la maturité actif-passif de l'entreprise émettrice et la rapidité d'exécution) semble aussi déterminante dans le choix de ce type de programme que la faiblesse des coûts. L'émission de tranches de faible montant peut couvrir les coûts d'une émission en raison des économies liées aux frais de documentation. C'est une procédure flexible qui permet de saisir les opportunités du marché<sup>169</sup>.

Pour synthétiser le précédent propos, le tableau qui suit met en lumière, selon les méthodes utilisées, la nature du risque, le rôle du chef de file, la catégorie d'émetteurs privilégiés et les remarques éventuelles.

---

<sup>169</sup> FABOZZI F. and CHOUDHRY M., 2003, *The Handbook of European Fixed Income Securities*, John Wiley and Sons, p.908.

	Syndication traditionnelle	<i>Bought Deal</i>	<i>Fixed-Price Reoffering</i>	<i>Pot deal</i>	<i>MTN</i>
Nature du risque	Risque de non placement des titres pour le chef de file et les membres du syndicat à la hauteur du montant garanti Risque de dumping	Risque de non placement des titres pour le chef de file si pas de préplacement préalable auprès d'institutionnels	Risque pour l'émetteur pendant la période de souscription en cas de modification des conditions de marché Risque de dumping	Risque de non placement limité à la partie non <i>pot</i>	Idem à la syndication traditionnelle
Rôle spécifique du chef de file qui dans tous les cas : *garantit le placement *A un rôle de conseil auprès de l'émetteur (Etude des capacités d'emprunt et des conditions d'emprunts) *Le chef de file est choisi par l'émetteur *Le chef de file choisit les membres du syndicat qui sont éventuellement suggérés par l'émetteur	Il alloue la quantité de titres à placer à chacun dans la phase de placement <i>Fees</i> liées à une formalisation du processus (Contrats progressifs)	Il démarché un émetteur avec une proposition ferme. Il garantit le placement Il constitue éventuellement un syndicat bancaire	Il détermine le prix en concertation avec les membres du syndicat. Il alloue immédiatement des titres aux membres du syndicat dès leur accord de participation à ce dernier	<i>Pot</i> simple : il affecte directement tout ou partie des titres aux investisseurs sollicités par lui-même ou par les membres du syndicat. Les membres du syndicat ne choisissent pas les clients. <i>Pot</i> de performance : Une partie du <i>pot</i> est laissée par le chef de file à la discrétion des co-managers. <i>Pot</i> avec une réserve stratégique : les investisseurs sont choisis par l'émetteur. <i>Pot</i> avec rétention : les membres du syndicat placent les titres sans révéler l'identité des investisseurs au chef de file	Il rédige une documentation unique pour plusieurs tranches
Pour quels émetteurs ?	Emissions d'un montant important	Montant faibles	Emissions d'un montant important	Emetteurs fréquents	Emetteurs fréquents
Remarques	Procédure classique Présence d'un marché gris	Pratiques dominantes	Encore utilisé	Pratiques dominantes	Pratiques dominantes

**Tableau 2. 2 : Les différentes procédures de placement des titres selon les risques et le rôle imparti au chef de file**

Le tableau précédent appelle plusieurs remarques. La première remarque a trait à la coexistence des pratiques. Toutes les pratiques de placement continuent à perdurer même si certaines d'entre-elles sont dominantes sur le marché.

La deuxième remarque relève des caractéristiques des innovations de procédure. En effet, ces procédures se sont construites pour faciliter le placement des titres. Ainsi le *bought deal* est le plus souvent pré-placé auprès des investisseurs avant d'être proposé à l'émetteur. Le *fixed price reoffering* a été conçu à l'origine pour permettre de déterminer un prix d'émission permettant au syndicat bancaire de placer sans difficulté les euro-obligations. L'innovation des pots permet d'affecter l'émission sans construction d'un book à des clients finaux sans passer par d'autres intermédiaires.

La troisième remarque est que les pratiques dominantes concilient un ordre hiérarchique, une simplification des procédures et une rapidité de placement qui conviennent aux émetteurs fréquents et aux investisseurs institutionnels qui dominent le marché euro-obligataire depuis la phase de globalisation étudiée dans le chapitre précédent. La persistance de la procédure traditionnelle, utilisée pour des émetteurs moins fréquents, semble nécessaire pour tester le prix au préalable avant toute proposition ferme et elle doit faire appel à un syndicat bancaire plus important.

Ainsi, depuis le début des années quatre-vingts dix, l'essor de techniques de placement autres que celles mise en œuvre dans la syndication traditionnelle relève d'une simplification des procédures qui satisfait les différents acteurs à plusieurs titres mais qui a pour dénominateur commun de renforcer la dépendance des membres du syndicat vis à vis du chef de file. Elles conduisent à renforcer concomitamment l'autorité du chef de file et sa légitimité. L'autorité et la légitimité du chef de file s'appuient donc sur des compétences techniques et sont formalisées dans des contrats dont nous étudierons les caractéristiques organisationnelles dans la section suivante.

## 2.2 Les contrats d'émission des titres euro-obligataires : typologie, règlement des litiges et coût d'une émission

L'émission d'euro-obligations requiert une formalisation contractuelle entre les intervenants, des dispositions en matière de règlement des litiges et entraîne un coût pour l'émetteur.

Le placement public d'une émission euro-obligataire nécessite de faire appel à un syndicat bancaire dont l'organisation est hiérarchisée en fonction des responsabilités prises par les banques participantes. Les banques américaines, rompues aux techniques de syndication sur leur marché interne, tentent d'imposer leur pratique. Les banques européennes, au fur et à mesure de leur implication dans le marché, élaborent leur propre technique. C'est pourquoi les émissions pour compte de tiers sont régies par deux types de contrats : les contrats européens et les contrats américains.

Les contrats régissant les relations entre les intervenants directs du marché euro-obligataire sont au nombre de trois. Le premier d'entre eux décrit les relations entre l'émetteur et le chef de file d'une émission et s'intitule un « *underwriting agreement* ». Le deuxième formalise les liens entre le chef de file et les banques membres du syndicat d'*underwriting* : il s'agit de l'« *agreement among underwriters* » dans les contrats américains ou de l'« *agreement among managers* » dans les contrats européens. Enfin une dernière catégorie de contrats, le « *selling agreement* » (« *selling group agreement* » pour les contrats dits européens) stipule les relations entre le groupe des *underwriters* (ou managers) et le syndicat de vente. Nous examinons successivement chacun de ces contrats puis nous nous intéressons à la question du règlement des litiges pour étudier ensuite le coût d'une émission.

### 2.2.1 L'*underwriting agreement* : le contrat entre le chef de file et l'émetteur

D'un point de vue juridique, ce type de contrat peut soit revêtir la qualification de « contrat de prise ferme » ou « de garantie ». Si, du point de vue purement financier, cette distinction ne revêt pas d'importance, elle est fondamentale dans un cadre juridique et organisationnel. En effet, ou bien les banques signataires de l'*underwriting agreement* sont des vendeurs du titre émis par l'entreprise ou bien elles sont mandataires c'est à dire représentantes de l'émetteur dans un contrat de garantie.



La protection de l'épargnant, qui dans une émission euro-obligataire n'est pas assurée par des États mais par les banques, est au cœur de cette distinction. Il revient au chef de file de choisir l'une ou l'autre de ces formes de contrats. Il s'avère selon Jacquemont<sup>170</sup> que ce choix repose en fait sur la nationalité de ce dernier. Ainsi on distingue deux pratiques : celle des banques européennes et celles des banques américaines.

Dans la technique européenne, les membres du syndicat de direction achètent l'emprunt et se sous-garantissent auprès des *sub-underwriters*. Dans la technique américaine, les co-managers signent le contrat d'*underwriting* en leur nom propre et en tant que représentants de tous les *underwriters* qui sont ainsi directement des cocontractants de l'émetteur.

La signature des *underwriting agreements* par les banques ne s'opère qu'après la période de préplacement c'est-à-dire quand elles ont la garantie de placer les titres elles-mêmes ou via les membres du groupe de vente. D'un point de vue juridique, la force obligatoire du contrat est soumise à la transmission d'informations relatives à l'émetteur et au maintien des conditions économiques au moment de la décision du lancement de l'emprunt. Les renseignements exigés sur l'émetteur portent sur la régularité de la constitution de l'entreprise, la validité des titres et sur celle du contrat. Par ailleurs les dirigeants certifient la réalité des comptes notamment l'absence de modification du capital et la réalité des dettes externes.

Il peut s'écouler un délai entre la signature du contrat d'*underwriting* et le placement effectif des titres, si bien que les banques disposent de clauses spécifiques destinées à annuler ou à modifier tout ou partie du contrat si les conditions économiques et financières venaient à changer. Si des modifications (relatives à l'émetteur et à ses garants entre le moment de la signature du contrat et de la date de clôture) peuvent conduire à changer la qualité des titres, les banques cocontractantes ont le pouvoir d'annuler l'émission. Par ailleurs, une clause dite « *rebus sic stantibus* » annule le contrat avant la fin de la période d'émission si les conditions économiques, politiques, financières nationales ou internationales sont de nature à entraver le bon déroulement d'une émission. Sont souvent évoquées ici les crises monétaires comme les changements de parité.

Ainsi dans ces contrats de prise ferme, il est difficile de dissocier la période de formation et d'exécution des contrats qui peuvent être remis en cause jusqu'à la fin de l'exécution de ces

---

<sup>170</sup> JACQUEMONT A., 1976, *L'émission des emprunts euro-obligataires*, Paris, Librairies techniques.

derniers. Comme le précise Jacquemont<sup>171</sup>, « il faut reconnaître que cette souplesse contractuelle, en principe inspirée par une volonté de coopération entre les parties contractantes, profite essentiellement à l'une d'entre elles et présente dans le contrat de prise ferme un caractère exorbitant même par rapport aux autres types de contrats internationaux puisqu'il ne s'accompagne pas d'une obligation de renégociations ».

La prise ferme entraîne des engagements de la part des banques sur l'achat et la revente des titres et sur leur responsabilité vis-à-vis de tiers. Le jour de la souscription publique (date de clôture), le chef de file verse les fonds à l'émetteur et se voit remettre par ce dernier les titres obligataires. Si l'un des cocontractants venait à se soustraire à son obligation de versement, l'émetteur dispose de recours différents selon le type de contrat. En effet, dans un contrat dit européen, les banques (managers) sont conjointement solidaires et le risque est assumé dans le syndicat de sous-garantie. En revanche, cette solidarité est inexistante dans les contrats américains car les engagements de versement des *underwriters* ne se limitent qu'à eux-mêmes. Dans certains contrats américains, cependant, une clause peut envisager en fonction de leur quote-part initiale le rachat des titres des banques défaillantes dans une limite de 10% du montant total de l'emprunt. Si ces 10% sont dépassés, il est alors possible ou de rechercher des nouveaux *underwriters* en accord avec l'émetteur ou bien de renoncer à l'émission dans sa totalité.

La stabilisation du prix du titre sur le marché secondaire pendant une certaine période revient aux managers selon deux types de procédures : l'*over-allotment* (ou *over-selling*) et l'achat (ou la vente) de titres sur le marché libre en affectant les bénéfices ou les pertes résultants de ces opérations entre *underwriters*. Cette stabilisation n'est pas toujours inscrite dans l'*underwriting agreement* mais constitue une obligation de moyen.

La responsabilité vis-à-vis des tiers peut être mise en jeu dans trois éventualités. La première d'entre elles correspond à l'insolvabilité de l'émetteur. Les banques ne sont cependant pas les assureurs des obligataires et de fait ne garantissent pas la solvabilité de l'emprunteur et donc ne sont pas responsables du non-remboursement du capital et du non-versement des intérêts. La deuxième concerne les vices affectant le titre et en réalité ces risques sont assumés par l'émetteur. Ce dernier dédommage les banques comme c'est prévu dans la plupart des contrats d'*underwriting* (notamment en cas d'inexactitudes ou d'omissions figurant dans le

---

<sup>171</sup>, JACQUEMONT A., *ibidem*, p.127.

prospectus d'émission). Enfin, les banques sont responsables de leur fait personnel en cas de violation de leur part de la réglementation économique du lieu de placement.

Des contrats d'une autre nature formalisent les liens entre les banques selon la fonction qu'elles occupent.

## 2.2.2 Les contrats propres au processus de syndication bancaire

La syndication bancaire s'analyse autour de trois syndicats bancaires : le chef de file (*lead manager*) et les co-chefs de file (*co-lead managers*) forment le syndicat de direction (*management group*). Les garants (*underwriters*) s'associent avec le syndicat de direction au sein du syndicat de garantie. Les membres du groupe de vente (*selling group*) constituent le syndicat de placement. Les trois fonctions de direction, de garantie et de placement peuvent être assumées par une même banque comme cela a été le cas pour 17% des émissions publiques entre 1980 et 2000<sup>172</sup>.

Les relations entre les membres de chaque syndicat sont formalisées dans des contrats spécifiques qui précisent les obligations de chacun.

### 2.2.2.1 Le contrat entre le chef de file et le syndicat de placement : l'«*agreement among underwriters*»

La répartition des risques de non placement s'organise au sein des syndicats bancaires pour chaque émission. Indissociables de l'*underwriting agreement*, deux formes de contrats sont conclues. Un premier document régit les rapports entre banques, en l'occurrence l'*agreement among underwriters* ou *agreement among managers*, un second fournit une garantie auprès des *sub-underwriters*. Tous ces contrats permettent la constitution de syndicats bancaires qui opèrent selon deux techniques : la technique européenne et la technique américaine.

Dans la technique américaine, les *underwriters* se répartissent le risque de non placement selon les indications figurant dans l'*agreement among underwriters*. Le chef de file apprécie

---

<sup>172</sup> CLAES A., CEUSTER (de) M., POLFLIET R., *ibidem*.

la situation de non placement et peut soit associer d'autres institutions financières en plus de celles déjà prévues, ou attribuer avec leur consentement des titres supplémentaires aux *underwriters*.

Dans la technique européenne, il se constitue un syndicat de sous-garantie destiné à garantir le placement de l'emprunt. Le syndicat de direction établit le contrat d'*agreement among managers* organisant les rapports des managers entre eux et un contrat entre ces derniers et les *sub-underwriters* sur le placement des titres. Cependant, le recours au syndicat de garantie n'a rien d'automatique car il est laissé à la discrétion du banquier chef de file qui peut très bien décider de répartir les titres non vendus entre les membres du syndicat de direction.

Quelle que soit la technique utilisée, le chef de file doit s'assurer que les nouveaux titres placés ne seront pas offerts sur le marché à vil prix, c'est-à-dire qu'ils ne contribueront pas à faire baisser le prix de l'obligation sur le marché secondaire et qu'au contraire, ils peuvent constituer un moyen d'action supplémentaire de sa stabilisation.

Les contrats mis en jeu dans l'émission euro-obligataire selon les deux techniques européennes et américaines présentent des différences qu'il convient d'étudier de manière détaillée.

#### - La technique européenne

Selon la technique européenne, le contrat formant le syndicat de direction, c'est-à-dire celui qui est signé entre acheteurs, est un document type dans lequel sont indiquées les caractéristiques de l'emprunt et le montant acheté par chaque cocontractant. Le chef de file se voit confier un mandat de gestion indiquant qu'il a tout pouvoir de constitution des syndicats et d'attribution des titres. La part de titres affectée à chaque membre du syndicat de direction est donc une décision qui relève du seul chef de file. De celle-ci va découler la rémunération du membre du syndicat sous la forme de commission de direction mais également la part de chacun dans la garantie directe de l'emprunt, un montant qui n'est pas laissé au syndicat de garantie.

Le chef de file peut se voir verser par l'émetteur une commission supplémentaire dite *preciput* et s'attribue ainsi une commission supérieure aux autres membres du syndicat de direction. En outre, l'émetteur paye également un forfait pour régler les frais d'émission qui peut être intégralement perçu par le banquier chef de file.

Un syndicat de garantie peut être formé à son initiative. Indépendant de l'émetteur, Il permet de garantir une partie et non la totalité de l'emprunt et est constitué par plusieurs dizaines de banques qui généralement sont membres du syndicat de placement. Il peut ne pas se voir attribuer des titres pour les placer mais il lui est versé une commission de garantie par le syndicat de direction. La garantie peut également couvrir une partie des titres achetés sur le marché libre par le chef de file. La bonne capacité de placement des *sub-underwriters* est rémunérée à travers la fonction de garant et la commission de garantie.

#### - La technique américaine

Dans la technique américaine, les relations entre le chef de file et co-chefs de file et les banques garantes relèvent d'un seul et même contrat : l'*agreement among underwriters*.

Dans ce type de contrat, les *underwriters* ont pour représentants le ou les chef(s) de file à qui ils délèguent le pouvoir de déterminer la part du montant de l'émission confiée à chacun, le prix du titre et des modifications mineures. Si un mandat est donné à plusieurs banques, ces dernières vont à leur tour désigner un chef de file unique qui prépare l'émission, organise la vente et la distribution des titres en constituant un syndicat de placement. Les titres sont soit réservés auprès des chefs de file et placés par ces derniers auprès d'intermédiaires financiers ne faisant pas partie du syndicat, soit non réservés et placés par les *underwriters* considérés alors comme des vendeurs.

La stabilisation du marché est assurée par le chef de file qui achète des titres au nom des *underwriters*, en veillant à ne pas dépasser une limite de 10% de leur engagement initial. Trois obligations incombent aux *underwriters* : celle de ne pas compromettre le placement des titres ; celle de payer les titres et enfin celle de reverser une partie de leur commission au chef de file.

Le syndicat est formellement constitué dès lors que sont reçues les confirmations des *underwriters* par le chef de file. On peut également voir son origine dans la signature de protocoles d'accord dont l'objet est la préparation du lancement de l'emprunt, les *underwriters* ayant le choix de décider de ne plus faire partie du syndicat à la fin de cette phase.

Dans les deux techniques, un syndicat de placement composé de banques et de courtiers, est constitué. Sa seule responsabilité est de vendre les titres. Sa capacité de placement est estimée

par les membres et le chef de file confie à ces derniers les titres selon les estimations qu'ils ont fournies.

#### 2.2.2.2 Le contrat entre le chef de file et le groupe de ventes : le *selling agreement*

Le *selling agreement*, contrat de vente, entraîne l'achat de titres par les vendeurs au bénéfice du chef de file à qui ils reverseront le prix d'émission réduit de leur commission de placement. En d'autres termes, les vendeurs s'engagent à céder le titre sur le marché au prix d'émission, et si une transaction n'est pas effectuée à ce prix alors ils perdent la commission de placement comme il est prévu dans une clause du contrat.

Le contrat stipule de nombreuses obligations pour les vendeurs. Ainsi, ils ne sont autorisés à donner que les informations que comporte le prospectus, ils doivent respecter la législation du lieu de placement (sachant que le marché euro-obligataire se développe en marge des réglementations nationales<sup>173</sup>) et les clauses spécifiques éventuelles<sup>174</sup>. Enfin ils informent le chef de file du montant des titres invendus. D'autres intermédiaires financiers peuvent acheter les titres auprès des vendeurs, mais sont liés par le contenu du *selling agreement* sans pour autant en faire partie.

La durée du contrat de vente est généralement de l'ordre de deux mois après l'offre publique, le chef de file ayant le pouvoir de la prolonger au-delà de cette durée.

#### 2.2.2.3 Le règlement des litiges

Même si les relations entre intermédiaires financiers sont organisées dans le cadre des différents contrats, des litiges peuvent apparaître. Leur règlement est bien une spécificité du marché euro-obligataire.

En effet la question se pose de la loi à appliquer : s'agit-il de celle du pays de l'émetteur ou de celle du marché, du pays d'émission de la monnaie dans laquelle est libellé l'emprunt ? La

---

<sup>173</sup> En France, un régime dérogatoire aux obligations liées au placement de valeurs mobilières étrangères est appliqué puisque le placement des euro-obligations est autorisé à condition qu'il n'y ait ni publicité ni démarchage

<sup>174</sup> Elles concernent les personnes pouvant souscrire à ce prêt.

première proposition est discutable car elle semble difficile à mettre en œuvre pour plusieurs raisons. Les opérations inscrites dans les différents contrats peuvent s'opérer dans des pays distincts de celui du siège de l'émetteur et plus important encore, ce n'est pas l'émetteur qui impose des contrats aux parties prenantes mais bien les intermédiaires financiers et en particulier le chef de file. Appliquer la loi du marché d'émission est impossible à mettre en œuvre puisqu'une des caractéristiques majeures de l'euro-obligation est son placement international. Enfin, l'application de la loi du pays de dénomination de la devise dans laquelle est libellé l'emprunt reste difficile puisque cette monnaie va circuler en dehors de son pays d'origine ou a pour source des capitaux qui ont échappé à un contrôle des changes ou à la fiscalité domestique.

Reste que, faits par et pour les banques, les contrats d'euro-émission semblent en fait régis par la loi du pays du banquier chef de file. Plus précisément, le pays de référence est celui de l'agent financier et du représentant des obligataires. Ce qui n'entre pas en contradiction avec l'adoption de la localisation objective du contrat dans la mesure où elle est mise en œuvre de manière subsidiaire, c'est-à-dire en l'absence de toute autre décision des cocontractants.

En fait, ce sont les banques qui choisissent la loi applicable et ce choix s'impose aux juges et aux arbitres. Le plus fréquent est de désigner la loi du pays du chef de file parce que, en dehors du caractère parfois obligatoire de cette démarche<sup>175</sup>, la loi la plus connue pour le chef de file est celle de son pays. Toutefois, il peut arriver que l'émetteur impose la loi de son pays d'origine (la Russie par exemple).

Pour autant, il ne faudrait pas interpréter ces précisions comme une soumission à un droit national mais plutôt comme un moyen d'éviter une désignation arbitraire par une partie extérieure au contrat. En fait comme le précise Kahn « l'introduction d'une règle de conflit par les professionnels dans les euro-obligations doit être interprétée non comme une allégeance sans réserve aux États mais comme une utilisation des conflits de lois - en tant que procédé - pour préserver dans la mesure du possible le système professionnel. »<sup>176</sup>

---

<sup>175</sup> Un emprunt en euromarks devait être dirigé par un chef de file allemand : les cocontractants étaient soumis à la loi de ce pays et il était bien indiqué que le lieu d'exécution du contrat serait l'Allemagne.

<sup>176</sup> KAHN P., 1973, « Lex mercatoria et euro-obligations », *Law and International Trade*, Festschrift Für Clive M. Schmitthoff, Athenäum Verlag, p.237.

La *lex mercatoria* et celle du pays du chef de file coexistent. Certains contrats vont même jusqu'à préciser un droit national à titre subsidiaire et invoquer les usages en matière d'émissions sur le marché international<sup>177</sup>.

Le degré de précision des contrats, leur uniformisation avec des clauses qui varient peu permet en cas de conflits de limiter l'interprétation juridique par un quelconque organisme étatique et de trouver une issue non contentieuse aux problèmes. Dans les contrats où il est fait mention des usages du marché, une hiérarchie s'impose d'elle-même, d'abord les normes de la loi nationale indiquée dans le contrat, puis les usages du marché international, et enfin les normes supplétives du droit étatique.

La référence aux usages du marché permet de mettre en évidence la volonté des parties d'ancrer le contrat dans un droit matériel international. En l'absence fréquente de clause attribuant des compétences à une juridiction étatique, le règlement des conflits peut s'organiser autour d'une clause compromissoire ou bien fréquemment autour d'un arbitrage.

La volonté de régler les litiges entre banques par arbitrage plutôt que par une juridiction étatique s'inscrit directement dans les statuts de l'A.I.B.D. qui précisent que « les différends non résolus entre membres de l'association ou entre les membres et l'association devront être réglés par arbitrage selon les statuts et en conformité avec les règles de l'association »<sup>178</sup>. L'I.P.M.A. puis l'I.C.M.A. reprend cette règle dans ses statuts.

La *lex mercatoria* s'élabore donc par la prise en compte d'usages d'un milieu professionnel sans que ces derniers soient nécessairement connus des législations nationales. C'est le cas du processus spécifique de formation des contrats, de la pratique de l'*over selling*, et des contrats d'*underwriting* en particulier.

---

<sup>177</sup> JACQUEMONT A., *ibidem*, p.181.

<sup>178</sup> KAHN P., *ibidem*, p. 225, traduction personnelle.



#### 2.2.2.4 Le coût d'une émission euro-obligataire

Le coût d'émission d'un emprunt euro-obligataire découle de l'ensemble des contrats évoqués jusqu'à présent, et se décompose en commissions versées aux différents syndicats et en remboursement de frais engagés par le syndicat.

##### - Le commissionnement

Le chef de file perçoit une partie de la commission de direction : le *praecipium*. Après déduction de ce dernier, la commission de direction est versée aux membres du syndicat de direction. Les membres du syndicat de direction et de placement se répartissent les commissions de garantie et de placement au prorata des titres qu'ils ont garantis ou placés. Le montant des commissions dépend de la taille de l'emprunt et de la nature des titres. Les commissions sur les emprunts de titres convertibles sont plus élevées que celles des titres à revenu fixe, celles relatives aux titres à taux variables sont moins élevées que celles des titres à taux fixe. Le taux de commissionnement augmente avec la maturité de l'emprunt et les barèmes ne sont pas fixes. On dispose, jusqu'au début des années quatre-vingts dix, de barèmes mettant en évidence le niveau des commissions.

En 1984, La Bruslerie<sup>179</sup> présente une répartition des commissions pour les titres à taux fixe.

---

<sup>179</sup> LA BRUSLERIE (de) H., 1984, *ibidem*, p. 36.

Maturité de l'émission	3 ans	4 ans	5 ans	6-7 ans	8-10 ans
Commission de direction	0,25	0,25	0,375	0,375	0,5
Commission de garantie	0,25	0,375	0,375	0,375	0,5
Commission de placement	1	1,125	1,25	1,5	1,5
Commission totale	1,5	1,75	2	2,25	2,5

**Tableau 2. 3 : Commissions d'émission sur le marché euro-obligataire à taux fixe (en pourcentage du montant emprunté)**

Source : LA BRUSLERIE (H.) de, 1984, *Les euro-obligations et le marché international des capitaux*, p. 36, Paris, Clet

La commission globale varie de 1,5 à 2,5% du montant de l'émission en fonction de la maturité des titres émis.

Un autre auteur, dans une publication plus récente, nous indique des commissions du même ordre soit une moyenne des commissions entre 2 et 2,5% du montant de l'émission réparties par catégories que nous présentons dans le tableau suivant.

Catégorie de commissions	Minimum	Maximum
Commission de direction	0,375	0,5
Commission de garantie	0,375	0,5
Commission de placement	1,250	1,5
Commission totale : spread brut	2	2,5

**Tableau 2. 4 : Les commissions en % du montant d'une émission euro-obligataire jusqu'au début des années 1990**

Source : BUCKLEY A., 2004, *Multinational Finance*, Financial Times, Prentice-Hall, p.545

Depuis le début des années quatre-vingt dix, les commissions se modifient et notre recherche ne nous permet pas de rendre compte de données aussi précises que celles du tableau

précédent. Toutefois, certaines tendances se dégagent<sup>180</sup> : si les commissions continuent d'augmenter avec la maturité du titre et avec la dégradation de la signature de l'émetteur, elles diminuent avec la hausse du montant nominal emprunté. Elles se situent selon Choudhry<sup>181</sup> entre 0,25% et 0,75% du nominal.

Si des données plus précises ne sont plus disponibles sur le niveau des commissions, des recherches sont menées sur les déterminants du coût d'une émission euro-obligataire. C'est le cas de l'étude de Melnik et Nissim<sup>182</sup>, qui aboutit à la conclusion que les coûts d'une émission représentent 0,37% du prix d'émission résultant d'une commission d'*underwriting* de 1,03% à laquelle est retranchée un *spread* négatif d'*underwriting* de 0,66%. Les auteurs expliquent ce *spread* négatif par le fait que le prix garanti à l'émetteur est supérieur à celui offert sur le marché. Les investisseurs préfèrent des commissions élevées associées à un *spread* négatif pour des raisons fiscales, car les intérêts sont calculés sur la base du prix garanti et non sur le prix offert. Ils induisent des économies d'impôts d'autant plus importantes que ce taux est élevé. Une commission d'*underwriting* élevée et un *spread* négatif sont neutres pour les *underwriters*, car c'est leur somme qui est comptabilisée en tant que produit dans leurs comptes de résultat.

Le coût d'une émission sur le marché euro-obligataire est, selon ces auteurs, inférieur à celui d'une émission sur le marché domestique, qu'ils estiment à 2% du prix d'émission.

D'autres auteurs ont étudié les effets de l'union monétaire européenne sur les coûts d'une émission sur le marché euro-obligataire. Santos et Tsatsaronis<sup>183</sup> montrent qu'il en a résulté une baisse importante du niveau des commissions d'*underwriting*. Melnik et Nissim<sup>184</sup>

---

<sup>180</sup> CHOUDHRY M., 2001, *The Bond and Money Markets: strategy; trading, analysis*, Butterworth-Heinemann, p.385.

<sup>181</sup> CHOUDHRY M., *ibidem*.

<sup>182</sup> MELNIK A. et NISSIM D., 2003, « Debt Issue Costs and Issue Characteristics in the Market for U.S Dollar Denominated International Bonds », *European Finance Review*, vol.7, p.277-296.

<sup>183</sup> SANTOS J. et TSATSARONIS K., 2006, « The Costs of Barriers to Entry: Evidence from the Market For Corporate Eurobond Underwriting », *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliarios*, Edicao Especial, 15 Aniversario, p.35-63.

<sup>184</sup> MELNIK A. et NISSIM D., 2006, « Issue Costs on the Eurobond Market: The Effects of Market Integration », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, p.157-177.

démontrent que cette baisse est en fait compensée par une hausse du *spread* rendant neutre l'effet de l'unification monétaire sur le coût d'une émission. La réduction des commissions d'*underwriting* est, pour ces auteurs, une conséquence de la fin des pratiques de sous valorisation du prix. Les commissions d'*underwriting* sont plus faibles et les spreads « moins négatifs » qu'avant l'avènement de l'euro, ce qui ne modifie pas le profit total retiré d'une émission par les *underwriters*.

Esho, Kollo et Sharpe<sup>185</sup> s'intéressent aux facteurs déterminant le *spread* des *underwriters* pour les émissions euro-obligataires à taux fixe sur la base d'un échantillon de titres émis par de entreprises américaines entre 1990 et 1998. Ils trouvent que quatre facteurs expliquent le niveau des *spreads* : la loi du pays des chefs de file, le mode de distribution du titre, la réputation du chef de file et le choix de la monnaie de dénomination de l'emprunt. Tout d'abord, les *spreads* sont influencés par la loi du pays dont dépendent les chefs de file et la loi anglaise a pour effet d'engendrer des *spreads* plus faibles. Leur deuxième conclusion est relative à la nature de la distribution des titres. Ils mettent en évidence que le *spread* d'un placement public est plus élevé que celui d'un placement privé. Troisièmement, les *underwriters* qui disposent d'une solide réputation sur le marché vont dégager des *spreads* plus élevés. Enfin, le choix de la monnaie de dénomination de l'emprunt revêt une importance dans la mesure où les *spreads* sont plus élevés pour les monnaies les moins utilisées ou dans les compartiments monétaires où l'activité est concentrée.

- Les autres coûts directement liés à l'émission

Outre les commissions, l'emprunteur rembourse les frais liés au conseil juridique, à la publicité, au téléphone et télex et à la stabilisation des cours sur le marché gris. Leur montant est inscrit dans le contrat d'émission et peut être négocié.

D'autres coûts annexes, à la charge de l'émetteur, portent sur l'impression des titres et des prospectus financiers ainsi que sur les frais d'admission à la cote d'une bourse de valeurs.

Enfin, pendant la durée de vie de l'emprunt, le service de la dette est assuré par des "*paying agencies*" qui perçoivent également une commission.

---

<sup>185</sup> ESHO N., KOLLO M. and SHARPE I., 2006, "Eurobond Underwriter Spreads", *Accounting and Finance*, vol.46, March, p.71-95.

Pour conclure cette section, nous rappelons que les contrats structurent les différents syndicats qui contribuent au placement des titres et mettent l'accent sur le rôle prédominant du chef de file dans l'organisation du marché. Trois contrats définissent les relations entre les intervenants du marché et sont tous signés par un intervenant spécifique : le chef de file. Le contrat d'*underwriting* sous-tend l'accord entre le chef de file et l'émetteur. L'*agreement among managers* (ou *underwriters*) définit les rapports entre les membres du syndicat de garantie et de direction et donne le pouvoir au chef de file d'allouer à chacune des banques une partie de l'émission. Enfin le contrat de vente définit les relations entre le syndicat de direction et le syndicat de placement.

Formalisée dans les contrats d'*underwriting* et les *selling agreements*, la structure de versement des commissions obéit toujours à un même principe hiérarchique puisque ces dernières sont distribuées en fonction de la responsabilité assumée par chacun dans le syndicat bancaire.

En somme, la multiplication des intermédiaires génère des coûts payés par les émetteurs pour rémunérer leurs services. Leurs commissions sont d'autant plus importantes que l'intermédiaire se voit attribuer par contrat une position hiérarchique élevée dans le placement des titres.

### 2.3 Un organisme professionnel qui se structure peu à peu pour devenir un régulateur : de l'A.I.B.D. à l'I.C.M.A

Le marché euro-obligataire a connu au cours de son développement plusieurs organismes professionnels qui ont contribué peu à peu à établir des standards pour jouer un rôle de régulateur et d'autorité hiérarchique tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

Nous présentons et analysons les différentes associations professionnelles qui ont prévalu sur le marché de 1968 à 2008.

2.3.1 Une association professionnelle des marchés primaires et secondaires destinée à constituer une instance de consultation, de concertation et de formation de ses membres, et visant à une auto régulation du marché : l'A.I.B.D. de 1968 à 1984.

Entre 1968 et 1984, l'A.I.B.D. se dote d'une organisation, structure le marché secondaire et soutient la création d'un système informatisé de cotations des valeurs mobilières internationales.

#### 2.3.1.1 Organisation de l'A.I.B.D.

L'Association des *dealers* d'obligations internationales (l'A.I.B.D. : Association of international Bond Dealers) est créée le 28 octobre 1968. Cependant, c'est en 1967 que prend corps l'idée de la nécessité d'une telle instance, quand cinq *traders* de banques<sup>186</sup> actives sur le marché secondaire se rencontrent au siège londonien de l'un d'entre eux. Walter Imthurn, un *trader* ayant travaillé sur les marchés américains songe à transposer le modèle de l'organisme professionnel des *traders* américains, la *National Association of Securities Dealers*, au marché euro-obligataire<sup>187</sup>. A la différence près que la nouvelle structure ne devait pas être contrôlée par une quelconque instance gouvernementale telle que la S.E.C. (Security and Exchange Commission pour le marché américain). Le 28 octobre 1968, 19 *dealers* se réunissent pour élire un comité de cinq membres chargés d'organiser la première réunion de l'association. Ce n'est que le 18 avril 1969 que l'association de droit suisse domiciliée à Zurich tient sa première réunion et stipule dans l'article 2 de ses statuts, son objet : « promouvoir les relations amicales entre les membres et leurs délégués, constituer une base pour l'examen commun et la discussion de questions relatives aux marchés internationaux des valeurs mobilières internationales, émettre des règles concernant leur fonctionnement,[...] établir et

---

<sup>186</sup>Kidder Peabody Securities, Dominion Securities, Weeden & Co, The First Boston Corp et Strauss Turnbull.

<sup>187</sup>KERR I. M., *ibidem*, p. 91-97.

maintenir un lien étroit avec les marchés primaire et secondaire des valeurs mobilières internationales ».

Sur le plan de l'organisation interne, l'A.I.B.D.<sup>188</sup> est constituée par deux structures. D'une part, une assemblée générale est chargée de créer des règles à la majorité des deux-tiers, de modifier les statuts et d'élire les membres de la seconde structure. D'autre part un organe exécutif, composé pour deux ans d'un Président, d'un trésorier et d'un secrétaire général, conduit les affaires courantes et représente l'association à l'extérieur. Depuis 1976, l'organe exécutif s'est doté d'un secrétariat général permanent qui a pour mission de « créer un point de contact permanent pour les autorités et les organisations intéressées au développement du marché euro-obligataire ».

Trois objectifs principaux sont assignés à l'A.I.B.D. : l'amélioration de l'information, la formation des adhérents et l'autorégulation du marché.

Plusieurs commissions, spécialisées dans différents domaines où l'harmonisation des pratiques s'avère nécessaire, sont constituées et présidées par des membres de l'organe exécutif : le Comité pour les pratiques de marché, le Comité des règlements, le Comité pour les affaires légales, le Comité des représentants régionaux, le Comité de liaison avec les États-Unis, le Groupe d'étude de négociation internationale des valeurs mobilières.

La première de ces commissions est chargée d'harmoniser les pratiques et d'améliorer l'information en concevant les premières tables de rendement de l'association, en publiant des indices de prix, en imposant un lot minimum de négociation des titres de 10 000 dollars (mai 1973) et en inscrivant dans la règle 803 l'obligation de calculer les intérêts sur une base annuelle et non sur une base semi-annuelle, comme cela est le cas pour le marché américain.

La formation des adhérents fait l'objet d'une attention toute particulière. L'idée est énoncée en 1972, votée dans le budget de 1972 et le programme de formation de Montreux commence en novembre 1973.

---

<sup>188</sup>Fin 1977, l'A.I.B.D. comprend plus de quatre cents membres répartis dans 10 régions composées pour chacune d'au moins quinze membres et dotées d'une organisation régionale. Les dix régions sont les suivantes : 1°) La Belgique; 2°) la France, l'Espagne et la Libye; 3°) la R.F.A., l'Autriche; 4°) l'Italie; 5°) le Luxembourg; 6°) les Pays-Bas; 7°) la Scandinavie; 8°) La Suisse et le Liechtenstein; 9°) le Royaume-Uni; 10°) les États-Unis, le Canada et autres pays.

Enfin, et c'est là un point essentiel, l'autorégulation des pratiques sur le marché s'avère nécessaire pour éviter aux autorités étatiques d'exercer une quelconque tutelle sur le marché et donc d'entraver sa nature. C'est essentiellement l'organe exécutif qui est particulièrement impliqué dans cette tâche. C'est lui qui instaure l'anglais comme langue officielle et qui écrit les « *buy in rules* »<sup>189</sup> relatives aux achats sur le marché secondaire quand ce dernier aura des délais de livraison allant de trois à six mois.

### 2.3.1.2 Le rôle de l'A.I.B.D. dans l'organisation du marché secondaire

L'objectif d'autorégulation de cette association dans l'organisation du marché secondaire s'appréhende clairement dans le contrôle qu'elle exerce sur les intervenants spécialisés.

On dénombre deux sortes d'intervenants spécialisés : les *market makers*, appelés encore teneurs de marché et les *dealers* dits intermédiaires actifs.

Les *market makers* exercent une fonction de contrepartie et assurent la liquidité du marché<sup>190</sup>, en annonçant, quelle que soit la conjoncture financière, pour une liste de titres, un cours acheteur et un cours vendeur. Toutefois, leurs interlocuteurs ne disposent pas<sup>191</sup> de ces cours<sup>192</sup> tant qu'ils n'ont pas décliné leur identité. Les teneurs de marché peuvent donc pratiquer une politique de prix en fonction de leur client.

Les teneurs de marché ne sont pas censés soutenir les cours mais cherchent plutôt à se placer sur la tendance longue du marché en corrigeant, si nécessaire, leur position nette de titres. Ils acceptent ainsi une possible moins-value dans l'éventualité d'une baisse des cours ou une plus-value dans l'éventualité inverse

---

<sup>189</sup>Les *buy in rules* sont des procédures donnant le droit à un acheteur n'ayant pas été livré 21 jours après la date supposée de livraison de faire exécuter son ordre par un tiers. Les différences de cours doivent être assumées par le vendeur défaillant. Les *sell in rules* relèvent du même principe en cas de défaillance d'un acheteur, à la différence notable près que cette procédure peut s'engager après 2 jours de retard de paiement.

<sup>190</sup>LA BRUSLERIE (de) analyse de manière détaillée les intermédiaires dans *Gestion Obligataire, marchés et actifs financiers*, tome 1, 1990, Paris, Economica, p. 199-210.

<sup>191</sup>Sauf s'il précise que son appel est pour information ou à titre indicatif.

<sup>192</sup>Nets de tous frais annexes de courtage, de commissions ou de droit.



L'activité de contrepartiste, concurrentielle par nature, consiste donc à arbitrer entre une stratégie commerciale visant à conserver une clientèle et une stratégie financière revenant à minimiser le coût de financement des titres. Le retournement de la structure des taux de l'année 1969 a alourdi ce dernier et il n'est pas surprenant que des intervenants ayant privilégié la première stratégie au détriment de la seconde se soient trouvés confrontés à une charge de portage insupportable<sup>193</sup> les menant à disparaître du marché. Leur faillite se conçoit donc comme la résultante d'une erreur stratégique et conduit à une professionnalisation des *market makers* par l'instauration des *reporting dealers*.

L'A.I.B.D. impose à cette catégorie de *market makers* des obligations spécifiques. La première concerne la durée de l'activité de contrepartiste qui doit être continue tout au long de la journée. La deuxième est relative à l'objet de l'activité qui doit porter sur une liste significative de titres. La troisième s'intéresse au volume unitaire de transactions et le conduit à accepter les normes déterminées par l'A.I.B.D. Enfin la quatrième est liée aux informations que le *reporting dealer* s'engage à communiquer à l'association. Chaque semaine l'intermédiaire lui fait parvenir la liste des titres qu'il traite, la prévient dès qu'un titre en est retiré et lui fait part de ses cotations chaque jour ouvrable.

L'ensemble des *market makers* est spécialisé dans une catégorie de titres (à taux variable ou à taux fixe par exemple) dans certaines devises, mais de toute manière, ils sont très actifs sur le marché des titres dont l'émetteur ou la monnaie correspond à leur nationalité. Leur rémunération est composée de trois éléments :

- le *spread*, différence entre le cours acheteur et le cours vendeur en est le principal. Il peut être majoré ou minoré selon l'évolution de deux autres éléments, à savoir la position des titres détenus (dont la valeur varie en fonction des fluctuations de prix entre le moment qui s'écoule entre la date d'achat) et la date de vente du titre ;
- le différentiel entre le rendement courant des titres détenus et le coût de financement des positions longues ;
- le revenu des titres détenus, tous taux étant égaux par ailleurs, suit la durée de détention et le taux du coupon.

---

<sup>193</sup>Voir sur ce sujet, QUINN B. S., 1976, *The new euromarkets*, London, Mac Millan, p. 78.

De l'issue de la comparaison du taux de rendement avec le taux court terme, dépendra la rémunération du teneur du marché.

S'il est vrai, comme le souligne Fisher, que « sans les teneurs de marché le prix des obligations fluctuerait fortement »<sup>194</sup>, il n'en reste pas moins que le contrôle et l'organisation des *market makers* mis en place directement ou indirectement par l'A.I.B.D. constituent des facteurs d'atténuation de la fluctuation des cours.

Les *dealers* sont d'autres intermédiaires qui, moyennant une rémunération appelée le *brokerage fee*, se chargent de mettre en contact un acheteur et un vendeur. Ils peuvent agir pour leur propre compte. Après avoir donné des fourchettes indicatives de prix et la confirmation de la transaction, ils se tournent vers un teneur de marché pour engager la procédure d'achat ou de vente. Il se peut que les prix annoncés divergent de ceux qui seront pratiqués et ce, parce qu'à la différence du *market maker*, le *broker* ne s'engage pas à traiter aux prix qu'il communique en premier lieu. Parfois, le *broker* agit pour son propre compte soit parce qu'il procède à un arbitrage à court terme ou bien encore parce que les conditions du marché rendant impossible la transaction de tout ou partie des titres, il cherche à conserver son client.

### 2.3.1.3 Une cotation informatisée des titres

L'A.I.B.D. apporte son soutien à un projet de cotations informatisées pour les transactions internationales. Ce projet se concrétise en 1977 par la création de la société Eurex au capital de 100 millions de francs luxembourgeois et composée de trente trois banques et institutions financières actives sur le marché secondaire<sup>195</sup>.

Ce système informatique, caractérisé par une entrée gratuite, commence à fonctionner de manière effective, en janvier 1979, avec 52 membres. Il permet une amélioration de la rapidité

---

<sup>194</sup>FISHER III F. G., 1982, *International Bonds*, London, Euromoney Publications, p. 192.

<sup>195</sup>La qualité de membre ne peut être accordé que dans la mesure où l'intermédiaire financier est autorisé à prendre part au commerce des titres par ses autorités monétaires nationales, sont donc exclus les investisseurs institutionnels.

de la transmission de l'information sur l'état du marché à la fois du côté des vendeurs de titres que des *market makers*.

Les vendeurs offrent des titres dont ils spécifient les caractéristiques dans le système et permettent ainsi aux *market makers* d'accepter le prix offert ou de proposer un autre prix. C'est le logiciel qui propose à l'offreur le cours le plus intéressant et qui, dans le cas d'un accord entre les deux parties, conclut la transaction.

Le coût d'une opération s'élève à la fin de 1978 à 200 francs luxembourgeois auquel doivent s'ajouter les commissions des centrales de compensation qui sont payées par l'offreur. Les transactions effectuées à l'extérieur du système sont fréquemment prises en charge sur le plan administratif par Eurex en raison de son coût compétitif par rapport à celui d'une banque. En dépit de ses qualités, ce nouveau système n'a pas rencontré un accueil favorable auprès des *dealers* qui craignent, à juste titre, une disparition de leur profession et auprès des *market makers* qui pensent que cette nouvelle entreprise entraînera une réduction des marges.

La critique technique, qui consiste à souligner le manque d'adaptation du logiciel à un brusque renversement de tendance (un *market maker* ne pouvant pas modifier les cours en quelques minutes) nous semble intéressante mais explique de manière secondaire l'échec d'Eurex dans sa tentative d'automatisation des transactions. C'est pourquoi ce système a été entièrement repensé au début des années quatre-vingt. Désormais, il est consacré au suivi des activités du *back office*.

La Bruslerie<sup>196</sup> conclut par l'arrivée trop précoce sur le marché secondaire d'un tel système qui aurait eu le mérite d'améliorer son efficacité. On peut, néanmoins, penser que ce système a accordé à la seule détermination du prix une fonction trop déterminante.

En conférant au prix la qualité de seul critère de décision possible, les initiateurs du système semblent avoir ignoré que l'activité du marché secondaire repose non seulement sur des relations interpersonnelles, mais également sur la stratégie commerciale des différents *market makers* qui peuvent privilégier une catégorie d'offreurs en proposant un prix inférieur à celui du marché. A cet égard, la fin des années soixante-dix a été intéressante puisque les investisseurs institutionnels constituaient une clientèle cible.

---

<sup>196</sup>LA BRUSLERIE (de) H., 1982, *ibidem*.

### 2.3.2 L'émancipation du marché primaire de 1984 à 2005 pour pouvoir édicter des recommandations issues d'un consensus : A.I.B.D., I.S.M.A. et I.P.M.A.

En 1984, une association internationale du marché primaire (I.P.M.A.) a vu le jour à l'initiative de banques membres de l'A.I.B.D. Elle se donne pour rôle l'harmonisation et l'instauration des meilleures pratiques sur les marchés primaires. Elle cherche à préciser des règles de comportement relatives à la procédure d'émission. Elle ne s'affirme pas en tant que régulateur mais plutôt comme une association édictant des recommandations fondées sur un consensus des principales banques intervenant sur les marchés. Les intermédiaires financiers sont libres de suivre ou non les recommandations, car l'I.P.M.A. ne dispose d'aucun pouvoir de sanction.

Ainsi, en avril 1989, de nouvelles lignes de conduite sont édictées par cet organisme. Les nouvelles procédures de syndication concernent l'allocation de titres aux *co-managers* et les coûts de stabilisation. Désormais, les chefs de file ne pourront plus modifier le prix et le nombre de titres alloués aux *co-managers*, et la déduction des frais de stabilisation n'incombera plus à ces derniers à moins d'un accord préalable. Les *co-managers* choisissent la taille de l'allocation en fonction de leur capacité de placement et laissent éventuellement aux chefs de file plus de titres que prévu s'ils considèrent que le prix du titre n'est pas conforme aux conditions de marché.

Le règlement des commissions de souscription ne s'opère plus 90 jours après la clôture de l'offre mais 45 jours plus tard, tandis que la durée pendant laquelle les *co-managers* indiquent l'allocation de titres est réduite de 3 jours à 24 heures.

Sur le marché secondaire des obligations internationales se constitue, en 1985, la "*Secondary Market Association*" (S.M.A.) qui regroupe les *market makers* les plus importants du marché euro-obligataire. Ces derniers ont souhaité définir leur profession et l'A.I.B.D. répertorie leurs noms dans une liste de *reporting dealers*.

En 1989, un système informatique<sup>197</sup> développé par l'A.I.B.D. permet aux eurobanques de signaler toute transaction sur le marché aux autorités de contrôle britanniques et de constituer

---

<sup>197</sup>Voir à ce sujet, EVANS G., 1989, « Is Trax off the rails », *Euromoney*, août, p. 9.

un index des prix. Toutefois, le coût d'adhésion élevé rend dans un premier temps peu attractif la souscription d'un tel service.

La capacité d'autoréglementation et d'auto-organisation a permis aux professionnels du marché localisés à Londres d'adhérer à l'organisation de la surveillance des transactions sur les valeurs mobilières internationales (*International Securities Regulatory Organisation*) créée dès 1986.

En 1991, L'A.I.B.D. prend le nom d'I.S.M.A. (*International Securities Market Association*).

### 2.3.3 Une association professionnelle pour édicter des standards et renforcer un pouvoir hiérarchique sur ses membres : l'I.C.M.A.

Nous analyserons cette association professionnelle en étudiant successivement sa structure et ses deux publications de référence, à savoir l'I.P.M.A. Handbook et l'I.C.M.A. Rule book.

#### 2.3.3.1 Structure de l'I.C.M.A.

En juillet 2005, l'I.P.M.A. fusionne avec l'I.S.M.A. pour donner naissance à l'I.C.M.A. (*International Capital Market Association*). Cette dernière englobe, outre les banques participant aux marchés internationaux de titres, les investisseurs institutionnels et les emprunteurs. Peuvent également y adhérer les gestionnaires de portefeuille, les marchés financiers, les banques centrales, les cabinets d'avocats et les conseillers spécialisés.

Le graphique suivant met en évidence la structure de l'I.C.M.A.

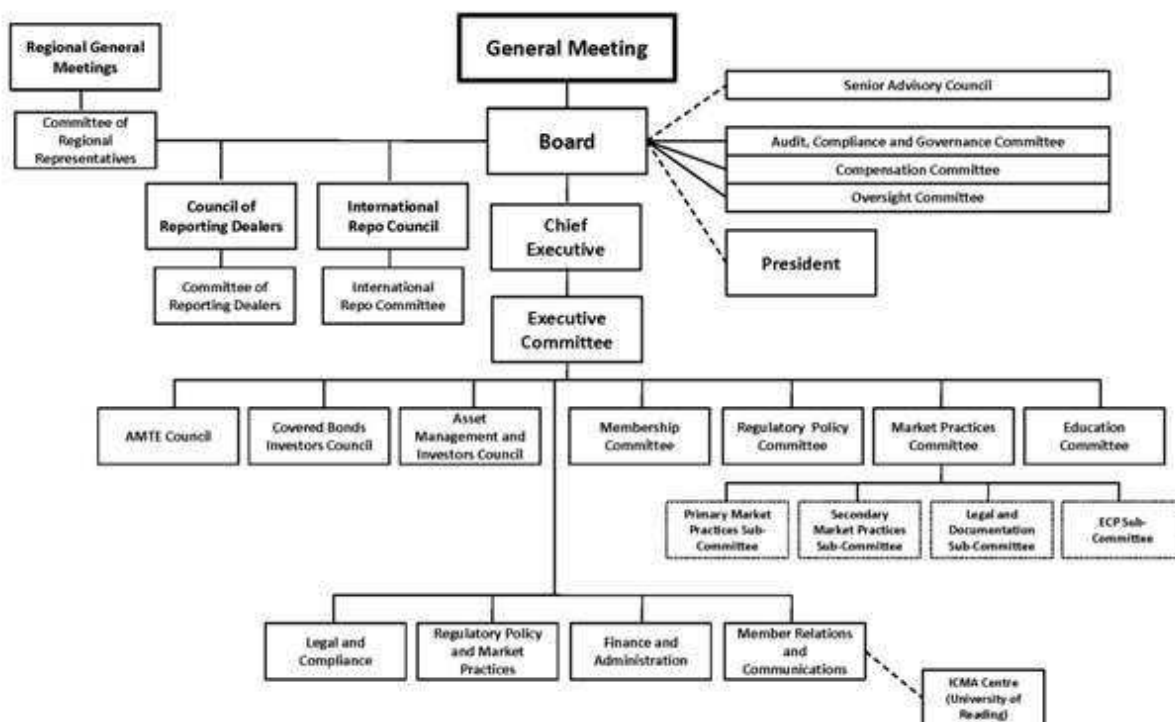


Figure 2. 7 : Structure de l'I.C.M.A.

Sources : I.C.M.A. 2009

La structure de l'association est conçue en cohérence avec les objectifs qu'elle s'assigne. En effet, elle se donne pour mission d'être le représentant de tous les acteurs du marché auprès des gouvernements, des banques centrales et des autorités fiscales, de régulation et de concurrence. En outre, elle exerce son activité dans cinq domaines d'action : le développement de standards sur les pratiques de marché, l'incitation au développement de procédures de régulation adaptées, l'offre d'un support d'échange et d'un système de données et de service, des activités de formation et de recherche pour les adhérents, la facilitation de la communication entre les membres.

Le comité des pratiques de marché qui dépend du comité exécutif est composé de trois autres comités traitant du marché primaire : le comité des pratiques du marché primaire, le comité juridique et de documentation et le comité de l'euro-papier commercial. Il comporte aussi un comité de la politique règlementaire. Ces entités forment souvent des groupes de travail sur des points particuliers.

La recherche de standards appropriés est mise en exergue dans une optique de transparence, de gains de temps et de *fair play*. Il s'agit de mettre en place des pratiques internes au marché de manière à éviter l'intervention d'une réglementation externe. Si un projet de réglementation voit le jour, l'I.C.M.A. met en place un lobbying destiné à ce que les préoccupations de ses adhérents soient prises en compte. Elle est intervenue à plusieurs reprises dans des domaines comme la directive « prospectus » de la commission européenne, l'application de la directive « transparence », la préparation de la directive de l'audit statutaire et l'évaluation de l'impact du M.I.F.I.D. (Market and Financial Instruments Directives).

#### 2.3.3.2 Des publications de référence : l'*I.P.M.A. Handbook* et l'*I.C.M.A. Rule Book*

Des guides sont édités en continu par l'I.C.M.A. et concernent le marché primaire avec l'*I.P.M.A. handbook*, le marché secondaire avec l'*I.C.M.A. rulebook* et le marché des repos avec le G.M.R.A. (*Global Master Repurchase Agreement*). Chaque document est établi par les professionnels du marché sous l'égide de différentes commissions représentant les adhérents. Analysons chacun d'entre-eux, en laissant de côté celui qui concerne le marché des repos qui n'est pas directement liée à notre sujet.

Le guide de l'I.P.M.A. (toujours nommé ainsi même après la fusion de l'I.P.M.A. avec l'I.S.M.A.) est rédigé par la commission des marchés primaires et celle de la documentation et des affaires légales. Le *rulebook* de l'I.C.M.A. est conçu par le conseil des dealers enregistrés et la documentation du marché des repos est réalisée par la commission européenne des repos.

L'*I.P.M.A. handbook* est mis à jour en continu et inclut les titres de dettes, les programmes de dettes et le papier commercial européen. Il comporte des recommandations de bonne pratique et préconise la divulgation des pratiques choisies par les participants. S'y ajoutent des notes de conduite et des notes explicatives des pratiques (par exemple le système de *bought deal*). De plus, des modèles de documents standards sont disponibles. Le domaine d'application est celui des émissions internationales syndiquées dont le chef de file est membre de l'I.C.M.A. et dont la distribution est transfrontière. Toutefois, une exception notable au champ de leur application est celui des titres globaux en dollars américains.

Le tableau suivant résume les principales recommandations selon O'Malley<sup>198</sup>.

Référence de la recommandation	Libellé de la recommandation	Contenu de la recommandation
Recommandation 1.1	Divulgateion précoce des termes (invitation des managers)	Télex d'invitation et les informations minimales qu'il doit comporter
Recommandation 1.5	Exécution des accords	Répartition des documents et calendrier de l'émission
Recommandation 1.7	Stabilisation	Nature de la stabilisation, son calendrier et ses coûts
Recommandation 1.8	Paiement et remboursements des commissions et des frais	Quand et à qui payer les commissions et par qui se faire rembourser les frais
Recommandation 1.15	Les conditions avant clôture	Les conditions de la clôture de l'émission
Recommandation 1.18	Conseil juridique	Les conflits d'intérêts des cabinets d'avocats
Recommandation 1.20	Les structures du « pot »	L'information nécessaire à une syndication « pot »
Recommandation 1.21	Les émissions des obligations globales	Dans quel cas les recommandations de l'IMPA s'appliquent aux obligations globales

**Tableau 2.5 : Les principales recommandations de l'I.P.M.A. HANDBOOK pour les titres obligataires**

Sources: O'MALLEY C., 2007, «Eurobond Market Standardisation : The I.P.M.A. experience →18 May 2007, I.C.M.A. Presentation

Comme nous pouvons le constater, les principales recommandations indiquées dans l'*I.P.M.A. Handbook* concernent aussi bien le déroulement de la syndication (recommandation 1.1, 1.5, 1.7, 1.15 et 1.20) que son administration (recommandation 1.8).

<sup>198</sup> O'MALLEY C., 2007, « Eurobond Market Standardisation : The I.P.M.A. experience », 18 May, ICMA Presentation.



Elles comportent également des indications sur l'occurrence des conflits d'intérêts juridiques au sein des *pots* (recommandation 1.20) et des précisions sur le champ d'application des recommandations de cet organisme pour les obligations globales. Plus récemment, l'I.C.M.A. a établi des recommandations portant sur la divulgation du prospectus de base dans l'annonce de l'émission et sur les relations entre les chefs de file et les managers.

O'Malley souligne quatre recommandations concernant les programmes MTN que nous synthétisons dans le tableau suivant.

Référence de la recommandation	Libellé de la recommandation	Contenu de la recommandation
4.1	Exécution des accords	Calendrier et distribution des documents
4.2	Conditions avant lancement	Les documents nécessaires et les opinions avant le lancement de l'émission
4.5	Statut de l'arrangeur	Formulaire standards des clauses
4.6	Distributions des documents du programme	Formulaires et calendrier

**Tableau 2. 6 : Les principales recommandations de l'I.P.M.A. HANDBOOK pour les programmes MTN**

Sources : O'MALLEY C., 2007, « Eurobond Market Standardisation : The I.P.M.A. experience », 18 May, ICMA Presentation

Les notes de conseils sont principalement pour O'Malley celles inscrites dans le tableau suivant.

Référence de la note de conseil	Libellé de la note de conseil	Contenu de la note
GN.4	Due Diligence	Niveau approprié de la due diligence
GN.16	Clauses d'information pour les titres de dettes souveraines	Modèle de clause sur l'information financière ou autres informations
GN.18	50+1 Dénominations	Les dénominations d'émission

**Tableau 2. 7 : Les principales notes de conseil**

Sources : O'MALLEY C., 2007, « Eurobond Market Standardisation : The I.P.M.A. experience », 18 May, ICMA Presentation

Des modèles de documents standards sont disponibles tels que les *agreements among underwriters*, les termes finaux de l'émission et le supplément pour la détermination du prix en accord avec la directive prospectus, le calcul des intérêts sur une base réelle/réelle...

Il apparaît donc que l'*I.P.M.A. handbook* retrace des recommandations, des notes de conseil et des documents standards inhérents à trois problématiques centrales des émissions de titres : l'organisation et la gestion courante du syndicat, les standards attendus pour les membres et la protection des investisseurs.

Il nous semble important d'appréhender ce document dans sa globalité car il permet de s'interroger sur la nature des liens qui unissent les chefs de file avec les autres institutions financières participant à l'émission, les standards mis en place et la manière dont sont envisagés les rapports avec les investisseurs. Nous allons donc étudier l'*I.P.M.A. Handbook* à travers ces catégories de problématiques. Nous analyserons donc successivement l'organisation et la gestion courante du syndicat telle qu'elle est présentée par les instances professionnelles, la gestion des relations avec les investisseurs, les standards mis en œuvre, l'explication des nouvelles pratiques de marché et l'interprétation des réglementations.

- L' « I.P.M.A. handbook » : l'organisation et la gestion courante entre les membres du syndicat telle qu'elle envisagée par l'I.C.M.A.

\*Les obligations du chef de file

Tout chef de file adhérent à l'I.C.M.A. doit appliquer les recommandations édictées dans la section 1 de l'I.P.M.A. Handbook à moins que cela ne soit explicitement indiqué dans l'invitation faite aux autres membres du syndicat. L'étude de cette section nous conduit à mettre en évidence la responsabilité du chef de file à travers la transmission de l'information, le remboursement des frais d'émission, la rémunération des membres du syndicat et sa participation au syndicat de stabilisation.

\*La transmission d'information

Les obligations du chef de file sont précisées et concernent au premier chef la transmission d'information aux membres du syndicat. Tout d'abord, le chef de file doit prévenir au plus tôt les membres du syndicat des termes de l'émission et envoyer à leur demande pour les programmes de dettes une documentation de base et un prospectus de l'émission (recommandation 1.1). Il doit également faire parvenir aux membres du syndicat, au moins deux jours ouvrables avant signature, l'ensemble de la documentation (recommandation 1.5). Le délai est allongé à 10 jours dans le cadre de nouveaux MTN et sept jours avant pour amender une nouvelle tranche d'un ancien programme (recommandation 4.1). Le chef de file est tenu d'informer de la présence d'un syndicat de vente (recommandation 1.13) et de la fin du syndicat avant la date d'échéance (recommandation 1.22). Il doit également préciser si l'émission se fera à travers un *deal pot* et ce que sont les termes du *pot* (recommandation 1.20). Dans le cadre des émissions d'emprunteurs souverains (banques centrales), le chef de file doit préciser dans l'invitation faite aux managers s'il sera fait appel aux clauses d'action collectives de l'I.P.M.A. (Recommandation 1.23). Pour les MTN, il doit indiquer la date du prospectus initial où sont précisés les termes du programme (recommandation 1.26). Si les programmes sont modifiés, les dealers doivent recevoir une nouvelle documentation (recommandation 4.6) du chef de file dans les deux semaines qui suivent leur signature.

\*L'application des rémunérations et du remboursement des frais des membres du syndicat

La recommandation 1.8 précise les dispositions concernant les remboursements de frais et la rémunération des membres du syndicat. Ces derniers doivent être réglés à la date de clôture de l'émission, des pénalités de retard de 1% par mois sont dues (recommandation 1.9) et si un conflit persiste l'I.C.M.A. peut exiger des preuves de règlements auprès du chef de file.

Les frais liés au conseil juridiques de l'émetteur ou de quelque conseil que ce soit, à la rédaction du prospectus, aux coûts de livraison et aux accords nécessaires à l'émission ne doivent pas être déduits des commissions des membres du syndicat. Les dépenses effectuées directement par le chef de file qui dépassent ce que l'émetteur a prévu de lui rembourser ne peuvent pas être imputés aux membres du syndicat et réduire leur rémunération. Les coûts de stabilisation du prix supportés par le chef de file ne sont pas déduits des rémunérations des membres du syndicat (paragraphe 2 de la recommandation 1.7) sauf si les co-chefs de file ont accepté de se répartir ces frais.

\* Le chef de file et la stabilisation du prix

Le chef de file ne peut contribuer à stabiliser le prix que dans l'objectif d'assurer la liquidité du marché secondaire et la réussite de l'émission. Sa participation cesse à la date de clôture de l'émission (paragraphe 1 de la recommandation 1.7).

- Les relations avec les investisseurs

Le nom des investisseurs intéressés par une émission ne doit pas être communiqué aux autres membres du syndicat. Cette divulgation d'information peut être imposée et dans ce cas, seul l'émetteur peut en bénéficier (recommandation 1.17). Pour les émissions institutionnelles, les membres du syndicat doivent rendre disponibles le prospectus final et les caractéristiques finales des titres aux investisseurs (recommandation 1.28). Comme le spécifie l'annexe B de la section 6, une majorité des euro-obligations sont émises de manière à préserver la confidentialité du nom de l'investisseur quand ce dernier perçoit les intérêts et le remboursement du capital (titres au porteur). Cependant, des exceptions à cette règle existent pour les titres enregistrés, en particulier ceux émis par le gouvernement américain et les agences gouvernementales et les titres à taux variable émis par la Belgique.

Dans le même ordre d'idées, le choix d'agents de paiement dans certains pays dispense les investisseurs d'impôt de retenue à la source pour les paiements des intérêts et préservent leur identité. Les agents domiciliés aux Pays-Bas, au Canada, en Allemagne, au Luxembourg et à Singapour sont eux-mêmes dispensés d'impôt locaux de retenue à la source et de divulgation de l'identité des acheteurs de titres.

Selon la législation fiscale américaine, les détenteurs de titres au porteur ne peuvent pas se faire verser leurs intérêts aux États-Unis à moins d'avoir recours à loi 144 A. Cette dernière permet à l'émetteur étranger de demander une exemption d'enregistrement auprès de la SEC pour la vente de titres non enregistrés préalablement émis en placement privés à des investisseurs institutionnels.

La directive prospectus 2003/71 édictée par le parlement européen et le conseil européen confère à l'émetteur l'obligation de fournir aux investisseurs une information complète et mise à jour pour lui permettre de se faire une opinion sur l'emprunt assujetti à cette directive. Si une information nouvelle apparaît entre le moment où le prospectus est diffusé et la date de clôture de l'émission, elle rend nécessaire sa communication dans un supplément aux prospectus (guidance note 1). L'I.P.M.A. a été partie prenante à la rédaction de cette directive car elle a agi en tant que représentante des intérêts de ses membres auprès des institutions européennes.

#### - Les standards mis en œuvre

Les principaux standards mis en œuvre recouvrent la méthode de calcul des intérêts, la clause de force majeure, les *agreement among managers*. Ainsi la recommandation 1.19 précise que les intérêts des émissions internationales dans toutes les monnaies à l'exception du dollar doivent être déterminés selon la convention réelle/réelle. La section 6.b.9 précise les conditions dans lesquelles les managers et les *underwriters* ne sont plus soumis à leurs obligations contractuelles et recommande l'insertion dans les contrats d'*underwriting* de clauses de force majeure en proposant des modèles. La section 7 fournit des modèles d'*underwriting agreement* compatibles avec trois lois applicables (française, allemande et américaine).

Les standards sont donc issus des recommandations et des propositions de modèles.

- Explication de nouvelles pratiques

Les nouvelles pratiques sont expliquées et font l'objet de recommandations, et de notes explicatives de la part de l'I.C.M.A. Citons pour exemple le cas du système *pot* avec les recommandations 1.17 et 1.20 et la note explicative de la section 6-b-12 concernant les différents *pots* possibles.

- Interprétation des réglementations

L'I.C.M.A. fournit une interprétation des réglementations notamment dans le cadre de la directive prospectus comme il en est fait état dans la section 7-4 (principes généraux) et 7-9 (conditions des ventes de titres).

Un autre document, l'*I.C.M.A. rulebook* régit les principes de gouvernance de l'association et est applicable à tous les membres. Il recouvre non seulement les statuts de l'association et son administration mais également les règles internes de fonctionnement comme les procédures d'admission ou de suspension des adhérents, les procédures disciplinaires envers les membres et la gestion des différentes commissions. Il comporte également des règles et des recommandations applicables aux titres internationaux et aux transactions entre membres. Elles ne s'appliquent pas à la vente au détail des titres dans les banques, qui est régie par une législation du pays où le titre est acquis. Ce document se propose de rendre compte des règles de livraison et des procédures afférentes. En cas de litiges, des procédures de conciliation et d'arbitrage sont mises en place. Le système d'information de l'I.C.M.A., TRAX, permet depuis 1989 de fournir des prix sur le marché secondaire qui ne peuvent pas être contestés puisque tous les adhérents de l'I.C.M.A. doivent enregistrer quotidiennement les prix offerts et les prix demandés pour chaque titre. Il constitue donc une plateforme centralisée de *reporting* des transactions.

Enfin, à la différence de ses prédécesseurs, L'I.C.M.A. met en place des procédures de conciliation et d'arbitrage et en cas d'échec des procédures disciplinaires. Elles concernent tous désaccord portant sur les transactions de titres internationaux dont le chef de file est membre de l'association (à moins qu'il ne soit spécifié au moment de l'émission que les titres ne font pas l'objet des recommandations de l'I.C.M.A.) ou encore des désaccords entre membres qui sont liés aux statuts, aux règles internes de fonctionnements et aux

recommandations édictées par l'association professionnelle. Les procédures de conciliation se donnent pour objectif de résoudre de manière informelle tout conflit en suivant les conclusions d'un expert nommé par le comité exécutif de l'I.C.M.A. Le coût de cette procédure est partagé par chacune des parties au conflit. En cas d'échec de la conciliation, l'arbitrage gère les conflits de manière formelle devant une cour spécifique située à Zurich. Le comité exécutif nomme 3 à 5 experts reconnus pour leur expérience professionnelle sur le marché international des capitaux. Leurs décisions s'imposent aux parties mais elles peuvent être contestées sur certains points devant un tribunal.

Des procédures disciplinaires sont engagées par l'I.C.M.A. en cas de faute commise par l'un de ses membres. Elles peuvent porter sur le non respect des statuts, des règles internes ou être la résultante de comportements qui occasionnent des préjudices importants aux intérêts de l'association. Les accusations de fautes professionnelles sont instruites par le comité exécutif ou par un tribunal disciplinaire de trois personnes<sup>199</sup>. Ce tribunal peut rendre des décisions de radiation de l'adhérent et de suspension. Il peut aussi infliger des amendes ou des réprimandes. Il peut enfin décider que le coût de la procédure sera à la charge du membre ainsi jugé et de la publication de la décision. Une procédure d'appel est possible pour l'adhérent devant un tribunal interne composé de cinq personnes nommées par le Comité des représentants régionaux.

L'I.C.M.A. a donc pour objectif d'organiser les relations entre ses membres, d'expliquer les nouvelles pratiques du marché, d'interpréter les nouvelles réglementations et de fournir des documents standardisés. En tant qu'organisation professionnelle, elle se dote de principes de fonctionnement internes destinés à structurer les rapports entre membres.

L'I.C.M.A. cherche dans le futur à poursuivre son travail d'élaboration de standards sur les marchés internationaux de capitaux et à tisser des alliances avec d'autres associations de marché dans le monde. Elle souhaite également renforcer son rôle de représentant de l'activité aussi bien du côté emprunteurs qu'investisseurs de manière à pouvoir développer un rôle de lobby auprès des instances de régulation des pouvoirs publics. De plus, elle va chercher dans

---

<sup>199</sup> L'une de ces personnes fait partie du conseil d'administration de l'I.C.M.A. et est nommée par le président du Comité des pratiques de Marché (*Market Practises Committee*). Les deux autres sont désignées par le président des Comités des Représentants régionaux.

le futur à réduire les coûts des transactions pour tous les membres en instaurant des documents standards.

De 1968 à nos jours, l'organisation professionnelle régissant les intermédiaires financiers s'est structurée en renforçant son rôle hiérarchique. Si au départ, il s'agit pour l'A.I.B.D. de remplir une mission de formation, de mise en évidence de bonne pratique et d'organisation du marché, peu à peu (sous l'égide de l'I.P.M.A. et de l'I.C.M.A.), des standards, des recommandations et des règles internes de gouvernance s'imposent à ses membres sous peine de sanctions disciplinaires. L'ouverture de l'association à tous les intervenants du marché (investisseurs, analystes...) conduit au renforcement du pouvoir de l'organisation professionnelle sur ses adhérents traditionnels (intermédiaires financiers) et à la consolidation de son rôle de lobby auprès des instances de régulation nationales et européennes.

Cette organisation se construit donc avec ses règles de fonctionnement, ses standards, autant de normes qui légitiment son autorité auprès des intervenants du marché. Ce faisant elle élabore une doctrine organisationnelle (à l'instar d'une doctrine juridique) structurant l'activité du marché euro-obligataire.



## 2.4 Une spécialisation géographique : le recours à la classification hiérarchique ascendante pour constituer une typologie temporelle.

Le dernier chapitre nous a permis de montrer une décroissance de la concentration des chefs de file mesurée par leur part de marché. S'agit-il là de la manifestation d'une spécialisation croissante au sein du marché et si c'est le cas comment la caractériser ? S'interroger sur une éventuelle spécialisation au cours de la période conduit donc à associer à la part de marché annuelle de chaque chef de file d'autres variables. L'origine géographique des chefs de file, les monnaies de dénomination des emprunts, l'origine géographique des emprunteurs et les instruments utilisés sont autant de variables caractérisant le marché des euro-obligations.

Pour autant, les bases de données exhaustives ne permettent pas d'associer une part de marché des chefs de file avec toutes les autres variables. En effet la base de données SDC Platinum à laquelle nous avons eu recours dresse des classements annuels des chefs de file uniquement en fonction de leur volume d'émissions respectif. Elle ne permet pas de relier leurs parts de marché à d'autres variables. Partant de ce constat, nous avons cherché à identifier l'origine géographique de chaque chef de file en nous intéressant à la nationalité de son capital majoritaire. La part de marché par origine géographique des chefs de file est ainsi mise en évidence sur la période étudiée.

Une seule variable exploitable a donc pu être déduite de ces bases. Son examen préalable nous a permis de l'identifier comme un facteur majeur de spécialisation des acteurs du marché. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé d'appliquer une méthodologie d'analyse quantitative à la relation entre la part de marché des chefs de file et leur origine géographique.

Ces variables nous permettent-elles de construire une typologie temporelle de manière à pouvoir répondre à la question de la spécialisation éventuelle du marché ? En d'autres termes, nous cherchons à construire une taxinomie par années de l'origine géographique des chefs de file. Nous cherchons à établir cette dernière en nous intéressant successivement à la méthodologie nécessaire, en procédant à une analyse des données et en commentant nos résultats.

## 2.4.1 Méthodologie

Comme l'indiquent, Evrard et alii, « le problème à résoudre peut [...] être défini de la façon suivante : étant donné un ensemble d'objets (ou individus) décrits par un certain nombre de caractéristiques (ou variables), constituer des groupes (ou types) d'objets tels que les objets soient les plus similaires possibles au sein d'un groupe et que les groupes soient aussi dissemblables que possible... »<sup>200</sup>. Ce qui sous-entend, qu'il existe une hétérogénéité des données c'est dire que leur représentation sous la forme d'un nuage de points conduit des représentations de plus forte densité et non à une représentation uniforme. Les variables étudiées peuvent donc conduire à un classement donc à des représentations de zones de nuages de points plus denses sans pour autant être uniformes, ce qui ne permettrait pas de construire une typologie. Dans le cadre de notre étude, Les individus sont représentés par les années et les variables sont constituées par la part de marché par origine géographique des chefs de file.

Quelle méthode choisir pour mettre en évidence une typologie par années, c'est-à-dire pour distinguer des types d'années, et donc mettre en évidence des phases du point de vue de la part de marché par origine géographique des chefs de file ? Répondre à cette question nous conduit à nous interroger successivement sur le choix de la mesure de proximité entre les objets, sur le mode de constitution des groupes à adopter, sur la description que nous pouvons faire des groupes et enfin sur la fiabilité de nos résultats statistiques.

La notion de proximité peut être envisagée selon deux catégories : la distance et la similarité.

La distance entre deux points X et Y appelé  $d(X,Y)$ , appartenant à un même ensemble, respecte trois axiomes :

- un axiome de signe, c'est-à-dire que si  $d(X,Y) \geq 0$  et  $d(X,Y)=0$  cela implique que  $X=Y$
- un axiome de symétrie,  $d(X,Y)=d(Y,X)$
- un axiome d'inégalité de triangle avec Z appartenant au même ensemble que (X,Y), soit  $d(X,Y) \leq d(X,Z)+d(Z,Y)$

---

<sup>200</sup> EVRARD Y., PRAS B., ROUX E., 2003, *MARKET : Etudes et recherches en marketing*, Paris, 3<sup>ème</sup> éd., Dunod, p.420.

La plus couramment utilisée en analyse de données est la formule de la distance euclidienne dans un espace à  $p$  dimensions et qui respecte les trois axiomes précédents. Ainsi, si  $X$  et  $Y$  sont identifiés par leur vecteur respectif dont les coordonnées s'expriment par :

$$V_X = (A_{X1} \dots A_{Xk} \dots A_{Xp})$$

$$V_Y = (A_{Y1} \dots A_{Yk} \dots A_{Yp})$$

La formule de la distance Euclidienne peut alors s'écrire comme suit :

$$D_{XY}^2 = \sum_{k=1}^p (A_{Xk} - A_{Yk})^2$$

Elle nous indique que les distances les plus courtes signifient une plus grande proximité entre les observations tandis que celles qui sont plus élevées témoignent d'une dissemblance entre les données.

L'autre mesure possible de la proximité est celle de la similarité mais nous n'y avons pas fait appel car nos observations de part de marché par origine géographique s'inscrivent dans un plan euclidien à deux dimensions et par conséquent rendent pertinente l'utilisation de la distance en tant que mesure de la proximité.

Les outils statistiques destinés à dresser des typologies, c'est-à-dire à former des groupes, sont nombreux. On distingue deux méthodes de classification appartenant à deux catégories principales : les méthodes hiérarchiques et les méthodes non hiérarchiques.

Les méthodes hiérarchiques concourent à l'élaboration d'un arbre de classification ou dendrogramme, de  $n$  individus à un groupe en les regroupant successivement. Elles obéissent à deux principes : la mise en évidence d'une hiérarchie de partie et des processus de construction. Si  $G$  représente un ensemble de  $n$  individus, une hiérarchie de parties de  $G$  qui en sont des sous-ensembles doit respecter une des deux conditions suivantes :

- les sous-ensembles sont disjoints car ils n'ont aucun individu en commun
- les sous-ensembles sont inclus l'un dans l'autre.

Au regard de la typologie que nous souhaitons mettre en œuvre, il s'est agi de distinguer des groupes d'années, et ces groupes sont disjoints car une année ne peut appartenir à un sous-ensemble et à un autre du point de vue de la variable part de marché par origine géographique des chefs de file. Nous vérifions donc bien la première condition.

Les processus de construction que nous pouvons appliquer à ces groupes sont de deux ordres exclusifs l'un de l'autre. Le premier est celui d'une division descendante ou monothétique privilégiant une classification partant du groupe pour aller aux individus. Une seule variable est alors prise compte par division. Le second dit ascendant ou polythétique consiste à mener des regroupements à partir des  $n$  individus en intégrant plusieurs variables simultanément.

La méthode de regroupement qui nous est apparue la plus pertinente pour notre recherche est celle qui s'attache à dresser une typologie en recouvrant plusieurs variables. En effet, nous cherchons à mettre en évidence des phases de spécialisation des chefs de file selon leurs parts de marché par origine géographique. Nous nous intéressons donc à plusieurs variables dans le même temps.

#### 2.4.2 Traitement des données

Nous utilisons un logiciel de traitement des données Excelstat en considérant que les individus sont les années et les variables les parts de marché par origine géographique des chefs de file. Nous avons tout d'abord intégré l'intégralité des individus (années) pour nous rendre compte que certaines années présentaient des particularités qui pouvaient rendre plus difficile la mise en place des regroupements. Il s'agit des années 1963, 1964 et 1965. Comme le marché des euro-obligations a été créé en juillet 1963, les données ne reflètent que cinq mois d'activité. SDC Platinum ne nous donne pas d'informations pour l'année 1965. L'année 1964 se trouve entre ces deux années et son maintien dans notre analyse aurait conduit à sortir de son contexte temporel l'évolution des parts de marchés par rapport aux années précédentes. Nous avons donc choisi d'écarter de notre étude statistique ces 3 années.

Puis nous testons plusieurs nombres de regroupements, 8, 7, 6, 5 et 4. La validité de la classification est évaluée en déterminant pour chacun le ratio de la variance intergroupe sur la variance totale. Ce ratio indique la quantité d'information apportée par le regroupement. Plus les regroupements sont nombreux et plus ce ratio est élevé. Le tableau suivant résume ces résultats.

Nombre de groupes	Variance intergroupe	Variance Totale	Variance intergroupe
			Variance totale
4	0,02558	0,04205	0,60827
5	0,02634	0,04205	0,62654
6	0,03064	0,04205	0,72877
7	0,03169	0,04205	0,75371
8	0,03262	0,04205	0,77577

**Tableau 2. 8: Ratio de la variance intergroupe sur la variance totale en fonction du nombre de regroupements**

Sources : Calculs personnels à partir des données de SDC Platinum

Plus le nombre de regroupements est important, plus le ratio s'accroît passant de 0,60827 à 0,77577. Est-ce à dire qu'il est nécessaire de choisir la classification dont le nombre de regroupements est le plus élevé ? Il convient cependant comme le soulignent Hair et alii<sup>201</sup> de « décider au sein des décisions alternatives en utilisant des critères *a priori*, un jugement pratique, du bon sens ou des fondements théoriques ».

Nous avons dégagé trois phases de développement historique du marché des euro-obligations dans le précédent chapitre : la phase 1 de 1963 à 1968 de création et d'organisation, la phase 2 de 1969 à 1983 d'adaptation et la phase 3 de 1984 à 2008 de maturité. L'identification de ces phases passe par une étude intégrant un certain nombre de variables comme les modifications majeures de l'environnement économique et financier du marché et des changements profonds induits par ses acteurs directs. Elle repose donc sur des critères plus larges que ceux que nous avons mis en avant pour dresser une typologie des chefs de file par origine géographique en part de marché.

---

<sup>201</sup> HAIR J.E. , ANDERSON R.E. , THATAM R.L. , BLACK W. C. ,1998, *Multivariate Data Analysis*, 5 ed, Prentice Hall, p.499.

### 2.4.3 Résultats et commentaires : des regroupements identifiés

Nous avons choisi de mettre en relation les regroupements d'années obtenus sur la base de ce dernier critère avec les différentes phases de développement historique du marché, partant de l'idée que les parts de marché par origine géographique des chefs de file sont à rapprocher de ces phases de développement. Le tableau ci-dessous résume nos résultats pour les 5 regroupements testés.

	4 groupes	5 groupes	6 groupes	7 groupes	8 groupes
Regroupement 1	De 1966 à 1979	De 1966 à 1978	1966, 1968, de 1971 à 1974	1966,1968, de 1971 à 1973	1966,1967, 1970 et 1974
Regroupement 2	1970 et de 1997 à 2008	De 1979 à 1985	1967,1970, 2005 à 2008	1967, 1970 et 1974	1968,1969 et de 1971 à1978
Regroupement 3	De 1980 à 1985, 1993 et 1994	De 1986 à 1991	1969, de 1975 à 1979	1969, de 1975 à 1979	De 1979 à 1985
Regroupement 4	De 1986 à 1992, 1995 et 1996	De 1992 à 1998	De 1980 à 1985, 1993 et 1994	De 1980 à 1986	De 1986 à 1991
Regroupement 5		De 1999 à 2008	1986, de 1996 à 2004	De 1987 à 1992	De 1992 à 1997
Regroupement 6			De 1987 à 1992, 1995	De 1993 à 1996	De 1998 à 2002
Regroupement 7				De 1997 à 2008	De 2003 à 2005
Regroupement 8					De 2006 à 2008

**Tableau 2. 9 : regroupements obtenus en fonction du nombre de groupe**

Sources : Calculs personnels à partir des données de SDC Platinum

Au regard de ces résultats, nous pouvons dresser plusieurs constats. Tout d'abord, selon le nombre de regroupements envisagé, la typologie par années est différente. Un deuxième constat est que, quel que soit le nombre de regroupements, aucune typologie n'est celle des différentes phases de développement du marché euro-obligataire analysées dans le premier

chapitre. Le troisième constat que nous pouvons mettre en avant est que la classification en cinq groupes permet d'obtenir une chronologie successive des années de 1966 à 2008.

Cette dernière met en évidence une typologie chronologique que nous pouvons croiser avec les différentes phases de développement du marché et interpréter. Nous avons retenu la classification en cinq groupes dans la mesure où elle est cohérente avec une hypothèse d'évolution du marché et apporte de nouveaux éléments à cette dernière. Certes, elle intègre plus de phases que les trois phases dégagées de la perspective historique mais elle a le mérite de confirmer une chronologie et donc d'être interprétable dans la même logique que notre première analyse.

Il apparaît que les chefs de file ont suivi une spécialisation géographique en 5 phases que nous avons regroupées à l'aide d'une classification hiérarchique ascendante. Du point de vue de la part de marché par origine géographique des chefs de file, l'évolution temporelle suit donc cinq catégories : 1966-1978, 1979-1985, 1986-1991, 1992-1998 et 1999-2008.

Chacune de ces catégories regroupe une typologie des parts de marché par origine géographique des chefs de file. Nous caractérisons chacune d'entre-elles dans le tableau suivant.

	1966-1978	1979-1985	1986-1991	1992-1998	1999-2008
Etats-Unis	17,86%	25,38%	22,72%	19,39%	21,72%
France	4,74%	8,40%	6,04%	6,23%	9,76%
G.B	16,90%	7,54%	4,71%	9,47%	16,73%
Japon	1,66%	6,83%	26,69%	11,33%	2,18%
Allemagne (RFA jusqu'en 1989)	36,03%	17,41%	11,36%	8,74%	10,56%
Suisse	14,72%	24,82%	12,73%	12,79%	6,70%
Total	91,91%	90,37%	84,25%	67,95%	67,65%
Nombre de pays restants	12	14	21	33	60
Part de marché restante	8,09%	9,63%	15,75%	32,05%	32,35%

**Tableau 2. 10 : Typologie des parts de marché par origine géographique des chefs de file en pourcentage du volume d'émissions et en moyenne par catégorie d'années**

Sources : Calculs personnels d'après SDC Platinum

Ce tableau appelle plusieurs remarques. Tout d'abord l'activité d'émission est dominée par des chefs de file de six pays industrialisés : Les États-Unis, la France, la Grande Bretagne, le Japon, l'Allemagne et la Suisse. Cependant cette domination s'atténue au cours du temps puisque, si ces six pays représentaient plus de 90% de l'activité de 1966 à 1978, ils ne représentent plus que 67,65% dans la période 1999-2008. En effet, des chefs de file d'autres pays sont progressivement entrés sur le marché euro-obligataire. De fait, 12 pays se partagent 8,09% des parts de marché sur la période 1966-1978, ils sont 60 à réaliser 32,35% de l'activité sur la période 1999-2008. Cependant, si l'on s'intéresse à l'évolution des deux dernières périodes, on remarque que leur part de marché ne progresse pas et que dans le même temps le nombre de pays a presque doublé.

Cette observation confirme une hypothèse de l'analyse historique qui est celle d'une spécialisation opérée par les chefs de file. Cette spécialisation porte essentiellement sur les monnaies et la fiscalité des pays de chefs de file.



Au cours de son évolution de 1966 à 2008, une spécialisation géographique s'est instaurée suivant les différentes catégories temporelles précédentes. Son corollaire a été une déconcentration du marché car les chefs de file se sont focalisés sur certaines zones géographiques en laissant donc probablement la possibilité à d'autres banques d'intervenir sur le marché.

## Conclusion du chapitre 2

Le marché euro-obligataire s'est doté d'outils structurant son activité et organisant les relations entre les acteurs. Le premier outil, les procédures, a pour fonction de permettre l'émission de titres en satisfaisant les investisseurs et les chefs de file et en formalisant les différentes étapes qui conduisent à l'accès au marché primaire. Le deuxième pose les liens contractuels destinés à dresser les obligations de chaque partie au contrat et s'articule autour d'un acteur particulier : le chef de file. Le troisième outil relève de la gouvernance propre au marché c'est-à-dire son association professionnelle qui au cours de son développement s'est érigée en tant qu'institution délivrant des standards et dotée de pouvoirs de sanctions vis-à-vis de ses membres. Enfin, le dernier outil structurant l'activité est propre à une spécialisation géographique des chefs de file sur le marché. L'étude de ces quatre outils nous a conduite à des résultats caractérisant la structure du marché entretenue par les relations du chef de file avec les autres intervenants et un mode d'organisation hiérarchisé.

Les procédures d'émission coexistent entre elles et s'organisent autour du rang hiérarchique du chef de file. Elles vont du placement privé au placement public. Ce dernier s'est enrichi de nouvelles techniques destinées non seulement à faciliter le placement des titres en le rendant plus rapide mais aussi à simplifier les démarches préalables au lancement des émissions. Ces critères d'appréciation de l'opération sont particulièrement adaptés à des émetteurs fréquents et aux investisseurs institutionnels. La persistance de la procédure traditionnelle de placement public perdure pour des émetteurs qui font appel au marché moins fréquemment.

Les contrats structurent les relations entre les intervenants et le chef de file. En effet, ce dernier construit sa relation contractuelle avec l'émetteur dans un contrat d'*underwriting* pour ensuite formaliser les liens entre les banques participant directement au placement à travers un *agreement among underwriters*, pour enfin s'attacher les services de vendeurs par l'intermédiaire du *selling agreement*. La structure du syndicat bancaire (chef de file, *underwriters* et *sellers*) conduit à un mode de rémunération qui est fonction des responsabilités assumées par les banques dans la procédure d'émission.

Depuis 1968, l'organisation professionnelle à laquelle appartiennent les banques actives sur le marché euro-obligataire s'est considérablement modifiée. Tout d'abord dans son objet puisqu'à l'origine une même institution, l'A.I.B.D, s'intéresse à la fois à l'organisation du marché primaire et du marché secondaire. Le marché primaire s'autonomise ensuite dans l'expression de son association professionnelle à travers l'I.P.M.A. Enfin l'A.I.B.D. devenue I.S.M.A. en 1991 fusionne avec l'I.P.M.A. en 2005 pour devenir l'I.C.M.A., organisation ouverte non seulement aux banques participant aux marchés primaires et secondaires mais également aux investisseurs institutionnels, aux emprunteurs et à d'autres catégories sous-jacentes à l'activité du marché comme par exemple les avocats spécialisés. Le développement a donc suivi une logique de différenciation de marché entre les compartiments primaire et secondaire, puis une logique de concentration des deux entités dans une structure ouverte à tous les intervenants. Ensuite, une modification majeure a été le renforcement du pouvoir hiérarchique de l'organisation vis-à-vis de ses membres. Dépourvue de pouvoir de sanction à sa création, elle a désormais à sa disposition les moyens de prendre des mesures disciplinaires allant jusqu'à l'exclusion des contrevenants. Une troisième évolution notable a été sa capacité à instaurer des standards visant à consolider des pratiques à travers des recommandations et des notes pratiques. Enfin, elle développe un rôle de lobby auprès des pouvoirs publics, en s'affichant comme représentant des intérêts des acteurs du marché.

Enfin, la méthode des classifications hiérarchiques ascendantes nous montre que les chefs de file ont suivi une stratégie de spécialisation géographique. La typologie dégagée obéit à une structuration temporelle chronologique en cinq périodes (1966-1978, 1979-1985, 1986-1991, 1992-1998 et 1999-2008). Cette classification ne recouvre pas complètement les phases étudiées dans notre premier chapitre consacré au développement du marché euro-obligataire. Elle témoigne en revanche d'une spécialisation géographique des chefs de file qui s'accompagne d'une déconcentration de l'activité. Six pays se partagent en moyenne plus de

90% de l'activité sur la période 1966-1978 et moins de 68% sur la période 1999-2008. Dans le même temps, des chefs de file d'autres pays entrent sur le marché et sont à l'origine en moyenne de plus de 32% de l'activité de 1999 à 2008.

Dans ce chapitre, nous avons donc mis en évidence que le marché euro-obligataire est caractérisé par une normalisation de pratiques formalisées par son association professionnelle. Cette normalisation est marquée par l'ascendant de l'association professionnelle et du chef de file sur l'organisation qui renforcent leur autorité et leur légitimité par leurs propres pratiques. Elle s'accompagne également d'une spécialisation géographique des chefs de file.

## Conclusion de la partie 1

Le marché euro-obligataire a fait l'objet d'une étude de 1963 à 2008, fondée sur une approche par les événements et par les pratiques dans une optique de longue durée. L'analyse de ce marché dans son histoire événementielle montre qu'il s'est développé dans le cadre de trois phases : une phase de création et d'organisation de 1963 à 1968 ; une phase d'adaptation à la volatilité des taux de change et des taux d'intérêts de 1969 à 1983 ; une phase de maturité caractérisée par un rôle accru des intermédiaires financiers de 1984 à 2008. La première phase témoigne des conditions de sa création liées à la convertibilité des monnaies et à l'existence d'un marché à court terme des eurodevises. Son développement est impulsé par les effets de mesures réglementaires aux États-Unis et en Europe de l'ouest. La deuxième phase mise en évidence est caractérisée par une innovation financière particulièrement riche dont l'objet est de limiter l'incertitude de l'évolution des taux de change et des taux d'intérêts. Dans la troisième phase de développement du marché, les innovations financières se poursuivent. Elles ont pour origine l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêts, des taux de change et des bourses et le mouvement de déréglementation des marchés financiers. Elles portent sur les produits et l'organisation du marché. La politique de prix et de produits menée par les deux centrales de compensation du marché ainsi qu'un rapprochement électronique entre-elles permettent d'assurer la liquidité du marché secondaire sans laquelle le marché primaire ne pourrait poursuivre sa croissance. L'activité des centrales de compensation s'accroît car elles élargissent leur domaine d'action à d'autres marchés. Dans le même temps, elles renforcent leur interopérabilité. L'analyse des trois phases de développement du marché euro-obligataire montre que l'origine géographique des emprunteurs reste concentrée au sein de la zone O.C.D.E. et se diversifie. De manière concomitante, la part de marché des vingt premiers chefs de file témoigne d'une déconcentration progressive. La nature des emprunteurs se finançant sur le marché a été considérablement modifiée. Dans la première phase, le secteur public était à l'origine de plus de 45% des émissions, et ne représente plus dans la dernière période que 5% des émissions. Dans le même temps, la part du secteur privé passe de 54% à plus de 90%, dont la majeure partie est initiée par des institutions financières. Notre étude historique par les événements nous montre comment une structure reposant sur les

transactions se consolide en s'appuyant sur les capacités d'innovation et d'organisation des intermédiaires financiers.

L'analyse par une histoire de longue durée met en évidence que les pratiques s'organisent sous l'égide de l'association professionnelle de référence et manifestent la domination hiérarchique des chefs de file. A côté de procédures d'émission classiques, de nouvelles techniques simplifiées et plus rapides sont lancées. Ces techniques privilégient les émetteurs fréquents et les investisseurs institutionnels. Les contrats formalisent les relations entre les émetteurs et le chef de file d'une part, entre ce dernier et les membres du syndicat d'autre part. Le développement de l'association professionnelle suit dans un premier temps une démarche de différenciation de son domaine d'expertise quand elle s'autonomise du marché secondaire en fondant l'I.P.M.A. Puis elle suit une logique de concentration dès lors que les deux associations traitant respectivement du marché primaire et du marché secondaire fusionnent dans un ensemble plus vaste, l'I.C.M.A, qui s'ouvre aux emprunteurs et à d'autres catégories sous-tendant l'activité comme les cabinets d'avocats spécialisés. Son développement est également marqué par le renforcement de son pouvoir de sanction à l'égard de ses membres, et sa capacité à édicter des standards applicables à tous à travers des recommandations et des notes pratiques. Enfin, l'I.C.M.A. assure une fonction de lobby auprès des pouvoirs publics pour défendre les intérêts de la profession. Une classification hiérarchique ascendante est appliquée à l'ensemble des chefs de file recensés par la base SDC Platinum. Elle met en évidence que les chefs de files se sont spécialisés géographiquement et que dans le même temps, ils font face à une déconcentration de leur activité.

L'étude historique du marché des euro-obligations, dans un cadre événementiel et dans une optique de longue durée, nous montre que cette entité est marquée par l'ascendance prise par une catégorie d'acteurs : les intermédiaires financiers. La domination mise en évidence suscite des interrogations quant à la nature des relations entretenues dans ce marché. La deuxième partie a pour objet d'en examiner la teneur et d'en mesurer les conséquences.

## Seconde partie

Une évolution portant les marques d'une  
organisation bureaucratique



Dans cette deuxième partie, nous nous proposons d'étudier comment l'évolution du marché des euro-obligations peut être comprise et interprétée à la lumière de la théorie des organisations. Ce corpus théorique a en effet le mérite d'interroger la notion de transaction. De surcroît, il fournit un ensemble de grilles d'analyse pour la manière et le contexte dans lequel la transaction s'effectue. Or comme nous l'avons montré dans la partie précédente, le titre euro-obligataire est indissociable de l'organisation qui le sous-tend : il existe, se développe, et se contrôle à travers elle.

Dans l'introduction de l'un de ses ouvrages<sup>202</sup>, Williamson souligne que, si la science administrative est normative et s'intéresse aux structures hiérarchiques, à l'incitation et au contrôle interne, aux processus d'informations et de communication, une analyse positiviste étudie les conséquences bureaucratiques et les effets non prévisibles des structures hiérarchiques, les demandes de contrôle, la disparité d'information. Une synthèse entre ces deux approches conduit à penser tous les modes de contrats (marchés, hiérarchies ou les modes hybrides) comme autant de structures de gouvernance qui organisent des transactions identiques.

Les questions que l'on peut adresser à cette forme économique et sociale particulière peuvent être résumées selon trois axes de réflexion. Tout d'abord, il est nécessaire de se demander quels sont les motifs de l'assimilation d'un marché à une organisation. L'origine organisationnelle du marché des euro-obligations doit donc être interrogée. En second lieu, les formes prises par cette organisation au cours de son développement seront mises en évidence et analysées. Enfin le dernier et troisième axe s'interroge sur les conséquences de la forme prise par l'organisation sur son mode de fonctionnement. Analysons successivement chacun de ces axes.

---

<sup>202</sup> WILLIAMSON O.E, 1990, *Organization Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.5-6.





## Chapitre 3 - Pourquoi peut-on considérer le marché des euro-obligations comme une organisation comme une autre ?

Pour naïve qu'elle puisse paraître, la justification de la nature organisationnelle du marché euro-obligataire reste centrale dans notre analyse. En effet, nous ne pourrions pas nous permettre d'appliquer dans cette troisième partie le cadre d'analyse des théories des organisations à un objet qui n'en relèverait pas.

Appréhender un marché financier en tant qu'organisation ou comme mode d'organisation spécifique nécessite que nous nous demandions ce qui rend possible cette analyse. En d'autres termes, nous devons nous interroger sur la légitimité de la grille d'analyse organisationnelle pour réaliser l'étude d'un marché. Il faut donc se demander ce qui est constitutif d'une organisation pour pouvoir démontrer qu'un marché financier comme le marché euro-obligataire est une organisation comme une autre.

Le champ des théories des organisations est large et les questions traitées sont variées au point que se pose la question de l'identification des théories susceptibles de légitimer l'étude d'un marché financier en tant qu'organisation. On peut reconnaître, parmi les auteurs en théorie des organisations, ceux qui traitent spécifiquement des conséquences de l'existence des organisations sur la société et ceux qui s'interrogent sur les avantages et les inconvénients retirés par les membres de l'organisation. Il semble souvent que ces deux axes d'analyse soient utilisés pour expliquer, justifier ou comprendre la genèse organisationnelle. A ce stade de notre démarche, nous nous intéresserons spécifiquement à des auteurs qui examinent cette genèse, et donc sur la nature des organisations. Leur contribution doit permettre de dégager *ce qui fait* l'organisation en tant que objet social, politique, ou de gestion.

La diversité des approches de l'objet « organisation » explique et justifie la diversité des sources théoriques. Cette diversité se mesure à l'aune des époques et des champs disciplinaires. Nous étudierons quatre auteurs pour qui la nature d'une organisation est centrale dans leur analyse. Ainsi Barnard propose que les organisations existent pour pallier les déficiences cognitives des individus, et il étudie de quelle manière elles y apportent des

solutions. Simon envisage l'organisation comme un moyen d'atteindre des buts dans un univers incertain et complexe compte tenu de la rationalité limitée des individus. Pour Blau et Scott, l'organisation est le cadre imposé d'une activité qui les conduit à proposer une typologie des organisations formelles. Enfin pour Jensen et Meckling, les organisations sont des fictions légales dans lesquelles se nouent des relations contractuelles complexes. Tous ces auteurs ont donc en commun de placer l'interrogation sur la nature de l'organisation au point de départ de leur analyse. Peu importe à ce point de notre recherche que les conclusions auxquelles ils aboutissent soient divergentes.

Nous avons volontairement écarté à ce stade de notre cadre d'analyse d'autres auteurs aussi importants que les précédents mais qui ont adopté une approche différente de l'étude des organisations. En effet, Weber, Coase et Williamson envisagent les organisations sous l'angle de leur forme et non sous celui de ce qui fait qu'une organisation se constitue. Weber aborde cette question sous l'angle de la bureaucratie qui trouve sa source dans la légitimité de l'autorité rationnelle-légale. De ce fait, il répond plus spécifiquement à la question de savoir comment un individu peut choisir d'entrer dans une organisation. Coase adopte une conception particulière des organisations, à savoir la firme. Le phénomène organisationnel préexiste à sa question de recherche, et par conséquent il ne juge pas utile de l'interroger en tant que tel. Enfin, Williamson produit une étude des coûts de transactions en trois temps. Il définit la notion de transaction, puis, il lui adjoint le concept de coûts, et enfin il analyse les variables qui affectent ces coûts dans une description approfondie de l'univers des contrats. Ces auteurs sont emblématiques de l'étude des formes organisationnelles. L'objet de leurs propos n'est pas de savoir si et pourquoi une entité s'analyse comme organisation. Ils considèrent ce point comme acquis, même si leurs recherches dévoilent à l'occasion des présupposés forts sur ce qui fonde une organisation. Nous ferons par conséquent le choix de limiter notre étude aux auteurs qui peuvent répondre à notre question initiale : un marché peut-il être envisagé comme une organisation ?

Les réponses varient d'un auteur à l'autre car elles reposent sur des approches théoriques fondées sur des hypothèses différentes. De manière à rendre compte au plus près de cette diversité, il nous est donc apparu nécessaire de caractériser leur réponse à la lumière de trois interrogations. La première d'entre elles consiste à se demander comment est justifiée la présence des organisations, c'est-à-dire quelles sont les causes présidant à la constitution

d'une organisation. La deuxième question, liée à la précédente, est celle de l'analyse des modalités de fonctionnement qui spécifient les conditions nécessaires pour qu'une organisation se maintienne. Enfin, la troisième et dernière question est celle du mode de coordination présentée par chacun des auteurs. Nous passons donc au crible de ce questionnement les principaux auteurs de la nature des organisations et nous établirons, pour chacun, un tableau de synthèse récapitulant les réponses apportées. Nous pourrions ainsi dresser une typologie des réponses pour justifier de l'appréhension du marché euro-obligataire en tant qu'organisation et de son existence en tant que telle.

La question qui se posera à la suite de ce chapitre est celle de la forme organisationnelle prise par le marché euro-obligataire. Il s'agira aussi de considérer dans ses détails le mode de coordination adopté ce même marché.

### 3.1 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : l'impératif technologique de Barnard.

Les travaux de Barnard<sup>203</sup> justifient l'existence des organisations par un impératif technologique qui dépasse ce que peut réaliser un seul et même individu. Son livre fondateur, *Functions of the Executive*, est articulé autour des quatre parties suivantes : partie 1-l'action individuelle et coopérative, partie 2-définition, théorie et structure de l'organisation formelle, partie-3 les éléments critiques de l'organisation formelle et partie-4 les fonctions de direction. Ce qui intéresse cet auteur est l'adaptation des organisations aux circonstances changeantes et en particulier les ajustements nécessaires qu'elles opèrent en interne. Plusieurs lectures de l'apport de Barnard à la théorie des organisations sont possibles.

Levitt et March<sup>204</sup> mettent en avant la distinction qu'il opère entre les systèmes conflictuels et les systèmes coopératifs. Dans un système conflictuel, les acteurs n'évoluent pas

---

<sup>203</sup> BARNARD C.I., 1968, *The functions of executive*, 30th anniversary ed., Cambridge, Harvard.

<sup>204</sup> LEVITT B. et MARCH J.G., 1990, « Chester I. Barnard and the Intelligence of Learning », in WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.12.

nécessairement de manière cohérente car leurs objectifs peuvent ne pas être compatibles entre eux. Ils s'organisent dans le cadre d'échanges inspirés par une analyse stratégique des participants. En revanche dans un système coopératif, les individus sont guidés par une forme de rationalité pour pouvoir atteindre un objectif commun à tous. Pour Barnard, l'organisation permet de transformer un système conflictuel en un système coopératif, c'est-à-dire rationnel. Scott<sup>205</sup> considère que Barnard, bien avant Simon, a su montrer que les organisations développent des outils tels que notamment l'affichage de finalités, la mise en place des procédures de routine destinées à faciliter les prises de décision et pallient les déficiences cognitives des individus. Il démontre ainsi l'intérêt de l'action collective et coopérative opposée à celle des individus. Les fonctions traditionnelles du dirigeant comme celles du management, de la supervision et de l'administration apparaissent secondaires car sa fonction majeure réside dans la définition de finalités et de moyens de l'organisation. Les principales qualités du dirigeant résident alors pour l'auteur dans sa capacité à mettre en place des systèmes de communication efficaces, une expérience dans l'interprétation et la délégation des responsabilités.

Un autre apport mis en avant par Scott est la dualité du thème de la rationalité dans l'appréhension des organisations proposée par Barnard. Une organisation pour ce dernier est à la fois rationnelle et naturelle, c'est-à-dire sans rationalité. Apparemment contradictoire, cette approche repose sur la complexité des interdépendances entre l'organisation formelle et l'organisation informelle. Au sein d'une même organisation l'une est essentielle à l'existence de l'autre et l'interdépendance de leurs relations permet le développement de l'organisation dans son ensemble.

S'ajoute aussi le thème transversal des aspects symboliques des organisations qui concernent à la fois leurs leaders et la culture d'entreprise qui en découle. Selon Scott<sup>206</sup>, Barnard attribue au leadership une fonction à la fois cognitive et cathartique. D'un côté, le dirigeant influence les décisions de ses subordonnées en les guidant, en limitant les choix et les actions possibles. D'un autre côté, parce que l'action des individus est également régie par des aspects liés aux

---

<sup>205</sup> SCOTT W.R., 1990, « Symbols and Organisations: From Barnard to the Institutionalists », in WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.38-39.

<sup>206</sup> SCOTT W.R., 1987, *Organizations: Rational, Natural and Open Systems*, 2d ed., Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall, p.268

émotions, le dirigeant doit avoir recours à la persuasion pour instaurer la confiance dans la réalisation d'un but commun. En somme, le dirigeant est perçu comme un guide et non comme un déclencheur de motivation.

Barnard est également vu par Scott comme le concepteur de la notion de culture d'entreprise. En effet, le dirigeant doit concevoir et faire adhérer ses subordonnés à sa vision des finalités et du sens qu'il donne à l'organisation. Il fait naître ainsi des valeurs et des moyens de parvenir aux objectifs partagés par tous. Le leader est donc fondamental à l'élaboration de la culture d'entreprise. Cette dernière est appréhendée par Barnard comme étant un moyen de contrôle plus puissant que celui d'un système fondé sur la force ou la récompense matérielle.

Williamson<sup>207</sup> résume autour de quatre points fondamentaux l'apport de Barnard à l'émergence d'une théorie des organisations : une théorie de l'autorité, la relation d'emploi, l'organisation informelle et l'économie des incitations. En premier lieu, la notion d'autorité est pour cet auteur une solution à un problème complexe de coordination et d'adaptation. L'autorité ne s'impose pas selon une voie hiérarchique mais se construit dans le consentement des subordonnés. Le contrat d'autorité se réalise en fait autour d'un consensus. L'autorité a pour origine une obéissance consentie et non imposée. Si un individu accepte de travailler pour une organisation, c'est qu'il y voit un avantage au regard des inconvénients à ne pas la rejoindre. Cette conception évoque une forme de rationalité décrite plus tard par Simon.

La relation d'emploi définie par Barnard correspond à la nécessité de mettre en évidence une relation contractuelle de nature à la rendre adaptable aux différents changements en interne des organisations. L'auteur développe sa thèse centrale de la zone d'indifférence en s'intéressant aux règles fondamentales régissant la soumission des individus à une autorité dans une organisation. Il indique que les individus face à une situation de coopération sont régis par une zone d'indifférence dans laquelle tout ordre est acceptable et sans qu'il soit nécessaire de se poser la question de l'autorité. Stewart<sup>208</sup> analyse cette zone d'indifférence en tant que lien entre la manière de concevoir les relations au travail (selon le modèle ancien du XIXème siècle aux États-Unis, dont l'idéaltype est fondé sur le travailleur indépendant et libre de toute autorité) et la notion plus moderne d'employé pour une organisation (dont les

---

<sup>207</sup> WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.172-206.

<sup>208</sup> STEWART D.W., 1989, « Barnard as a Framework for Authority and Control », *Public Productivity Review*, Vol.12, N.4, p.413-422.

historiens marquent le commencement avec le début de l'industrialisation dans ce pays à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle).

Pour que l'organisation corresponde à l'idéaltype « américain », il a fallu que la perception des notions d'autorité et de contrôle évolue au sein du monde du travail. C'est-à-dire que soit mise en avant la coopération plutôt que la concurrence ou le conflit entre employés et directions. Taylor souligne cette révolution mentale sans pour autant trouver une raison expliquant les raisons pour lesquelles il n'existe pas de contestation de l'autorité dans les organisations. Selon Stewart, l'apport majeur de Barnard réside dans cette explication par la conceptualisation de la zone d'indifférence. Elle s'appuie sur des travaux d'historiens comme Galambos<sup>209</sup>, qui montre que la norme bureaucratique prévaut et ce même pendant la grande dépression. Ce nouveau mode d'organisation est rendu acceptable pour les salariés par son côté impersonnel dans la mesure où ce ne sont plus des grandes familles ou un individu seul qui dominent mais une organisation impersonnelle.

La zone d'indifférence est un facteur explicatif essentiel de ce passage entre pouvoir personnel et le contrôle plus impersonnel des organisations. Elle permet de comprendre les raisons pour lesquelles du point de vue de l'évolution historique, les individus se sont soumis sans difficulté à l'autorité d'une organisation. La question de l'existence d'une organisation trouve son fondement dans l'acceptation pour les individus d'une soumission à une autorité.

Si un ordre est perçu comme étant en dehors de la zone, c'est que l'individu dans un calcul de comparaison des inconvénients et des avantages, considère que les inconvénients de l'exécution de l'ordre dépassent largement les avantages procurés par l'adhésion à l'organisation. La réaction extrême peut être la démission de cet individu.

Un troisième point fondamental est celui de la coexistence d'organisations informelles au côté d'organisations formelles. La présence d'une organisation informelle contribue à l'existence durable de l'organisation formelle pour trois raisons. La première est que l'organisation informelle a pour fonction d'assurer la communication du type rumeurs et codes. La deuxième réside dans son rôle de stabilisation de l'autorité car pour que les membres d'une organisation trouvent un avantage à rester, c'est à dire à respecter l'autorité encore faut-il que soit préservé l'intérêt de s'y maintenir, et cette fonction incombe principalement à

---

<sup>209</sup> GALAMBOS L., 1975, *The Public Image of Big Business in America 1880-1940*, Baltimore, John Hopkins University Press.

l'organisation informelle. Ainsi l'organisation informelle assure la cohésion de l'organisation dans son ensemble. La troisième et dernière fonction inhérente à l'organisation informelle comprend le respect de l'intégrité personnel, du respect pour soi et de l'indépendance des choix. Elle vise à préserver l'individu des effets de dépersonnalisation engendrés par l'organisation formelle.

Le dernier point fondamental de l'approche de Barnard, aux yeux de Williamson, est l'économie de la motivation. En outre des éléments matériels de rétribution de la motivation, il considère que sont plus importants encore dans le développement d'une organisation des éléments immatériels comme les possibilités de distinction, le prestige, le pouvoir personnel.

Les raisons de l'existence, de ses modalités et le mode de coordination d'une organisation sont résumées dans le tableau suivant :

<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Quelles Modalités d'existence ?</b>	<b>Quelle coordination ?</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- pour transformer un système conflictuel en un système coopératif</li> <li>- pour pallier les déficiences cognitives des individus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-les organisations formelle et informelle sont interdépendantes</li> <li>-un dirigeant guide et déclenche la motivation</li> <li>- une économie des incitations maintient l'organisation</li> </ul>	<p>La structure de gouvernance est régie par une coopération adaptative</p>

**Tableau 3. 1 : Approche de l'organisation par Barnard**

Selon Barnard, la cause de la création d'une organisation proviendrait d'une volonté de transformer un système conflictuel en un système coopératif. Un marché est par excellence le lieu coopératif des échanges. Cette coopération se traduit sur le marché euro-obligataire par des procédures de syndication incluant des accords avec l'émetteur, entre les banques participantes et avec les vendeurs des titres. Ce qui fait le marché est la coopération des acteurs à travers la syndication. Un marché permet également de palier aux déficiences cognitives des individus dans la mesure où selon la théorie néo-classique, il est vecteur d'une transparence d'information matérialisée par le mécanisme de détermination des prix qui



résumant la connaissance qu'ont les individus de la valeur des produits échangés sur le marché.

Si l'on se réfère à Barnard, une organisation fonctionne en premier lieu quand il existe une interdépendance entre une organisation formelle et une organisation informelle. L'organisation formelle telle qu'elle apparaît sur le marché euro-obligataire est celle constituée par les émetteurs, leurs intermédiaires eurobanques et les agents à capacité de financement utilisant le marché. L'organisation informelle va essentiellement se manifester pendant la période de préplacement, c'est-à-dire sur le marché gris quand les eurobanques testent de la capacité du marché à absorber aux conditions prévues l'emprunt. Si jamais, des difficultés apparaissent, les conditions sont revues ou l'emprunt peut être différé dans le temps, marquant ainsi l'interdépendance entre l'organisation formelle et informelle. En deuxième lieu, une organisation peut fonctionner s'il existe un dirigeant à même d'impulser des incitations et c'est le cas du chef de file. Il construit des incitations vis à vis du marché non seulement en élaborant les conditions de l'emprunt mais aussi en choisissant les banques participantes susceptibles de garantir le succès du placement.

La structure de gouvernance est assurée par des modalités de syndication et une association professionnelle comme l'I.C.M.A. qui promeut des règles communes à tous. La coopération adaptative se manifeste non seulement à travers les règles de fonctionnements édictés par l'association professionnelle mais également à travers la réaction du marché face à un nouvel emprunt notamment par le mécanisme de prix.

Ainsi au regard des réponses apportées par Barnard, le marché euro-obligataire est bien une organisation comme une autre dont la cause, les modes de fonctionnement et le mode de coordination correspondent à ce qu'il avait envisagé.

### 3.2 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : les rationalités de Simon.

March et Simon<sup>210</sup> considèrent qu'une organisation existe et perdure tant que ses membres peuvent percevoir de sa part un intérêt plus élevé que celui qui est exigé par l'organisation existante ou l'absence d'organisation.

Pour Simon, avant 1957, l'étude des organisations ne disposait pas d'une langue commune et de cadres conceptuels appropriés pour décrire leur réalité dans leurs structures et leur fonctionnement. Il s'agit alors pour lui de construire un vocabulaire destiné à pallier ces déficiences. Sa méthode d'analyse se construit en établissant une description des phénomènes étudiés pour montrer les insuffisances rencontrées par le modèle néo-classique. Il critique en particulier les hypothèses du modèle traditionnel auxquelles il reproche un manque de réalisme. En effet, ce modèle considère que les individus connaissent tous les choix qui leurs sont offerts, qu'ils ont la capacité de déterminer avec certitude les conséquences de ces choix et qu'ils peuvent les comparer même si ils sont hétérogènes en termes de mesure d'utilité. Comme il le souligne dans son discours devant l'Académie Nobel en 1978<sup>211</sup>, le thème récurrent traversant toutes ses recherches s'organise autour de la construction d'une théorie de la décision « réaliste ». Lorsque l'on inventorie les choix possibles, les conséquences de ces derniers ne sont pas connues avec certitude (parce que la capacité de calcul des individus est limitée et que parce que l'univers est incertain), et l'individu n'est pas doté d'une fonction d'utilité en mesure de comparer des solutions hétérogènes.

Williamson<sup>212</sup> considère que Simon a contribué à la science administrative à travers cinq apports principaux que nous étudierons successivement : la notion de rationalité limitée, la micro-analyse, la relation d'emploi, la notion de hiérarchie et l'atteinte des objectifs. Nous

---

<sup>210</sup> MARCH J.G. et SIMON H.A., 1958, *Organizations*, New York, Wiley.

<sup>211</sup> SIMON H.A., 1978, « Rational Decision-making in Business Organizations », Nobel Memorial Lecture, 8 décembre.

<sup>212</sup> WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.207-256.

nous proposons d'analyser chacun de ces thèmes pour pouvoir répondre à notre questionnement.

Le thème de la rationalité limitée est l'apport central de Simon, et s'il faut attendre 1957 avant que la notion de rationalité limitée soit présentée de manière explicite, elle est pourtant sous-jacente à ses écrits antérieurs. Il la rattache au comportement des individus et la définit comme « une rationalité intentionnelle mais limitée »<sup>213</sup>. Dans son ouvrage de 1957, il précise que l'objectif est de simplifier la prise de décision tout en rendant compte de la complexité des choix que les individus doivent faire : « la capacité de l'esprit humain à formuler et résoudre des problèmes complexes est faible au regard de la taille des problèmes dont la solution est exigée dans le cadre d'un comportement objectivement rationnel dans le monde réel »<sup>214</sup>.

Les deux articles qui posent les fondations de ce concept particulièrement important pour cet auteur datent de 1955 et 1956. Dans son article de 1955<sup>215</sup>, il s'intéresse à l'organisme rationnel et aux procédures de décision mettant en évidence les limites psychologiques de la connaissance du décideur. Dans son article de 1956<sup>216</sup>, il étudie les interactions de l'organisme avec son environnement et montre que des mécanismes de comportement simples peuvent conduire à la survie de l'organisme.

Pour cerner la notion d'organisme rationnel, il part de la notion traditionnelle de rationalité de l'*homo oeconomicus*, capable de faire des choix rationnels qui reposent sur un système de préférences stables matérialisé par des courbes d'indifférence. L'individu rationnel est capable de déterminer par calcul le choix lui permettant d'atteindre le point le plus élevé de la carte d'indifférence. Simon considère dès 1955 que la notion de rationalité néo-classique mérite d'être considérablement revue notamment car il prend les hypothèses d'information parfaite et de capacité illimitée pour irréalistes. Il cherche alors à substituer à cette notion, un comportement rationnel en cohérence avec l'accès à l'information et les capacités de calcul

---

<sup>213</sup> SIMON H.A., 1957, *Administrative behaviour*, 2<sup>e</sup> ed., New York, Macmillan, p.XXIV

<sup>214</sup> SIMON H.A., 1957, *Models of Man*, New York: John Wiley & Sons.

<sup>215</sup> SIMON H.A., 1955, « A Behavioral Model of Rational Choice », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 69, n°1.

<sup>216</sup> SIMON H.A., 1956, « Rational choice and the structure of the environment », *Psychological Review*, 63, p.129-138.

dont sont dotés les organismes entre autres humain dans leur environnement. Il construit son étude en s'intéressant dans un premier temps aux caractéristiques fondamentales des choix rationnels pour montrer dans un second temps que les organismes procèdent à des simplifications destinées à leur permettre d'être capables d'effectuer des calculs rationnels.

Aux choix rationnels correspondent des hypothèses et des contraintes auxquelles les organismes doivent s'adapter. L'auteur cite les contraintes suivantes : l'ensemble des possibilités offertes au choix, les relations présidant aux récompenses en fonction des choix et l'ordre des préférences au sein des récompenses. Il précise que les modèles décrivant les comportements rationnels considèrent au moins six éléments. L'organisme est confronté à un ensemble des alternatives de choix (premier élément) et son sous-groupe d'alternatives perçues (deuxième élément) car il peut faire un choix dans ce sous-groupe plus limité. L'état futur des affaires (troisième élément) rentre également dans le cadre des choix rationnels ainsi que la fonction des récompenses (quatrième élément) décrivant la valeur ou l'utilité procurée à l'organisme par la conséquence de ses choix. L'information est appréhendée de deux manières différentes : une information dite incomplète qui associe un résultat à un choix donné (cinquième élément) et une information probabilisée (sixième élément) indiquant l'occurrence d'un résultat si une alternative de comportement est prise.

A partir de ces six éléments, Simon distingue trois catégories de procédures de choix rationnel tirées des modèles néo-classiques de la théorie des choix. Tout d'abord, la règle du maximin qui consiste à prévoir le maximum des pires des résultats possibles quelque soit l'alternative choisie. Une règle de probabilité stipule qu'il convient de maximiser la valeur espérée des résultats pour une distribution de probabilité supposée connue. Enfin la règle de certitude considère qu'il faut choisir le comportement dont le résultat procure la récompense la plus forte.

Les organismes se livrent à des simplifications essentielles car il apparaît difficile pour Simon qu'une entité ait une capacité de calcul propre à intégrer les hypothèses et les règles de calcul énoncées par la théorie néo-classique. Il n'y a pas de place pour des résultats inattendus. De plus, l'organisme doit pouvoir classer les résultats possibles et dans le cas où la règle de probabilité est appliquée, il doit aussi être en mesure d'associer probabilité et résultat.

Simon émet l'hypothèse empirique qu'un organisme est incapable de se livrer à tous les calculs précédents et cherche à rendre compte au plus près de la procédure mise en œuvre lors des choix rationnels. Il s'agit alors de procéder à trois types de simplifications inspirées de

choix empiriques : une fonction simplifiée des récompenses, la collecte d'information et l'ordre partiel des récompenses.

La simplification portée à la fonction des récompenses consiste à lui faire prendre uniquement deux ou trois valeurs possibles pour tout les résultats possibles, respectivement (1,0) ou (1,0,-1). Ces valeurs sont alors analysées comme des indicateurs de satisfaction ou de non-satisfaction pour (1,0) ou des indicateurs explicitant les termes gagner, toucher ou perdre pour (1,0,-1). Cependant, l'unicité ou l'existence de la solution de comportement (qui engendre le résultat souhaité) n'est pas toujours possible. La deuxième simplification revient à cerner graduellement les sous-groupes de comportement entraînant un résultat favorable. Pour la troisième simplification, l'introduction d'un vecteur des fonctions de récompense permet de les classer par ordre de préférence.

Simon analyse la rationalité limitée comme un concept sur lequel on peut fonder une théorie du comportement des individus faisant des choix dans une organisation. Il remplace la notion d'homme économique ou d'homme administratif par la notion d'organisme doté d'une connaissance et de capacités limitées. « Les simplifications de l'organisme par rapport aux situations du monde réel introduisent des divergences entre le modèle simplifié et la réalité ; et ces divergences servent à leur tour à expliquer de nombreux phénomènes du comportement organisationnel »<sup>217</sup>.

Il approfondit cette notion en étudiant les interactions entre un organisme et son environnement de manière en montrer la manière dont elles ont un impact avec les procédures de décision. La définition du terme environnement n'est pas facile car elle va varier selon la perception de l'organisme, ses besoins et ses objectifs.

Il commence son analyse en présentant un modèle d'organisme simple dont le seul besoin est la nourriture et dont la capacité est limitée à l'activité de recherche de nourriture, de repos et d'exploration. Ses déplacements se font le long d'une surface nue dont les caractéristiques sont constantes et sur laquelle est disposée de manière aléatoire de la nourriture. Sa vision lui permet de voir les aliments le long de cette surface et il peut se mouvoir à une vitesse maximum pour les atteindre. Son métabolisme le conduit à pratiquer le stockage d'aliments et il a donc besoin de se nourrir régulièrement. Le comportement rationnel de l'organisme se résume pour l'auteur à trois stades successifs : l'exploration de son environnement pour se

---

<sup>217</sup> SIMON H.A., 1955, *ibidem*, p.114.

nourrir, l'atteinte de l'objectif et sa consommation. Quand l'énergie dépensée dans les deux précédentes tâches le lui permet, il consacre le temps restant à du repos.

Pour Simon, la simplicité du modèle utilisée réside dans l'unicité de l'objectif qui évite d'avoir recours à des fonctions d'utilité ou à des courbes d'indifférence c'est dire qu'il évite de choisir des alternatives. Il ne nécessite pas d'avoir recours à des procédures de maximisation puisque il n'a qu'un seul niveau fixe d'aspirations quels que soient les réussites et les échecs rencontrés. Sa capacité d'appréhension de son environnement et la nature de ce dernier limitent son horizon de planification et le conduisent à suivre le meilleur chemin pour atteindre son but déposé aléatoirement sur le chemin.

Puis il envisage un organisme plus complexe qui fait face à des objectifs multiples et le temps imparti à l'atteinte d'un objectif réduira celui qui est imparti pour mener à l'objectif suivant. Si l'objectif additionnel comme par exemple l'eau fait l'objet d'une fonction de distribution aléatoire et indépendante, Simon considère que les deux objectifs ne rentreront pas en conflit. Il suffit alors à l'organisme de choisir en premier l'objectif qui maximisera sa probabilité de survie. Il est donc inutile de faire appel à des fonctions d'utilité ou à des taux marginaux de substitution.

L'auteur conclut que sa recherche l'amène à considérer qu'il existe une approche de la rationalité liée aux théories psychologiques de la perception et de la cognition et que cette dernière est bien plus en accord avec la réalité des laboratoires et des champs étudiés. Comme le souligne Schwartz, Simon affirme « qu'il est impossible d'améliorer le processus de décision économique sans une meilleure compréhension du comportement humain »<sup>218</sup>. Ainsi, Simon<sup>219</sup> reconnaît en 1982 que les individus dotés de rationalité limitée intègrent des données de l'affect et des émotions dans leur calcul. Les procédures utilisées visant à satisfaire l'individu rentrent dans le cadre d'une heuristique, c'est à dire de l'adoption de principes permettant de simplifier le problème auquel il doit faire face. Les années quatre-vingt dix marqueront l'approfondissent pour l'auteur de cette méthode, lorsqu'il l'appliquera aux concepts d'intelligence artificielle.

---

<sup>218</sup> SCHWARTZ H.,2002, « Herbert Simon and behavioral economics », *Journal of Socio-Economics*, Vol. 31, p.185.

<sup>219</sup> SIMON H.A., 1982, *Models of bounded rationality: Behavioral economics and business organization (Vol. 1 et 2)*, The MIT Press.

Cette notion centrale permet à cet auteur de justifier l'existence d'une organisation : « c'est seulement parce que les êtres humains sont limités dans leur connaissance, leur prévision, leur compétence et leur temps, que les organisations sont des instruments utiles pour l'accomplissement des buts humains »<sup>220</sup>. L'application de ce principe dans les organisations passe par des procédures d'atteinte de la satisfaction en lieu et place de la traditionnelle maximisation. La construction d'une rationalité procédurale remplace la rationalité substantive c'est-à-dire qu'elle s'intéresse aux procédures de la décision alors que la seconde cherche à déterminer les résultats de cette décision. Comme le souligne Mongin<sup>221</sup>, la procédure d'atteinte de la satisfaction représente un double avantage. Elle permet d'une part de simplifier les calculs des individus dont la capacité en la matière est limitée dans le cadre d'une information incomplète et conduit à des compromis pour toutes les membres de l'organisation. Le principe de satisfaction requiert la recherche de solutions possibles.

March et Simon ajoutent en 1958<sup>222</sup> que c'est le niveau d'aspiration auquel tend l'individu qui sert de moteur à sa recherche de solution. En effet, dès lors que les résultats obtenus convergent vers ce niveau, il réfrénera sa recherche d'autres solutions possibles alors que si les résultats sont éloignés des attentes de l'individu, il poursuivra sa quête d'autres solutions. Ce mode de sélection des choix est celui de l'atteinte de la satisfaction qui ne nécessite pas de faire appel à la maximisation d'une fonction d'utilité. Elle prend sa source dans des théories psychologiques comme celles de Lewin<sup>223</sup> qui ont démontré que les aspirations des individus ne sont pas stables et évoluent au gré de leurs expériences et de leur environnement. La procédure de recherche de satisfaction présente l'avantage de montrer comment un individu prend une décision sans se livrer à de trop nombreux calculs, dans le cadre d'une information incomplète sur le nombre d'alternatives possibles et sans recherche d'optimum au sens de Pareto.

---

<sup>220</sup> SIMON H.A., 1957, *ibidem*, p.199.

<sup>221</sup> MONGIN P., 1984, « Modèle rationnel ou modèle économique de la rationalité », *Revue Économique*, vol.35, n°1, janvier.

<sup>222</sup> MARCH J.G. et SIMON H.A., 1958, *ibidem*, p.47-52.

<sup>223</sup> LEWIN K.,1996, « Economics and psychology: Lessons for our own day from the early twentieth century », *Journal of Economic Literature*, XXXIV, p.1293-1323.

En conclusion, la notion de rationalité limitée permet de rendre soluble des problèmes de décisions qui, sans elle, ne l'étaient pas. Différentes procédures peuvent s'appliquer, comme la recherche de choix satisfaisants et non des choix optimaux, comme la substitution des objectifs intermédiaires observables et mesurables à des objectifs globaux et comme enfin le partage de la décision au sein de spécialistes dont les travaux sont coordonnés sur la base d'une relation d'autorité.

Le deuxième apport de Simon que nous prenons en considération repose sur la relation d'emploi, qui permet d'approfondir la notion de zone d'indifférence et la notion d'autorité envisagées par Barnard. L'article fondateur de cette notion paraît en 1951 dans *Econometrica*<sup>224</sup>. L'auteur opère une distinction entre un contrat d'emploi et un contrat de vente et aux conditions en fonction desquelles un individu rationnel choisira l'une de ces formes de contrat.

Sa méthode d'analyse le conduit à étudier les limites portées à l'autorité d'un employeur dans le cadre du contrat d'emploi. La mise en perspective du modèle auquel il aboutit est passé au crible de la notion d'incertitude telle qu'elle est développée dans les théories de la planification. En effet, Simon substitue à la zone d'indifférence définie par Barnard une zone d'acceptation dans laquelle les employés procèdent en comparant des contrats de vente dans lesquels les actions futures sont écrites par avance et des contrats d'emploi dont les actions futures peuvent être décidées plus tard. Une incertitude croissante fait pencher leur choix vers une relation d'emploi matérialisée par les contrats d'emploi. Par ailleurs, si le salarié était certain que son employeur tiendrait compte de sa satisfaction d'employé, il serait prêt à travailler à un niveau de salaire inférieur à celui qui a été décidé.

Le point de départ de l'étude de la relation d'emploi est une critique des théories économiques traditionnelles pour lesquelles un salarié échange son travail contre un salaire et ainsi devient un facteur de production qui combiné avec le capital conduit à la maximisation du profit. La critique est double. D'une part le contrat de travail s'assimile à n'importe quel autre type de contrat et d'autre part sont écartées toutes analyses sur la façon dont sont gérées les facteurs de production. Le premier objectif sera dès lors de construire un pont entre l'approche des

---

<sup>224</sup> SIMON H.A., 1951, « A Formal Theory of the Employment Relationship », *Econometrica*, Vol 19, N°3, p.293-305.



théories de la firme par les sciences économiques et celle des théories des organisations de manière à se rapprocher au plus près de la réalité du contrat de travail.

Le concept de la relation d'autorité est alors présenté dans une perspective organisationnelle et les notations suivantes sont adoptées : soit un employeur B, soit un salarié W dont l'ensemble des actions dans son travail sont explicitement appelées comportement et dont l'une des actions envisageables est x. L'employeur aura de l'autorité sur son salarié si ce dernier donne son accord pour que son comportement lui soit dicté par B. Le salarié accepte l'autorité de B à condition qu'elle porte sur des x appartenant à sa zone d'acceptation.

La relation d'emploi est définie par l'acceptation de l'autorité par le salarié et le versement d'un salaire w à ce dernier par l'employeur. Le contrat de vente se différencie du contrat de travail dans la mesure où le vendeur ne s'intéresse pas au devenir de la chose vendue alors que celui qui cède sa force de travail n'exécutera que les actions incluses dans sa zone d'acceptation.

Simon conçoit deux raisons majeures à l'existence d'une relation d'emploi. La première est que le salarié n'attache pas d'importance à quel type d'action x appartenant à sa zone d'acceptation l'employeur aura recours ou encore sera indifférent, s'il reçoit une indemnité pour exécuter une tâche désagréable. La seconde réside dans l'incertitude de l'employeur quant au choix de x au moment de la signature du contrat qui ainsi lui permet de retarder cette décision.

Il suppose que B et W cherchent à maximiser leur fonction de satisfaction, respectivement  $S_1$  et  $S_2$  en intégrant deux variables dans leur calcul : la tâche particulière a de x qui sera choisie par B et le salaire versé à W. Ainsi  $S_1 = F_1(x) - a_1 w$  et  $S_2 = F_2(x) + a_2 w$

En l'absence de contrat,  $S_1$  et  $S_2$  sont nulles. Il suppose que  $F_1(x)$  est supérieure ou égale à zéro, que  $F_2(x)$  est inférieur ou égal à zéro et qu' $a_1$  et  $a_2$  sont positifs. Une condition supplémentaire s'avère nécessaire pour qu'un accord, quelle que soit sa nature (contrat de travail ou contrat de vente), soit possible. Elle stipule que l'accord sera viable si les satisfactions des deux parties sont positives c'est à dire si chacune des parties au contrat en bénéficie mutuellement.

Ainsi quel que soit l'accord établi entre B et W,  $S_1$  et  $S_2$  sont positifs ou nuls. Si x et w satisfont ces deux conditions, le système est viable et la condition nécessaire et suffisante se présente sous la forme suivante :  $a_2 F_1 \geq a_2 a_1 w \geq -a_1 F_2(x)$ .

Si un accord existe autour de  $x$  et  $w$ , il est rarement unique et il est possible d'ordonner les fonctions de satisfaction correspondant à chacune des solutions. L'ensemble des solutions qui procurent la même satisfaction constitue l'ensemble des solutions préférées. Puis est définie une fonction de satisfaction jointe  $T(x,w)$  telle que :

$$T(x,w) = a_2S_1(x,w)+a_1S_2(x,w)=a_2F_1(x)+a_1F_2(x)=T(x).$$

La détermination de  $T(x)$  conduit à Simon à énoncer le théorème des solutions préférées à savoir que « l'ensemble des solutions préférées est le couple  $(x,w)$  pour lequel  $T(x)$  atteint sa valeur maximum. »<sup>225</sup>

Au moment de la signature du contrat, il suppose qu'il existe une incertitude quant au niveau de satisfaction atteint par chacune des parties au contrat. Deux solutions s'offrent aux cocontractants, les conduisant à établir de manière exclusive l'un de l'autre deux formes de contrat : le contrat de vente et le contrat d'emploi.

La première solution repose sur une distribution de probabilité des fonctions  $F_1(x)$  et  $F_2(x)$  pour tout  $x$  qui permet de choisir le comportement qui maximise la valeur attendue de  $T(x)$ . Il est ainsi possible de signer un contrat dans lequel  $W$  s'engage à exécuter  $x$  pour un salaire  $w$  donné. Ce contrat s'assimile à un contrat de vente.

La deuxième solution consiste à ce que, après s'être entendu sur un salaire  $w$ ,  $W$  accepte l'autorité de  $B$  à condition que la tâche  $x$  appartienne à la zone d'acceptation de  $W$  et que  $x$  choisi par  $B$  soit optimal du point de vue de la maximisation de sa fonction de satisfaction. Cette procédure est celle du contrat d'emploi défini par Simon.

Cette distinction le conduit à préciser la définition de la zone d'acceptation en simplifiant son modèle puisque dans ce cadre, seuls deux comportements sont possibles pour  $W$  :  $x_a$  et  $x_b$ , associés à des satisfactions  $F_t(x_a)$  et  $F_t(x_b)$  déjà connues. L'incertitude ne va concerner que les satisfactions  $F_p(x_a)$  et  $F_p(x_b)$  et la densité de probabilité jointe est considérée donnée. Cela signifie donc que seules les préférences de l'employeur sont soumises à des aléas alors que celles des employés demeurent stables dans le temps.

Les avantages retirés pour chaque type de contrat doivent être comparés. Dans un contrat de vente, les cocontractants cherchent à déterminer le comportement qui maximisera leurs préférences en termes d'espérances mathématiques :  $(x)_a$  est préféré à  $(x)_b$  si et seulement si

---

<sup>225</sup> SIMON H.A., 1951, *ibidem*, p.297.

l'espérance de la satisfaction jointe pour la tâche a est supérieure ou égale à l'espérance de la satisfaction jointe pour la tâche b.

Pour que le contrat de travail soit privilégié, c'est à dire pour que le vendeur accepte que l'acheteur lui impose un comportement  $x_m$  (où  $x_m$  appartient à  $X$ , ensemble de comportements admissibles par les deux parties) qui optimisera la satisfaction de ce dernier dès que sont connues les valeurs  $F_p(x)_a$  et  $F_p(x)_b$ , il est nécessaire de comparer l'espérance mathématique de la satisfaction jointe (de  $P$  et  $T$ ) si  $x_m$  est choisi, avec l'espérance mathématique de la satisfaction jointe si  $x_a$  (comportement pour le contrat de vente) est préféré. Le contrat de travail est choisi si  $T_x - E[T(x_a)] \geq 0$ . L'auteur souligne que cette inégalité est vérifiée quand  $F_t(x_a) > F_t(x_b)$  et même si l'employé préfère  $x_a$  à  $x_b$  (si tant est que cette préférence ne soit pas trop élevée). Par ailleurs, il démontre que si certaines conditions sont réunies ( $F_t(x)_a = F_t(x)_b$ ,  $F_p(x)_a$  et  $F_p(x)_b$  étant indépendantes et distribuées selon une loi normale), l'accroissement de l'incertitude sur  $F_p(x_a)$  ou  $F_p(x_b)$  donne l'avantage au contrat de travail sur le contrat de vente<sup>226</sup>.

Enfin, Simon montre l'intérêt d'atteindre une relation de confiance entre l'employeur et le salarié car ce dernier accepte de travailler à un salaire inférieur à celui défini dans une relation de méfiance quand le travailleur considère que seul le profit et non pas sa satisfaction propre est recherché par l'entreprise. Ainsi sont définies deux formes de rationalité : une rationalité de court terme fondée sur la recherche du profit et une rationalité de long terme s'articulant autour de la satisfaction des deux parties au contrat. L'auteur montre la supériorité en termes de résultat de la solution à long terme et ainsi construit une critique du modèle traditionnel de la seule maximisation du profit.

Il souligne que son modèle se résume à un problème de planification en situation d'incertitude puisque dans un contrat de travail, l'employeur reporte à plus tard le choix de la tâche spécifique  $x$  qu'il demandera à son salarié. Il assimile ce report à une préférence pour la liquidité dans laquelle le temps de travail de l'employé remplace la liquidité et montre la similarité de son approche avec celle de Marschak<sup>227</sup>. Ce dernier mesure le degré optimum du

---

<sup>226</sup> SIMON H.A., 1951, *ibidem*, p.191.

<sup>227</sup> MARSCHAK J., 1949, « Role of Liquidity under Complete and Incomplete Information », *Papers and Proceedings, American Economic Review*, Vol.39, p.182-195.

report d'achat de titres avec des liquidités par le montant non investi dans ces titres. Simon le mesure par la zone d'acceptation, c'est-à-dire par tous les x inclus dans cette zone.

Comme le rappellent Gabrié et Jacquier<sup>228</sup>, la principale critique qui peut être adressée à Simon concerne son désintérêt pour l'exécution du contrat, de vente ou de travail. Les coûts de fonctionnement ou encore coûts de transaction de l'organisation marché ou de l'organisation firme ne sont pas évoqués par l'auteur et c'est en ce sens que l'on peut considérer qu'il se rapproche des théoriciens néoclassiques qui considèrent ces coûts comme nuls ou négligeables.

La notion de hiérarchie, quatrième apport, est appréhendée par Simon en tant qu'instrument qui caractérise des systèmes complexes comme les systèmes biologiques, physiques et sociaux. La hiérarchie s'affirme en tant que structure centrale de la complexité<sup>229</sup>. Une condition de « quasi-décomposabilité » permet de faire la différence entre les interactions entre sous-systèmes et celles internes aux systèmes.

Enfin la question de l'atteinte des objectifs, cinquième et dernier apport, permet de mettre en évidence des principes de coordination. March et Simon<sup>230</sup> affirment que la poursuite d'objectifs secondaires peut apparaître au sein des unités formant l'organisation dès lors que sont décomposés des problèmes complexes en parties de problèmes managériaux. L'origine de l'émergence d'objectifs secondaires repose sur plusieurs facteurs. Tout d'abord, l'appréhension sélective des problèmes est une cause partielle à ce phénomène. On relève également le renforcement de la cohésion à l'intérieur d'un groupe et l'exposition partielle aux problèmes. Les objectifs secondaires peuvent entrer en conflit avec les objectifs centraux de l'organisation prise dans son ensemble et entraîner une distorsion dans l'atteinte des objectifs, des comportements de marchandage et la constitution de coalitions.

Dans son ouvrage *Administrative Behavior*, Simon<sup>231</sup> avance que les buts dans les organisations proviennent d'ensembles de contraintes partagées par ses membres et

---

<sup>228</sup> GABRIÉ H., JACQUIER J.L., 1994, *La Théorie Moderne de l'Entreprise*, Paris, Economica, p.97.

<sup>229</sup> SIMON H.A., 1962, « The architecture of complexity », *Proceedings of the American Philosophical Society*, 106, p.468.

<sup>230</sup> MARCH J. et SIMON H.A., *ibidem*, p.152.

<sup>231</sup> SIMON H.A., 1957, *ibidem*.

constituent des exigences à satisfaire dans le cadre d'une prise de décision. Elles forment le but complexe de l'organisation. Simon opère la distinction entre les buts qui ouvrent le champ des possibles et ceux qui au contraire vont limiter ce champ pour les décideurs. Dans le premier cas, les objectifs organisationnels et les objectifs personnels tendent à se confondre alors que dans le second cas les objectifs personnels passeront après les buts de l'organisation. Fiol souligne le caractère ambigu du concept d'objectif organisationnel dans la mesure où « tout but peut être considéré comme un élément intermédiaire conduisant à un but plus lointain, et cela jusqu'à ce qu'un but « relativement » final soit atteint : s'organisent ainsi des chaînes fins-moyens dans lesquelles les buts intermédiaires jouent le rôle de moyens par rapport à des « buts » plus finaux »<sup>232</sup>.

En conclusion, dans le cadre d'une élaboration d'une théorie normative de la décision, Simon<sup>233</sup> considère que sa théorie des organisations et celles qui ont suivi représentent une alternative bien supérieure à la théorie classique et néo-classique pour rendre compte de la réalité du comportement des individus dans les processus de décision. La force des nouveaux modèles réside dans leur prise en compte de la notion de rationalité limitée, c'est-à-dire le recours à des choix alternatifs, à l'utilisation de la procédure de satisfaction des objectifs à la place de la recherche de l'optimisation et aux mécanismes d'apprentissage et d'adaptation. Il assimile l'être humain à un processeur d'information qui, dans un monde complexe, trouve par des calculs simples les choix alternatifs auxquels il doit faire face, qui détermine leurs conséquences et qui trouve souvent des solutions satisfaisantes.

Dans le tableau suivant, les réponses apportées par Simon à nos trois questions initiales font l'objet d'une synthèse.

---

<sup>232</sup> FIOL M., 2005, « Herbert A. Simon : faits et valeurs en contrôle de gestion », in BOUQUIN H., 2005, *Les grands auteurs en contrôle de gestion*, Paris, EMS Management et Société, p.243.

<sup>233</sup> SIMON, 1978, *ibidem*, p.366.

<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Modalités d'existence</b>	<b>Quelle coordination ?</b>
<p>Les êtres humains sont limités dans leur capacité de compréhension et de calcul face à des décisions à prendre dans un monde incertain et complexe. Une organisation leur permet d'atteindre des buts, ensemble de contraintes partagées par ses membres.</p> <p>Dans le cadre d'une adhésion à une organisation particulière (la firme), l'employeur peut reporter à plus tard l'utilisation d'une tâche <math>x</math> de son salarié et ce dernier se soumettra à une relation d'autorité, en échange d'un salaire, tant que <math>x</math> fait partie de sa zone d'acceptation. L'existence d'une organisation se conçoit en tant que moyen d'atteinte de buts différents.</p>	<p>L'organisation n'existe que tant que ses membres considèrent qu'elle leur procure un intérêt supérieur à celui qui prévaut dans le cas d'une absence d'organisation.</p> <p>Le contrat de vente, c'est à dire l'absence d'organisation, n'est possible que si les actions futures sont connues par avance. L'incertitude est donc une condition d'existence de l'organisation</p>	<p>Dans le cadre de la rationalité limitée, la coordination s'organise autour de plusieurs procédures possibles :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la recherche de choix alternatifs ;</li> <li>- la procédure de satisfaction des objectifs ;</li> <li>- les mécanismes d'apprentissage et d'adaptation.</li> </ul>

**Tableau 3. 2 : Approche des organisations pour Simon**

Selon Simon, une des causes principales de l'existence d'une organisation est la rationalité limitée des individus et l'organisation permet à ces derniers d'atteindre des buts dans un monde incertain et complexe. Dans cette perspective, la mise en relation d'agents à capacité de financement avec des agents à besoin de financement se fait dans un univers incertain et complexe. Le marché euro-obligataire permet d'atteindre des buts de financement ou de placement dans le cadre du modèle de la finance directe. En cas d'absence de cette organisation, l'emprunt euro-obligataire ne pourrait pas trouver d'acquéreurs ou d'émetteurs et donc s'il existe c'est parce que ses membres y voient un intérêt commun. Les procédures de coordination s'articulent tout d'abord par la recherche de choix alternatifs dans la détermination des conditions de l'emprunt, dans le montant emprunté, dans le choix de la monnaie de l'emprunt, dans la nature des taux utilisés et dans le moment choisi pour

l'émission. Elles sont aussi au cœur des mécanismes de syndication bancaire, qui nécessitent la coordination du chef de file. Les conditions d'emprunts sont élaborées pour satisfaire toutes les parties prenantes (offreurs, demandeurs et intermédiaires financiers) au marché. Des mécanismes d'apprentissage et d'adaptation se réalisent à travers un marché gris et des règles édictées par l'I.C.M.A. Ainsi les critères d'existence d'une organisation selon Simon sont respectés et à la lumière de sa théorie, le marché euro-obligataire constitue bien une organisation.

### 3.3 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : l'espace coopératif de Blau et Scott.

Blau et Scott<sup>234</sup> définissent l'organisation en tant que somme d'individus dont les actions sont concentrées vers un objectif commun et reconnu par tous. Dès lors, l'objet central de leur recherche s'articule autour des problèmes internes à l'organisation et non ceux de l'organisation seule.

Dans son article de juillet 1957<sup>235</sup>, Blau présente l'analyse d'une organisation formelle en reprenant la définition de Simon, Smithburg et Thompson, à savoir qu'une organisation est « un système planifié d'effort coopératif dans lequel chaque participant a un rôle à jouer et des devoirs ou des tâches à accomplir »<sup>236</sup>. Il cherche à dépasser un problème méthodologique de fond : comment analyser les organisations sans pour autant les réduire à des relations entre individus et en intégrant les structures du groupe auxquelles ils appartiennent et également l'organisation plus large dont font partie ces derniers. L'origine de ce problème est double. En effet, les analyses quantitatives s'appuient sur l'observation de phénomènes de régularité

---

<sup>234</sup> BLAU P.M. et SCOTT R.S., 1962, *Formal Organizations*, San Francisco, Scott, Foreman.

<sup>235</sup> BLAU P.M., 1957, « Formal Organization: Dimensions of Analysis », *The American Journal of Sociology*, vol.63, n°1, p.58-69.

<sup>236</sup> SIMON H.A., SMITHSBURG D.W., THOMPSON V.A., 1950, *Public Administration*, New York, Knopf, p.5

parmi les membres ou les sous-groupes étudiés et laissent de côté les relations entre les membres et le groupe formant l'organisation. Si une approche s'intéresse uniquement aux relations d'interdépendance dans une organisation, il n'est plus possible de généraliser les résultats obtenus car ils ne concernent qu'une seule entité. A travers l'étude des mécanismes impersonnels de contrôle sur la structure des groupes et les flux de communication de la hiérarchie, Blau cherche à répondre à ce dilemme. Dans son ouvrage avec Scott, il précise qu'il envisage les organisations en tant qu'unités sociales formées pour atteindre certains objectifs<sup>237</sup>. Pour autant, il rejette intuitivement, c'est-à-dire sans aucune démonstration l'idée qu'une organisation pourrait être un marché au sens économique du terme ou une institution politique.

L'objet principal des sciences sociales est d'étudier les organisations sociales. Scott apparente l'étude de ces dernières à l'observation de comportements récurrents des individus dont l'origine est leurs conditions sociales qu'ils dissocient de critères psychologiques ou physiologiques. L'organisation sociale existe dès lors que les individus sont ensemble et ne suivent pas un but particulier. Les conditions sociales dans lesquelles les individus évoluent sont de deux ordres. D'une part elles s'inscrivent dans des structures de relations sociales au sein d'un groupe, c'est-à-dire la structure sociale. D'autre part, elles appartiennent à des croyances et à des orientations communes qui fédèrent les membres d'une organisation, en l'occurrence leur culture.

L'étude des relations sociales est menée à travers trois critères fondamentaux : les interactions sociales, l'affect qui en découle et le nœud de relation qui permet de définir le statut de la structure envisagée. En effet, les relations sociales sont principalement formées des interactions sociales caractérisées par leur durée, leur fréquence et le degré de coopération entre individus. Elles induisent un affect entre ses membres reposant sur des sentiments de respect, d'attraction ou d'hostilité. La répartition des relations sociales entre les individus vont définir le statut de la structure à laquelle ils appartiennent. L'appartenance à un système de croyances et d'orientations engendre des normes de comportement destinées à atteindre des buts compatibles avec ce système. Le système de valeurs permet de sélectionner les buts à atteindre tandis que les normes permettent de choisir parmi tous les comportements possibles, le comportement légitime.

---

<sup>237</sup> BLAU P.M. et SCOTT R.S., *ibidem*, p.1.



Au sein des organisations sociales, un cas particulier émerge quand une structure est créée pour un objectif particulier qui nécessite de mettre en commun le travail de nombreux individus. L'organisation se conçoit ici en tant que mode de coordination du travail collectif et sert d'incitation à ce que d'autres la rejoignent. A la différence de l'organisation sociale, les buts à atteindre, les règles à suivre et le statut de la structure ont été conçus dès la création de l'organisation sans être le fruit d'interactions sociales. Cette catégorie d'organisation est appelée « organisation formelle » par Blau et Scott.

Toute organisation formelle possède son organisation informelle qui lui est reliée à travers son propre réseau de pratiques, de valeurs, de normes et de relations sociales. L'existence de l'organisation informelle est une nécessité, car si toute organisation formelle fixe des règles de portée générale, elles peuvent poser des problèmes d'interprétation que seul un niveau informel sera à même de livrer. Elle est également porteuse de bureaucratie puisqu'elle intègre des aspects administratifs censés la maintenir en fonctionnement.

La méthode de recherche adoptée par les auteurs relève d'une méthodologie déductive puisqu'il s'agit d'étudier les principes qui font vivre les organisations formelles sur la base d'exemples. Ils cherchent à trouver un modèle explicatif et prédictif des structures et des dynamiques en vigueur dans les organisations à partir de la généralisation de résultats provenant de l'étude de nombreuses organisations. Ils admettent qu'ils sont confrontés au dilemme identique à celui noté par Blau dans son article de 1955, à savoir que la nécessité de généraliser les résultats des études indépendantes ne permet pas d'analyser les interactions entre les éléments constituant la structure sociale, c'est à dire entre plusieurs organisations. Il convient alors de bien préciser quel niveau d'organisation fait l'objet de l'étude car il n'est pas possible de trouver un modèle explicatif de tous les niveaux d'organisation.

Blau et Scott proposent que l'étude des organisations formelles serve de point d'ancrage à une analyse des organisations sociales car elles sont devenues une forme dominante dans nos sociétés actuelles. De plus, elles présentent l'avantage d'être dotées de caractéristiques rendant moins complexe leur étude puisqu'elles ont des buts bien définis, un système de règles et de régulation explicites, et un statut formel lié à un réseau de communication et d'autorité. Ainsi le dilemme traditionnel pour l'étude des organisations est dépassé, car le niveau de leur recherche est centré sur un type particulier d'organisation.

Leur point de départ est une critique de Weber et de Simon, pour mettre en évidence l'utilité d'une distinction entre organisation formelle et organisations sociales. Blau et Scott

présentent une synthèse de la pensée de Weber sur les organisations en adoptant un schéma d'analyse identique, c'est-à-dire que les organisations formelles sont analysées à travers les structures d'autorité et les systèmes légitimes de contrôle social.

Weber définit l'autorité comme étant différente de la notion de puissance et de persuasion ou d'influence. En effet, l'autorité est pour cet auteur « la chance, pour des ordres spécifiques (ou pour tous les autres), de trouver obéissance de la part d'un groupe déterminé d'individus »<sup>238</sup>. S'il y a obéissance, c'est que les subordonnés considèrent légitimes les détenteurs de l'autorité qui peuvent être aussi bien une personne physique qu'une institution impersonnelle. Cette notion se différencie de celle de la persuasion, un moyen destiné à influencer une décision sans pour autant renoncer à la faculté de choix qui constitue une caractéristique de l'obéissance. La puissance est identifiée à « la chance de faire triompher au sein d'une relation sociale sa propre volonté, même contre des résistances, peu importe sur quoi repose cette chance »<sup>239</sup>.

Une relation d'autorité est caractérisée d'une part par une obéissance volontaire à des ordres donnés par une entité légitime et d'autre part par la renonciation à toute appréciation personnelle de ces ordres puisque ces derniers se conçoivent comme des signaux pour exécuter une décision.

Blau et Scott, tout en reconnaissant l'apport de Weber sur l'analyse des organisations, développent une série de trois critiques sur son approche.

Tout d'abord, leur première critique s'adresse à la construction d'un idéaltype de la bureaucratie. Il repose sur l'étude des éléments participant à son fonctionnement, sans qu'il soit prêté attention aux dysfonctionnements éventuels et aux conflits susceptibles d'émerger entre eux.

Dans un deuxième temps, les travaux de Weber sont également critiqués pour avoir laissé de côté l'aspect informel qui sous-tend toute organisation et avoir ainsi négligé la manière dont les organisations informelles peuvent façonner la structure des organisations formelles comme

---

<sup>238</sup> WEBER M., 1995, *Economies et sociétés*, Paris, Paris, Pocket, p.285 .

<sup>239</sup> WEBER M., 1995, *ibidem*, p.95.

le démontre Selznick<sup>240</sup> à travers différentes études empiriques. Les membres d'une organisation ont un impact sur les organisations formelles à travers un réseau de relations informelles et grâce à des leaders naturels.

Enfin, reprenant les travaux de Parsons<sup>241</sup> et Gouldner<sup>242</sup>, les auteurs estiment que la notion de bureaucratie wébérienne comporte une contradiction implicite, car elle est à la fois fondée sur l'expertise et la discipline sans que soient étudiés les conflits éventuels entre ces deux visages de la bureaucratie. Ainsi Weber sous-entend que le jugement du supérieur hiérarchique est le jugement le plus pertinent en termes d'expertise, ce qui pour les auteurs semble peu réaliste : les responsables d'organisation ne sont pas les experts techniques de tous les services dont ils ont la charge.

La critique apportée aux travaux de Simon est pour sa part centrée sur le choix d'étudier les organisations par le biais des procédures de décision dans un cadre de rationalité limitée. Pour les auteurs, il en résulte que tous les problèmes d'organisation sociale se limitent dans la pensée simonienne à des problèmes socio-psychologiques puisque ce ne sont pas les caractéristiques des organisations qui intéressent Simon mais le comportement des individus appartenant à l'organisation. S'il étudie la manière dont certains facteurs comme la hiérarchie et le système de communication influencent les procédures de décision, il ne s'intéresse pas à la façon dont ces facteurs interagissent.

Blau et Scott proposent, à la suite des critiques, une classification des organisations formelles selon le bénéficiaire principal de ces organisations : les membres participant à l'organisation, leurs propriétaires ou leurs managers, les clients (c'est-à-dire le public en contact direct avec l'organisation), le public au sens large (c'est-à-dire les membres de l'organisation sociale dans laquelle l'organisation évolue). Ils font correspondre à ces catégories des organisations formelles et vont ensuite associer à chaque type d'organisation le problème majeur auquel cette dernière est confrontée. Les organisations formelles, sont donc le cadre imposé d'une

---

<sup>240</sup> SELZNICK P., 1948, « Foundations of the Theory of Organizations », *American Sociological Review*, vol.13, p25-35.

<sup>241</sup> PARSONS T., 1947, « Introduction », in WEBER M., *The Theory of Social and Economic Organization*, 1947, A.M. Henderson and T. Parsons (trans.) and T. Parsons (ed.), Glencoe, III, Free Press and Falcon's Wing Press.

<sup>242</sup> GOULDNER A.W., 1954, *Patterns of Industrial Bureaucracy*, Glencoe, III, Free Press.

activité et non l'objectif de cette activité. Une classification est développée, qui distingue quatre types d'organisations formelles et de bénéficiaires : les organisations de consentement mutuel (comme les partis politiques et les associations professionnelles) et leurs membres, les entreprises et leurs propriétaires, les organisations de service (comme les hôpitaux) et dont les bénéficiaires sont les clients, les organisations gérant le bien public et leurs usagers.

Le problème majeur des organisations de consentement mutuel est de préserver des procédures de démocratie interne de manière à maintenir la participation et le contrôle des adhérents sur leur organisation. Elles sont donc amenées à résoudre des problèmes liés à l'indifférence des membres et à des procédures de contrôle oligarchiques. En effet, les membres d'une organisation de ce type préfèrent en grande majorité laisser une minorité gérer l'organisation, au péril de laisser à cette dernière la possibilité de s'ériger en oligarchie dont les objectifs premiers ne sont pas nécessairement ceux des membres de la majorité.

Les entreprises sont confrontées à un problème de maximisation de leur efficacité opérationnelle dans un univers concurrentiel. Blau et Scott reprennent à leur compte l'objectif dévolu aux entreprises dans l'analyse économique traditionnelle, à savoir la maximisation du profit sous la contrainte des coûts.

Les organisations de service doivent résoudre des conflits entre les impératifs liés aux services rendus aux clients et les dérives éventuelles du professionnel qui en a la charge. La nature et la qualité du service rendu dans ce type d'organisation vont dépendre de l'intégrité du professionnel et de sa capacité à maintenir un degré d'indépendance par rapport à la volonté de son client. Il agit en fonction de l'intérêt de son client pour prendre la décision qui s'impose. Pour autant, dans l'exercice de sa profession, il peut être amené à satisfaire des besoins liés à son statut, à son évolution de carrière ou encore à l'application stricte de règles administratives et peut perdre ainsi de vue les besoins de ses patients.

Enfin, les organisations qui gèrent le bien public doivent élaborer des rapports démocratiques avec la communauté afin que cette dernière puisse exercer un contrôle sur ses activités. Le paradoxe de ce type d'organisation réside entre la conciliation d'un mode de fonctionnement bureaucratique garant de son efficacité pour atteindre les objectifs fixés par la communauté et le développement d'une démocratie interne qui pourrait limiter l'efficacité administrative d'une telle organisation.

Sur la base d'études empiriques, Blau et Scott montrent comment les individus affectent les organisations et comment ces dernières sont affectées par eux. Ils étudient leur structure interne à travers des groupes informels, les modes de supervision et de contrôle, la manière dont les organisations interagissent avec leurs bénéficiaires et les autres organisations. Ils démontrent ainsi qu'il est utile de maintenir plusieurs niveaux hiérarchiques pour maintenir un contrôle efficace. La structure formelle d'une organisation dépend du leadership mis en œuvre et des processus de groupes informels.

Trois apports principaux ressortent de leur étude. Le premier concerne la nature de l'autorité, le deuxième relève de la construction d'une théorie partielle du développement des organisations, et le troisième s'intéresse aux notions de spécialisation et de coordination. La légitimité de l'autorité réside dans un contrat légal. L'autorité formelle est réduite dans la conception de Blau et Scott, puisqu'elle ne peut pas conduire par elle-même à l'efficacité dans une organisation. Ils reprennent à leur compte l'exemple du contrat de travail utilisé par Commons<sup>243</sup>, qui a pour caractéristique de ne pas constituer un engagement durable entre employeurs et employés dans la mesure où ces derniers peuvent démissionner quand ils le souhaitent. Par ailleurs, dans un contrat de travail, si l'autorité formelle conduit les employés à obéir dans l'exécution des tâches qui leur sont confiées, elle ne peut pas forcer les subordonnés à déployer le maximum d'énergie ou d'ingéniosité pour les réaliser. Ainsi, les auteurs montrent que l'autorité formelle n'est pas le vecteur de l'efficacité organisationnelle et qu'il convient d'étendre le champ de cette autorité pour atteindre l'efficacité visée.

Le style de supervision est le facteur déterminant de l'influence d'un dirigeant sur ses subordonnés, et peut conduire à élargir le cadre de son autorité. La domination peut s'exercer à travers des sanctions formelles ou des menaces de sanction. Le supérieur utilise son statut formel et son pouvoir pour avoir une emprise coercitive sur ses employés. Ce mode de supervision ne crée pas d'obligations sociales entre les acteurs et voue à l'échec toute tentative d'élargissement du champ d'action de l'autorité formelle. En revanche, un autre moyen consiste à rendre des services à ses subordonnés, en accordant des formations, en prodiguant des conseils, en défendant les intérêts des employés du service face aux autres services composant l'administration, ou encore en n'exerçant pas totalement son pouvoir de contrôle. Dans ce cas, le détenteur de l'autorité formelle devient un soutien. L'employé se voit

---

<sup>243</sup> COMMONS J.R., 1924, *Legal Foundations of Capitalism*, New York, Macmillan.

alors engagé par des obligations sociales. Il accepte des demandes spécifiques auxquelles il n'aurait jamais souscrit auparavant. Ainsi le champ de l'autorité formelle va s'élargir, dès lors que le supérieur n'abuse pas de son pouvoir voire, paradoxalement, s'il le limite. La parfaite connaissance des caractéristiques de l'organisation à travers ses exigences formelles, les normes et les pratiques du groupe, permet au supérieur de décider quelle règle peut être transgressée par ses employés et quelle règle doit absolument s'appliquer.

Il n'en demeure pas moins que ce n'est pas l'influence que l'on peut avoir auprès de ses subordonnés qui détermine l'autorité, mais la légitimité donnée par le groupe qui fait l'objet de l'exercice d'autorité. Un système d'adhésion aux valeurs construites autour du respect de la compétence du supérieur et de sa volonté d'aider ses subordonnés va renforcer et légitimer son autorité.

La croissance d'une organisation industrielle la rend plus complexe et peut entraîner un renforcement de ses structures administratives allant jusqu'à une sur-bureaucratiation. Blau et Scott, en s'appuyant sur des recherches empiriques, démontrent que ce n'est pas la taille d'une entreprise industrielle qui est déterminante en la matière mais plutôt l'augmentation de la complexité. Plus l'organisation est complexe, plus le degré de bureaucratiation va s'élever.

Certaines organisations en cherchant à atteindre leurs buts vont développer des moyens qui, à leur tour, deviennent des fins et les détournent de leur objectif initial. D'autres organisations vont au contraire se servir des moyens pour atteindre des objectifs plus ambitieux. Dans ce cas, les moyens sont utilisés comme des tremplins pour d'autres ambitions. Le rapport à leur environnement va être déterminant pour ce qui concerne cette évolution. Dans un environnement hostile, l'organisation cherche à se protéger en renforçant son appareil administratif et en nouant des liens très proches avec son environnement au détriment de ses objectifs initiaux. Les objectifs finaux vont ainsi se limiter. En revanche, dans un cadre plus favorable, la structure bureaucratique se servira des encouragements de l'environnement de l'organisation pour dépasser les objectifs initialement prévus en étant plus souple et en instaurant une dynamique.

Les organisations peuvent faire l'objet de processus de dé-bureaucratiation lorsque l'autorité hiérarchique s'est relâchée. De tels comportements ont été observés par Katz et Eisenstadt<sup>244</sup>

---

<sup>244</sup> KATZ E., EISENSTADT S.N., 1960, « Some Sociological Observations on the Response of Israeli Organizations to New Immigrants », *Administrative Science Quarterly*, 5, p.113-133.

dans l'armée lors de combats, dans les mines et dans le cadre du travail de nuit en entreprise. Le danger physique et l'isolement vis à vis de l'organisation sont susceptibles de rendre le supérieur plus dépendant de ses subordonnés et le conduisent à limiter son autorité. Dans ce cas, c'est le subordonné qui modifie le comportement de son supérieur et c'est la dépendance ainsi décrite qui conduit à une diminution de la bureaucratie à travers la modification des caractéristiques de l'autorité.

Les organisations formelles permettent l'émergence de processus informels qui influencent les normes et le comportement des groupes. Ces processus sont caractérisés par la cohésion du groupe, l'apparition de normes et de valeurs. Blau et Scott montrent que le renforcement de la cohésion, définie comme le poids du contrôle exercé par le groupe sur ses membres dans la structure informelle, engendre des comportements d'indépendance du membre vis-à-vis de ses clients. Les valeurs du groupe ont un impact sur les normes mis en place qui ont à leur tour une influence sur la productivité de l'organisation. Tout comportement déviant est pénalisant pour le membre qui le tente, car il perd son statut informel dans le groupe. La conformité aux normes et aux valeurs constitue ainsi un mode de pression du groupe exercé vers ses membres.

Une relation d'interdépendance est observée entre le conflit et le changement dans les organisations formelles, car les changements induisent des conflits qui conduisent à des innovations. La résolution des problèmes s'améliore dès lors qu'une communication d'idées, de critiques et de conseil à l'intérieur de l'organisation est possible. L'appui du groupe permet de réduire l'inquiétude liée à la prise de décision dans la mesure où les conseils sont rapidement prodigués et l'expérience de chacun est partagée. De surcroît, la confrontation des idées et des conseils conduit à l'élaboration d'un système d'erreurs et de corrections dans les propositions des membres. Enfin, la recherche du respect des autres a une influence positive sur l'amélioration de la prise de décision, puisque les membres d'une organisation sont amenés à soutenir les bonnes suggestions et à rejeter les mauvaises.

L'instauration de flux libre de communication, destinée à améliorer le processus de résolution des problèmes, peut entraver la coordination interne. La communication sociale va permettre de faire émerger plusieurs solutions possibles, alors que la tâche du coordinateur consiste à choisir une seule solution. La différenciation hiérarchique est un moyen par lequel la coordination peut s'exercer en canalisant et en dirigeant le flux de communication. Cependant, ce mode de coordination se réalise souvent au détriment de la communication

libre, car celle-ci peut restreindre la liberté d'expression et de communication des niveaux hiérarchiques inférieurs, susceptibles de censurer leur propos en présence de leurs supérieurs. Comme le soulignent les auteurs en reprenant les propos de Parker Follett « quand nous avons résolu un problème, le processus de résolution apporte des éléments ou des forces qui vont constituer de nouveaux problèmes à résoudre »<sup>245</sup>. L'étude des organisations conduit à aller d'un problème à résoudre à un autre problème, et l'apprentissage dans les modes de résolution se renforce au fil du temps. Le développement d'une organisation s'inscrit donc au sein d'une dialectique de recherche de solutions fondée sur l'expérience passée cumulée pour rendre plus efficace l'organisation.

Un autre processus dialogique s'opère lors de l'apparition de conflits d'intérêts au sein des organisations. Par exemple, les objectifs différents de chaque responsable de services vont conduire à des divergences et des conflits dans l'organisation qui seront résolus le plus souvent sur le mode d'un consensus. Cependant, comme les divergences d'objectifs persisteront, de nouveaux conflits apparaîtront.

Enfin, une dialectique s'instaure aussi par le *turnover* du personnel et en particulier du responsable hiérarchique. L'arrivée d'un nouveau manager peut s'accompagner d'un renforcement de méthodes bureaucratiques dès lors que l'exercice de l'autorité de son prédécesseur était fondé sur la loyauté. En revanche, la succession d'un manager autoritaire et bureaucrate conduit à des pratiques plus informelles. En d'autres termes, le développement d'une organisation est aussi lié à une dialectique des formes d'autorité.

Les réponses apportées par Blau et Scott à nos trois questions initiales sur les organisations sont résumées dans le tableau suivant.

---

<sup>245</sup> PARKER FOLLET M., 1937, « The Process of Control », *Papers on the Science of Administration*, Luther Gulick and L.Urwick (eds), Institute of Public Administration, New York, p.166.



<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Modalités d'existence</b>	<b>Quelle coordination ?</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les individus se regroupent pour atteindre certains objectifs communs et forment des organisations formelles, cadres imposés d'une activité.</li> <li>- Les organisations formelles se distinguent selon leurs bénéficiaires principaux : <ul style="list-style-type: none"> <li>• les organisations de consentement mutuel et leurs membres ;</li> <li>• les organisations - entreprises et leurs propriétaires ;</li> <li>• les organisations de service et leurs clients ;</li> <li>• les organisations gérant le bien public et leurs usagers.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sont associées une organisation formelle, et une organisation informelle, constituée du comportement des membres, des normes et des valeurs de groupe</li> <li>- Chaque type d'organisation répond à des problèmes qui lui sont propres : <ul style="list-style-type: none"> <li>• les organisations de consentement mutuel doivent chercher à préserver la démocratie interne ;</li> <li>• les organisations-entreprises doivent maximiser leur profit sous la contrainte des coûts,</li> <li>• les organisations de service doivent concilier les services rendus aux clients et les dérives éventuelles du professionnel qui en la charge ;</li> <li>• les organisations gérant des biens publics doivent construire des rapports démocratiques avec leurs usagers pour leur permettre d'exercer un contrôle sur leurs activités.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Par une autorité légitime liée à un mode de supervision</li> <li>- Par des flux libres de communication</li> <li>- A travers une dynamique du changement fondée sur : <ul style="list-style-type: none"> <li>• une dialectique de recherche de solutions ;</li> <li>• une dialectique du conflit ;</li> <li>• une dialectique des formes d'autorité.</li> </ul> </li> </ul>

**Tableau 3. 3 : Approche des organisations pour Blau et Scott**

Selon Blau et Scott, les individus se regroupent pour former des organisations formelles pour atteindre certains objectifs. Même si ces auteurs ont intuitivement rejeté l'application de leur théorie à un marché quelle qu'en soit sa nature, il nous apparaît pourtant que le modèle proposé pourrait convenir au marché euro-obligataire. En effet, l'organisation envisagée en tant que cadre imposé d'une activité est pour le marché étudié le financement et l'investissement à long terme en eurodevises. Cette activité est portée par une organisation

informelle (un comportement spécifique, des normes et des valeurs) qui se manifeste auprès des eurobanques lors de la syndication. Elle émane des pratiques de l'association professionnelle I.C.M.A., laquelle exerce un rôle prépondérant dans cet exercice. Le mode de coordination s'effectue à travers des flux libres de communication comme les cotations automatiques des titres. L'autorité légitime est organisée autour du rôle joué par le chef de file qui, par son mode de supervision, s'assure de la bonne fin du placement de l'emprunt. La dynamique de changement est fondée sur une dialectique de recherches de solutions dès lors que les conditions du marché se modifient. Le développement des innovations financières examiné dans le chapitre 1 rend compte de cette construction dialogique. En revanche, les dialectiques du conflit ou des formes d'autorité nous semblent absentes du marché des euro-obligations, ou très limitées.

A la lumière du cadre conceptuel de Blau et Scott, le marché euro-obligataire est une fois de plus assimilable à une organisation dans les causes, les conditions de son existence ainsi que dans son mode de coordination. Une question cependant demeure est celle de sa classification dans la typologie proposée par les auteurs mais cette question relève de celle des formes organisationnelles que nous analyserons au chapitre suivant.

### 3.4 Le marché euro-obligataire en tant qu'organisation : le nœud contractuel de Jensen et Meckling.

Jensen et Meckling<sup>246</sup> apportent des réponses d'une autre nature à notre questionnement en présentant leur théorie de la firme. Ils inscrivent leur réflexion dans le prolongement des théories des droits de propriété, de l'agence et de la finance pour élaborer une théorie de la structure de propriété de la firme. Ils considèrent que leur contribution a vocation d'approfondir de nombreux sujets comme ceux portant sur la définition de la firme, la distinction entre propriété et contrôle, la responsabilité sociale des entreprises, l'objectif des firmes, la détermination d'une structure optimale du capital, les différents contenus des accords de crédit, la théorie des organisations et les problèmes d'offre sur les marchés.

Le point de départ de leur analyse réside dans l'insatisfaction qu'ils retirent de l'étude traditionnelle de la firme qui est assimilée à une boîte noire dans laquelle il est impossible de rendre compte du comportement des agents économiques pour atteindre l'équilibre. La firme de la théorie classique est un lieu de maximisation du profit sous contrainte où la combinaison d'inputs comme le capital et le travail permettent la réalisation d'un output.

Jensen et Meckling analysent le comportement d'un dirigeant selon qu'il détient la totalité du capital d'une entreprise ou seulement une partie du capital. De l'exercice de leur fonction, les dirigeants retirent un bénéfice financier et une utilité non financière, comme par exemple le niveau de discipline des employés, la nature et le montant des contributions charitables et les relations personnelles. L'équilibre est fondé sur un partage entre ces deux rétributions. Il est atteint dès lors que l'utilité marginale d'un dollar dépensé est identique pour tous les éléments non financiers et égalise l'utilité marginale d'un dollar de la richesse additionnelle créée. Si le dirigeant ne détient plus qu'une partie du capital, l'équilibre atteint va dépendre du pourcentage de détention, puisque l'égalisation des utilités marginales portera sur le pourcentage de richesse créée qui lui revient. Les auteurs définissent la relation d'agence comme un contrat par lequel un principal recrute un agent pour exécuter une tâche définie en lui déléguant un pouvoir de décision. Chacun des cocontractants inscrit son comportement dans

---

<sup>246</sup> JENSEN M.C. et MECKLING W.H., 1976, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Vol.3, n°4, p. 305-360.

la maximisation de son utilité et par conséquent, l'agent n'agira pas nécessairement dans l'intérêt du principal. Le coût de cette divergence appelé coût d'agence est la somme des dépenses engagées pour contrôler son agent, des sommes versées à ce dernier pour éviter de fortes divergences, et d'une perte résiduelle. Il s'agit ici de se détacher d'une approche « normative » de la théorie de l'agence qui traditionnellement s'intéresse à la manière dont doit se structurer la relation entre principal et agent pour que dernier maximise l'utilité du premier. L'approche dite « positive » considère que la question précédente est réglée et qu'il convient de s'attacher aux mécanismes d'incitation propre à chacun pour étudier les éléments concourant à un équilibre contractuel entre un principal et son agent.

Les organisations sont des « fictions légales » où se nouent des relations contractuelles entre individus. Le nœud formé par ces relations complexes conduit à l'équilibre grâce au comportement d'une organisation, firme ou marché. L'équilibre se conçoit comme le résultat d'un comportement organisationnel. Par conséquent, la firme est un lieu d'échange de facteurs de production et n'a pas de comportement propre de type maximisation du profit. Chercher à délimiter le périmètre d'une organisation en différenciant ce qui relève de l'intérieur (la firme) ou de l'extérieur (le marché) ne présente pas d'intérêt, car seul compte le nœud complexe de relations contractuelles quel que soit le mode de coordination pris par ce tissu de relations (firme ou marché). L'image de la firme-boîte noire n'a plus de pertinence.

Plusieurs modes d'organisation du nœud des contrats sont possibles : l'autogestion, la cogestion ou encore la relation d'autorité. Les auteurs démontrent la supériorité en économie de marché du dernier mode de coordination. Ils redéfinissent la fonction de production pour mettre en évidence le degré de dépendance de la production avec la structure du capital et les différents contrats mis en œuvre pour l'atteindre. Leur fonction de production repose sur les contrats et le système des droits de propriété dans lequel la firme évolue.

La cogestion, premier mode d'organisation étudié, consiste notamment à instaurer des conseils d'administration comportant autant de représentants des salariés que des représentants des actionnaires. Elle fait face à un dilemme par nature puisqu'elle cherche à satisfaire à la fois les salariés et les actionnaires. Les auteurs se demandent comment concilier deux objectifs si différents et soulignent que ce mode de coordination n'a d'existence possible que par la loi. Ce qui montre que sans la loi, la cogestion n'est pas choisie par les actionnaires et donc qu'ils n'y ont aucun intérêt.

L'autogestion définie par Meade sur la base des travaux de Vanek<sup>247</sup> est « un système dans lequel les travailleurs se rassemblent et établissent des structures collectives ou des partenariats pour gérer l'entreprise ; ils se procurent du capital, achètent d'autres facteurs de production et ils vendent la production de la firme aux meilleurs prix qu'ils peuvent obtenir sur le marché des facteurs de production et des produits ; ils assument le risque de tout gain ou perte inattendues et répartissent le surplus résultant entre eux..., tous les travailleurs quel que soit leur grade ou leur compétence perçoivent un montant identique »<sup>248</sup>. Jensen et Meckling considèrent que ce mode de coordination est celui de la « firme de pure location » dont l'origine réside dans la conciliation de deux objectifs contradictoires : la prise en compte de l'initiative privée et des marchés privés avec des processus de décision entièrement menés par les travailleurs dans les firmes. Ces derniers ont des droits de propriété transférables sur l'appareil productif à d'autres employés mais les firmes ne peuvent pas en détenir dans ce système. Toutes les dettes de l'entreprise sont détenues par les employés et il n'existe aucun marché pour les échanger. La cotation de l'entreprise est rendue impossible.

Les théoriciens de l'autogestion rendent compte de leur recherche en mettant en évidence trois propositions : la première indique que compte tenu des hypothèses d'absence de barrières à l'entrée et à la sortie, de la mobilité des facteurs de production et d'économies d'échelle constants, l'équilibre de long terme de la firme autogérée est un équilibre au sens de Pareto ; la deuxième précise qu'à court terme, toute augmentation de la demande adressée au secteur dans lequel évolue l'entreprise et sous réserves d'hypothèses de capital constant et d'indépendance de la firme vis-à-vis de l'offre de travail, va conduire à une baisse de la production et de l'emploi ; la troisième considère que dans une situation monopolistique, la firme autogérée limitera sa production à un degré plus élevé qu'une firme traditionnelle.

Les deux dernières propositions témoignent de la supériorité du mode de coordination de la firme autogérée sur la structure capitaliste. Toutefois, Jensen et Meckling avancent cinq critiques majeures à l'encontre de l'autogestion.

---

<sup>247</sup> VANEK J., 1970, *The General Theory of Labor-managed Market Economics*, Ithaca, New York, Cornell University Press.

<sup>248</sup> MEADE J.E., 1972, « The theory of labour-managed firms and of profit sharing », *Economic Journal*, n°82, Ithaca, New York, Cornell University Press, p.402.

Tout d'abord, la firme autogérée ne peut pas être propriétaire des avoirs intangibles comme la conception et les processus de fabrication des produits, la gestion de leur distribution et de leur mode de stockage, la publicité et la formation des travailleurs. Aucun défenseur d'un tel système n'indique comment sont financés ces avoirs. Les auteurs considèrent qu'ils ne peuvent pas par nature faire l'objet d'une location et que s'ils sont financés par les travailleurs ou par endettement ou par émission d'actions, ils s'inscrivent dans un horizon d'investissement qui ne conduit pas à un équilibre de Pareto.

La deuxième critique s'adresse à la prise en compte d'un horizon temporel et à la question de la demande limitée de capital. Jensen et Meckling ayant démontré que le modèle de pure location n'existe pas, ils envisagent une firme autogérée avec des caractéristiques différentes : les travailleurs peuvent investir dans leur entreprise et possèdent des avoirs (non transférables) sur le cash-flow résiduel lié à leur emploi ; l'entreprise a le droit d'émettre des dettes. Si les travailleurs choisissent de financer leur investissement par eux-mêmes, ils ne détiennent aucun droit de propriété sur ces dettes, mais sur les cash-flows futurs de l'entreprise qui sont liés à leur emploi. Si bien que l'horizon d'investissement se confond avec la durée de leur appartenance à l'entreprise. Cette limite a pour conséquence d'écarter des projets d'investissement qui seraient rentables dans la firme traditionnelle, en particulier les projets à long terme. Il y a donc une perte d'opportunité de placement possible et l'équilibre parétien ne peut toujours pas être atteint.

La troisième critique est liée à la propriété commune de l'entreprise par les travailleurs. Tout nouveau travailleur partagera un montant identique de cash-flow anticipé avec les anciens travailleurs. Un projet d'investissement dont la valeur actuelle sera positive, c'est-à-dire rentable ne sera pas nécessairement choisi car une condition supplémentaire devra être vérifiée : il faut que les cash-flows dégagés par chaque travailleur augmentent. Symétriquement, des projets d'investissement qui entraînent une baisse du nombre de travailleurs et qui n'ont pas pour effet d'augmenter les cash-flows pourront être sélectionnés. La richesse ainsi créée par la firme autogérée sera réduite et rendra impossible l'atteinte d'un optimum de Pareto.

La quatrième critique réside dans les conséquences de la non-transférabilité des avoirs de la firme pour un travailleur. Tout d'abord, le premier problème qui se pose est celui de l'évaluation des avoirs de chacun. Comme ils ne font pas l'objet d'un marché, ils ne sont pas estimés par des analystes notamment sur la valeur du management interne et de ses choix

stratégiques : « l'existence d'un marché organisé où les avoirs des entreprises sont constamment estimés est sans doute le plus important système de contrôle des comportements du management dans les économies industrielles modernes »<sup>249</sup>. Les travailleurs pourraient alors pratiquer eux-mêmes une telle analyse, mais aucun mécanisme d'incitation ne pourrait les amener à le faire puisque tous les gains sont partagés en parts égales quel que soit le domaine d'expertise. Le deuxième problème est celui de l'impossibilité pour le travailleur de diversifier son portefeuille puisque ses avoirs ne sont pas transférables. Cette situation ne permet pas de conduire à un optimum de Pareto car d'une part, aucune répartition du risque selon les différents niveaux d'aversion des travailleurs n'est possible, et d'autre part ces derniers doivent supporter un risque global qu'ils ne peuvent pas diversifier.

La cinquième et dernière critique apportée par les auteurs s'adresse aux modalités du processus de décision. Elles ne sont jamais étudiées par les auteurs s'intéressant à la cogestion ou à l'autogestion. Une hypothèse simplificatrice est de supposer que les travailleurs ont tous un ensemble de préférences identiques et que leur interprétation dans la gestion opérationnelle de la firme ne provoque aucun conflit. Or de tels conflits peuvent exister et nuire à un équilibre parétien.

Jensen et Meckling démontrent la supériorité de la coordination de la firme capitaliste car elle est le seul moyen d'atteindre un équilibre au sens de Pareto. Les caractéristiques des firmes en autogestion et en cogestion sont telles que l'optimum est loin de pouvoir être réalisé. Ce qui leur apparaît essentiel est l'appréhension de l'organisation comme un nœud de contrats entre un agent et un principal quel que soit le lieu de rencontre de ces contrats en l'occurrence la firme capitaliste ou le marché. La différenciation entre ces deux modes d'organisation devient de ce fait très ténue.

Les réponses de Jensen et Meckling à nos premières interrogations relatives à la nature organisationnelle du marché euro-obligataire sont synthétisées dans le tableau suivant.

---

<sup>249</sup> JENSEN M.C. et MECKLING W.H., 1979, « Rights and Production Functions : An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination », *Journal of Business*, Vol. 52, N° 4, p. 485.

<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Modalités d'existence</b>	<b>Quelle coordination ?</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Il existe une relation d'agence entre un principal et un agent.</li> <li>- Approche positive de la théorie de l'agence : il faut étudier quels sont les éléments de cette relation qui mènent à un équilibre.</li> <li>- L'organisation est une fiction légale où se nouent ces relations contractuelles complexes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Atteinte d'un équilibre de Pareto suite au choix d'un comportement organisationnel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le marché</li> <li>- La firme capitaliste</li> </ul>

**Tableau 3. 4 : Approche des organisations pour Jensen et Meckling**

L'approche de Jensen et Meckling envisage l'organisation comme une fiction légale où vont se nouer des relations contractuelles complexes. Nous pouvons identifier trois catégories de relations complexes : celles qui unissent le syndicat bancaire avec l'émetteur, celles qui unissent les eurobanques formant le syndicat entre elles, et celles qui relient les vendeurs des titres avec leur client. Un marché est bien dans ce sens une organisation qui met en jeu des relations contractuelles tant au niveau de l'offre que de la demande et des intermédiaires financiers. Pour autant, la condition d'existence d'atteinte d'un équilibre de Pareto suite à un comportement organisationnel est soumise à des hypothèses de la théorie néo-classique, en particulier la transparence de l'information et l'absence de barrières à l'entrée et à la sortie. Si la question de la transparence de l'information est comme pour tout marché discutable, l'hypothèse d'absence de barrières à l'entrée l'est encore plus pour le marché euro-obligataire. En effet, compte tenu du haut degré de technicité des procédures d'émission relatives aux exigences imposées par l'I.C.M.A. (aussi bien au niveau des banques participantes qui doivent être membres de l'association professionnelle, qu'au niveau des émetteurs qui sont soumis à des conditions de taille et de qualité de signature), il nous apparaît difficile de valider cette hypothèse. Quant au mode de coordination choisie, il peut selon les auteurs être celui propre à un marché ou à une firme.



Nous avons donc montré qu'au regard des thèses de Jensen et Meckling, le marché euro-obligataire pouvait être considéré comme une organisation à la réserve près que l'atteinte de l'optimum de Pareto ne semble pas automatique du fait de la présence de barrières à l'entrée.

### Conclusion du chapitre 3

Au terme de cette première étape de confrontation des observations et de cadres d'analyse théoriques, il convient de synthétiser les similitudes et les différences qui se manifestent dans leurs réponses aux trois questionnements que nous avons retenus. Nous nous proposons de les indiquer dans le tableau suivant.

<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Modalités d'existence</b>	<b>Quelle coordination</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Atteinte d'objectifs communs (SIMON, BLAU et SCOTT)</li> <li>- Dépassement du problème lié aux capacités cognitives limitées des individus (BARNARD et SIMON)</li> <li>- Un lieu de délégation de mandats et une fiction légale d'un nœud de relations contractuelles complexes (JENSEN ET MECKLING)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Interdépendance des relations entre organisations formelles et informelles (BARNARD, BLAU ET SCOTT)</li> <li>- Intérêt des membres pour le maintien de l'organisation (SIMON)</li> <li>- Équilibre de Pareto (JENSEN ET MECKLING)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mécanismes d'apprentissage et d'adaptation (BARNARD et SIMON)</li> <li>- Dialectique du changement et autorité légitime (BLAU et SCOTT)</li> <li>- Marché ou Firme (JENSEN ET MECKLING)</li> </ul>

**Tableau 3. 5 : Approche de synthèse des organisations selon les auteurs étudiés**

On remarque tout d'abord qu'une théorie des organisations ne trouve aucune convergence possible avec les autres : la théorie de l'agence selon Jensen et Meckling. On retrouve cette même divergence dans le mode de coordination retenu par les auteurs, qui est à chaque fois différent, à l'exception de Barnard et Simon. En revanche une convergence d'approche apparaît entre Simon et Barnard d'une part et Simon et Blau-Scott sur l'appréhension des causes d'existence d'une organisation à travers l'atteinte d'objectifs communs et des capacités

cognitives limitées des individus. Une convergence d'analyse est également présente pour Barnard et Blau-Scott sur les modalités d'existence des organisations à travers une interdépendance entre organisations formelles et organisations informelles.

Pour Barnard, Simon, Blau et Scott, l'organisation répond finalement à un impératif économique qui consiste à mettre en commun des ressources. Paradoxalement, l'économie porte sur les moyens humains et financiers pour les sociologues Blau et Scott alors que Barnard, le gestionnaire, privilégie le prisme psychologique. Simon offre finalement un compromis des deux approches. La réponse de Jensen et Meckling porte sur la question de la délégation : une organisation est un lieu de délivrance de mandats et se constitue à cette fin. L'application de cette grille de lecture au marché euro-obligataire est synthétisée dans le tableau suivant.

<b>Pourquoi une organisation ?</b>	<b>Quelles modalités d'existence</b>	<b>Quelle coordination</b>
<p>-Atteinte d'un but commun : le financement à long terme et l'investissement en eurodevises (SIMON, BLAU ET SCOTT)</p> <p>- Dépassement du problème lié aux capacités cognitives limitées des individus pour traiter de produits sophistiqués et de procédures complexes de syndication (BARNARD et SIMON)</p> <p>- Un lieu de délégation de mandats faisant l'objet d'un nœud de relations contractuelles complexes: entre émetteurs et syndicat bancaire, entre les banques participantes et entre les vendeurs et les investisseurs (JENSEN ET MECKLING)</p>	<p>- Une interdépendance de relations entre organisations formelles et organisations informelles : un marché gris (organisation informelle) teste les conditions d'emprunt et le moment de l'émission et l'ICMA (organisation professionnelle) édicte des règles et des pratiques (BARNARD, BLAU ET SCOTT)</p> <p>- Intérêt commun des membres participant au marché pour son maintien depuis 45 ans (SIMON)</p> <p>- Équilibre de Pareto : difficile à réaliser sur le marché euro-obligataire du fait de la présence de barrières à l'entrée. (JENSEN ET MECKLING)</p>	<p>- Des mécanismes d'apprentissage et d'adaptation se manifestent à travers les règles de fonctionnement édictées par l'ICMA, les mécanismes de prix sur le marché et le préplacement des titres sur le marché gris (BARNARD ET SIMON)</p> <p>- Une dialectique du changement s'opère à travers l'innovation financière et l'autorité légitime est assumée par le chef de file. (BLAU ET SCOTT)</p> <p>- Le mode de coordination peut être celui d'un marché ou d'une firme. (JENSEN ET MECKLING)</p>

**Tableau 3. 6 : Application au marché euro-obligataire de la grille d'analyse des théories des organisations étudiées**

Le financement direct et l'investissement à long terme en eurodevises sont des buts communs aux participants du marché euro-obligataire qui peut également se concevoir comme un moyen de dépasser les limites des capacités cognitives des individus en rendant possible l'échange de produits financiers complexes par des procédures de syndication. Le marché euro-obligataire est également un lieu de délégation de contrats entre les acteurs à travers les contrats de syndication ou de vente reliant tous les intervenants. Sa longévité depuis 45 ans montre l'intérêt des membres du marché pour son maintien. Les relations d'interdépendance entre le marché gris et le marché primaire d'une part, entre le marché euro-obligataire et l'I.C.M.A. d'autre part, peuvent expliquer son existence actuelle. La sophistication des produits et des pratiques constitutives de barrières à l'entrée rendent difficile l'atteinte d'un

équilibre au sens de Pareto. La coordination du marché est adaptative et nécessite des apprentissages récurrents comme celui propre au marché gris, aux règles changeantes de l'I.C.M.A. et au mécanisme de détermination de prix sur un marché.

Cette grille de lecture nous montre que selon les cadres d'analyse mobilisés, le marché euro-obligataire est bien une organisation comme une autre. Les causes de son existence en tant qu'organisation sont triples : le partage d'un objectif commun de financement et d'investissement à long terme en eurodevises, une capacité de pallier à la déficience cognitive des acteurs et la présence d'un nœud de relations contractuelles complexes. Les conditions d'existence sont relatives au maintien d'une interdépendance entre les organisations formelles (le marché primaire, l'I.C.M.A.) et des organisations informelles (le marché gris), à l'intérêt commun des membres, et à une tentative sans doute compromise d'atteinte d'un équilibre de Pareto. Enfin les modes de coordination sont diversement analysés sous l'angle d'une coopération adaptative, de mécanismes d'apprentissage, d'une dialectique du changement et de celui propre au marché ou à la firme.

Les facteurs historiques analysés dans la première partie concordent donc avec les cadres théoriques de légitimation de l'existence organisationnelle. Toutefois d'autres approches permettent de soulever la question de la forme organisationnelle qui doit seoir « idéalement » au marché euro-obligataire. C'est par conséquent à l'étude de la morphologie de l'organisation étudiée qu'il convient à présent se consacrer dans un quatrième chapitre.



## Chapitre 4 – Quelles formes organisationnelles pour le marché des euro-obligations ?

Après avoir démontré et explicité la nature organisationnelle du marché des euro-obligations, la question de sa forme organisationnelle, si elle paraît ne pas devoir se poser de prime abord, se révèle de première importance. Contrairement à ce que laisse penser sa dénomination « standard », le marché des euro-obligations s'est organisé autour de nœuds de relations qui dépassent largement celui de la transaction effectuée entre l'emprunteur et l'investisseur.

L'objectif de ce chapitre est de montrer que ce nœud de relations s'est tissé au sein de différentes formes organisationnelles. Nous n'entendons pas par forme organisationnelle la morphologie induite par la longueur de la ligne hiérarchique ou l'existence de *staffs* fonctionnels comme pourrait le proposer Mintzberg<sup>250</sup>. Plus fondamentalement, nous interrogeons la nature des relations tissées entre les acteurs de l'ensemble étudié, afin de déterminer si ces dernières sont caractéristiques d'un marché ou d'une firme. Au delà de ce premier questionnement, le mode de coordination mis en œuvre dans l'ensemble peut faire l'objet d'une étude particulière. Comme un marché peut être libéralisé ou régulé, une firme peut adopter des modes de contrôle divers<sup>251</sup>.

A cet égard, les théories transactionnelles de la firme apportent des éléments de réponse aux questionnements relatifs à la forme organisationnelle. Tout d'abord elles permettent d'identifier les contextes dans lesquels une nature spécifique de relations (contrat libre, emploi) est préférable à une autre. Elles éclairent aussi les motifs de transition d'une forme à une autre. Parmi ces théories, les cadres d'analyse portés par les notions de coûts de transaction (Coase, Williamson) et de droits de propriété (Alchian et Demsetz) répondent plus particulièrement à ces interrogations.

Notre démarche consiste à suivre cette succession d'interrogations. Dans un premier temps, nous nous intéressons aux théories des formes organisationnelles qui justifient de l'existence

---

<sup>250</sup> MINTZBERG H., 1979, *ibidem*.

<sup>251</sup> FOLLETT M.P, 1932, *ibidem*.

de la forme-marché et de la forme-firme. Le choix d'une de ces formes n'est pas la résultante d'un acte conscient ou délibéré de l'organisation mais relève de la présence de facteurs favorisant leur émergence et leur persistance. Nous analysons ces cadres théoriques par une démarche qui consiste à identifier les caractéristiques des formes organisationnelles, les raisons de leur existence et celles de leur disparition. Dans un deuxième temps, nous appréhendons l'évolution de la forme organisationnelle prise par le marché euro-obligataire au regard du cadre théorique que nous mettons en évidence. Enfin, dans un troisième temps, nous sommes amenée à démontrer que la forme de coordination privilégiée par ce marché est marquée par la dominance de la coordination bureaucratique d'experts.

#### 4.1 Cadre d'analyse de la forme organisationnelle : le marché et/ou la firme.

Les théories des formes organisationnelles fondées sur les coûts de transaction contribuent particulièrement à expliquer le hiatus qu'il peut y avoir entre la dénomination et la forme organisationnelle. Dans un premier temps, les travaux de Coase permettent de comprendre comment le jeu des économies de coûts de transaction a pu engendrer l'émergence d'une organisation-firme au sein de ce marché. Ensuite, la théorie livrée par Williamson éclaire plus précisément les mécanismes d'émergence et de résorption de ces coûts au sein d'une structure plus centralisée. Enfin Alchian et Demsetz légitiment les formes organisationnelles en s'intéressant à l'allocation des droits de propriété.

##### 4.1.1 La légitimation d'une organisation firme : les travaux de Coase

Coase est l'un des premiers théoriciens à se demander pourquoi la firme existe, alors que selon les théories néoclassiques le marché peut prendre en charge la réalisation des transactions sans coûts supplémentaires et ce dans une situation d'optimisation du profit pour

chacune des parties. Dans un article fondateur de 1937<sup>252</sup>, « la nature de la firme », Coase indique qu'à l'instar de ce qu'exprimait préalablement Robinson<sup>253</sup>, il souhaite construire une analyse de la firme qui, comme toute analyse économique, doit être en rapport avec la réalité des observations et doit pouvoir s'inscrire dans un cadre théorique.

Le point de départ de son étude est une critique des théories économiques néo-classiques quand elles considèrent qu'un système économique fonctionne par lui-même à travers le mécanisme des prix. Cette approche organiste de la société suppose que l'allocation des ressources ne dépend que de ce mécanisme. Ce qui n'est pas toujours vrai dans la réalité puisqu'un individu, facteur travail, peut être affecté à un autre service de son entreprise qui lui procure un meilleur salaire parce qu'il en a reçu l'ordre. Il existe donc deux modes de coordination de la production : celui mise en œuvre par le mécanisme des prix sur un marché et celui propre à la firme. Pourquoi deux modes de coordination coexisteraient-ils ? C'est la question centrale à laquelle Coase cherche à apporter des réponses.

Il met donc en évidence les raisons qui expliqueraient la présence des firmes dans la coordination de la production. En d'autres termes, il cherche à montrer dans quel type de situation il convient d'éviter la coordination du marché dans le processus d'allocation des ressources. La méthodologie sur laquelle il s'appuie consiste à confronter à la réalité la raison invoquée pour le recours à un mode de coordination particulier, et si elle est validée dans le monde réel, il la rattache à un cadre théorique.

Une des premières raisons qu'il invoque est que certains individus préféreraient travailler sous l'autorité d'autres individus et que l'existence d'une entreprise serait ainsi la conséquence d'un phénomène naturel. Les individus seraient prêts à renoncer à une partie du salaire qu'ils obtiendraient grâce à une coordination de marché. Coase rejette cette raison car dans la réalité elle n'est pas validée. Une deuxième raison est que certains individus préfèrent exercer une autorité sur d'autres individus et accepteraient de rémunérer à un tarif plus élevé que celui en vigueur sur le marché ceux qui se soumettent à son pouvoir. Ce qui suppose que les dirigeants payent pour exercer leur fonction sans être rémunérés, ce qui est irréaliste et donc l'auteur ne retient pas cette explication. Une autre raison est que les consommateurs préfèrent les produits

---

<sup>252</sup> COASE R.H., 1997, *La firme, le marché et le droit*, Paris, Diderot Editeur, p43-66.

<sup>253</sup> ROBINSON J., 1932, *Economics is a Serious Subject*, Cambridge England, W. Heffer & Sons, p.6.



fabriqués par l'entreprise, sauf qu'encore une fois, confronté à la réalité, ce choix n'est pas validé car plusieurs entreprises coexistent pour un même produit.

Une autre raison préside à l'apparition de la firme en tant que moyen de coordination des échanges : le mode de régulation différent imposé par les Etats ou les autorités de contrôle aux transactions selon qu'il ait lieu sur un marché ou dans une firme. Ainsi la taxe sur les ventes appliquées aux échanges pratiqués sur un marché serait à l'origine de la création des firmes. Coase réfute cette explication car, si elle était vérifiée, alors dans la réalité toutes les transactions auraient lieu dans le cadre d'une firme de taille très importante. Ce qui n'est pas le cas.

Pour cet auteur, l'explication la plus plausible, c'est-à-dire celle qui confrontée au monde réel et qui rattachée à un cadre théorique semble cohérente, réside dans le coût d'utilisation d'un mécanisme de prix. Ce coût comprend pour chaque transaction le coût de découverte des prix adéquats, les coûts de négociation et de conclusions de contrats séparés. La firme permet de limiter le nombre de contrats. Par ailleurs, elle offre la possibilité à la différence du marché qui s'inscrit dans l'instant de passer des contrats sur une longue période et dont les termes proposés par l'acheteur sont plus larges et moins précis que ceux prévalant sur le marché. Les contraintes subies par le vendeur ne sont pas précisées et feront l'objet d'une décision future de la part de l'acheteur. La répartition des ressources est ici le fait de l'acheteur et c'est donc à travers ce « système de rapports qui apparaît lorsque la direction des ressources dépend d'un entrepreneur »<sup>254</sup> que Coase appréhende la firme. L'autorité incarnée par le responsable de la firme se substitue au marché pour répartir les ressources à un coût inférieur que ne le ferait ce dernier.

Coase précise que le mécanisme des prix mis en œuvre sur le marché engendre trois catégories de coûts : des coûts de détermination de prix, des coûts de négociation et de conclusion d'un contrat séparé et enfin des coûts inhérents à la multiplication des contrats à court terme. Pour la première catégorie de coûts, l'auteur ne s'inscrit pas dans une hypothèse de concurrence pure et parfaite pour laquelle la détermination des prix à travers la rencontre de l'offre et de la demande se fait sans aucun engagement de dépense.

Une fois définie la cause principale de l'émergence de la firme, il se pose la question des variables contribuant à la détermination de sa taille. En effet, si une firme grandit, c'est que

---

<sup>254</sup> COASE R.H., 1937, « The Nature of Firm », *Economica*, New Series, vol.16, p.393.

l'entrepreneur a intégré des transactions qui auparavant se déroulaient sur un marché et si elle diminue, c'est que la firme a abandonné au marché la réalisation de certaines transactions. Pourquoi ces modifications s'exercent-elles ? Pourquoi une seule firme n'est-elle pas en charge de l'intégralité de la production dans une économie ?

Au fur et à mesure que l'entreprise augmente de taille, elle est confrontée à des rendements décroissants, c'est-à-dire que le coût de production d'une unité supplémentaire augmente car le coût d'organisation d'une transaction supplémentaire devient plus important. Cette situation incite l'entrepreneur à renoncer à faire croître son entreprise. Il accepte de développer son entreprise jusqu'à ce que le coût d'organisation d'échange d'une unité supplémentaire dans la firme égale celui déterminé sur le marché ou dans une autre entreprise. Au-delà de ce seuil, les transactions sont confiées au marché.

Les échanges peuvent être réalisés sur un marché plutôt que dans une firme pour d'autres raisons. Les transactions ne sont pas homogènes dans la réalité et le coût d'organisation d'un échange sur un marché peut être pour un même produit inférieur à celui engendré par la firme. Les firmes quand elles grandissent perdent en efficacité car lorsque le nombre de transactions réalisées augmente les coûts d'organisation peuvent s'accroître en raison de l'extension de la distribution spatiale de l'échange et la différenciation des transactions peut s'opérer avec des probabilités de changement de prix.

Au contraire, quand les facteurs de production se rapprochent d'un même lieu par exemple, à la suite d'une innovation technologique ou d'une modification de la gestion des échanges, les coûts d'organisation spatiale se réduisent et conduisent à la croissance de la firme.

Ainsi Coase parvient à expliquer les phénomènes de variation de taille observés dans la réalité et les rattacher à sa théorie des coûts d'organisation des transactions. Les modifications de la taille des entreprises se conçoivent comme les conséquences de la variation des coûts de transaction. Les facteurs de variation des coûts sont multiples, ils peuvent résulter de rendement d'échelle décroissant, de la différence d'homogénéité des transactions selon qu'elles s'effectuent sur un marché ou dans une firme, et d'un changement de la distribution spatiale des échanges.

La limite de la taille de l'entreprise a fait l'objet d'études à travers la courbe de ses coûts. Robinson<sup>255</sup> et Kaldor<sup>256</sup> montrent qu'une forme de courbe de coûts croissants entrave la croissance de la firme en situation de concurrence pure et parfaite. Ils indiquent également que dans le cas d'une concurrence imparfaite, la taille de la firme ne peut pas dépasser le seuil au delà duquel le coût marginal est égal au revenu marginal. Cependant Coase remarque que ces théories économiques n'ont été pensées que pour un seul produit et que donc rien ne dit que les limites invoquées pour un seul bien puissent être généralisables. Pour lui, la taille des firmes dépend des coûts de recours au mécanisme des prix et des coûts d'organisation des échanges des différentes firmes qui vont permettre d'allouer la quantité à produire pour chaque firme.

L'auteur critique la conception de la firme de Knight<sup>257</sup>. Ce dernier envisage d'abord une situation de certitude dans laquelle aucune direction d'entreprise ou coordination de marché ne serait nécessaire, puisque les flux de productions iraient de manière automatique vers le consommateur. La coordination est assurée sur la base de la routine, sans qu'aucune responsabilité ne soit assumée, si bien que l'on peut se demander comment et pourquoi sont payés ceux qui exercent cette coordination. Plus important encore, Coase s'interroge alors sur la nécessité d'écarter le mécanisme des prix dans cette situation et juge insatisfaisante la réponse de Knight dans un univers certain.

C'est avec l'introduction de l'incertitude que le questionnement central du « que faire et comment le faire »<sup>258</sup> apparaît. Les besoins futurs ne sont plus connus avec certitude et doivent donc faire l'objet d'une prévision. L'organisation sociale est dès lors caractérisée par un marché construit d'une part, sur la base de la prévision des désirs du consommateurs par les producteurs et d'autre part en fonction de l'émergence d'un entrepreneur chargé d'une responsabilité de prévision, de direction et de contrôle de l'activité économique. Ce dernier a la confiance d'autres individus pour assumer les risques liés à l'incertitude en attribuant des

---

<sup>255</sup> ROBINSON A., 1934, « The problem of Management and the Size of Firms », *Economic Journal*, 44, june, p.242-257.

<sup>256</sup> KALDOR N., 1934, « The Equilibrium of the Firm », *Economic Journal*, 44, mars, p.60-76

<sup>257</sup> KNIGHT F.H., 1933, *Risk, Uncertainty and Profit*, London School of Economics Series of Reprints, n°16.

<sup>258</sup> KNIGHT F.H., *ibidem*, p.268.

salaires en échange d'un résultat futur. L'entrepreneur joue un rôle de conseil. Les individus acceptent son autorité et donc d'être salariés parce qu'ils ont confiance dans son jugement. Or Knight n'explique pas pourquoi l'entrepreneur ne vendrait pas ses conseils et ses réalisations par l'intermédiaire d'un marché en signant un contrat. Ce qui entraîne un recours au mécanisme des prix et non pas à la coordination de la firme.

Coase justifie l'existence de la firme par la présence de coûts spécifiques à la réalisation d'un échange sur un marché. Peu à peu, ce nouveau concept a pris le nom de coûts de transactions du marché dans la théorie économique mais il est introduit par l'auteur en tant « coût d'utilisation du mécanisme des prix »<sup>259</sup>, « coût de réalisation d'une transaction correspondant à un échange sur un marché ouvert » ou encore « coûts de marketing ».

Synthétisons l'apport de Coase en distinguant pour chaque forme organisationnelle, ses caractéristiques, les raisons de son existence et les causes de sa disparition, ce que propose le tableau suivant.

---

<sup>259</sup> COASE R.H., 1937, *ibidem*, p. 47.

Forme organisationnelle envisagée	Caractéristiques	Raisons d'existence de cette forme organisationnelle ?	Causes de sa disparition
Firme	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Coûts d'utilisation du mécanisme des prix = coût de découverte des prix adéquats + coûts de négociation et de conclusion de contrats séparés</li> <li>- Rapport d'autorité entre acheteur et vendeur dans le contrat d'emploi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Des coûts de transaction en baisse car</li> <li>- rapprochement spatial des facteurs de production induit par exemple par une nouvelle technologie</li> <li>- vers une homogénéité des transactions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Des coûts internes en hausse car</li> <li>- rendement décroissant</li> <li>- différenciation des transactions</li> </ul>
Marché	<ul style="list-style-type: none"> <li>Coûts d'utilisation du mécanisme des prix = coûts de détermination des prix + coûts de négociation et de conclusion de contrats séparés + coûts de multiplication de contrats à court terme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Des coûts de transaction plus faibles que ceux de la firme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Des coûts de transaction en hausse car</li> <li>- répétition de contrats à court terme</li> </ul>

**Tableau 4. 1 : Approche de la forme organisationnelle pour Coase**

L'apport de Coase à la théorie des organisations est majeur. Tout d'abord, il apporte une réponse à la question de savoir pourquoi certaines transactions ne se font pas grâce au mécanisme des prix sur un marché et sont mis en œuvre par les firmes. Puis il présente une définition originale de la firme au regard des critères de la théorie néo-classique puisqu'il la conçoit comme un rapport social, en l'occurrence une relation d'autorité entre un employeur et un employé. Cependant, comme il l'analyse lui-même<sup>260</sup>, en rapportant les critiques de Williamson sur sa recherche, la portée opérationnelle de son cadre d'analyse est limitée dans la mesure où elle ne se rattache pas à une théorie plus générale et qu'elle n'explicite pas précisément ce qui va décider d'une forme organisationnelle firme ou d'une forme organisationnelle marché, car les méthodes de mesure des coûts de transaction ne sont pas

<sup>260</sup> COASE R.H., 1992, « The Institutional Structure of Production », *American Economic Review*, vol.82, n°4, p.718.

appréhendées par l'auteur. Par ailleurs, la portée de sa recherche se trouve réduite par l'absence de prise en compte de la spécificité de la nature des transactions, qui lui aurait permis d'approfondir la notion de rapport salarial au-delà d'un rapport d'autorité non conflictuel.

#### 4.1.2 Les travaux de Williamson : l'identification des facteurs de coûts conduit à justifier l'existence d'une forme organisationnelle

Dans le prolongement des travaux de Coase, Williamson cherche à identifier les facteurs de coûts de transaction pour justifier l'existence d'une forme organisationnelle. Il reprend la définition d'Arrow qui considère les coûts de transaction comme des « coût de fonctionnement du système économique »<sup>261</sup>. Nous étudierons son approche en nous intéressant tout d'abord à ses origines, à savoir les raisons qui président à l'intégration verticale des firmes, puis nous montrerons comment elle permet de justifier du choix d'une forme organisationnelle, nous poursuivrons ensuite notre analyse en considérant la question de la mesure des coûts de transaction et enfin nous dégagerons d'une revue de littérature les critiques et les approfondissements qui lui sont apportés. Une conclusion reprendra les principaux enseignements du modèle mis en exergue par l'auteur en adoptant le questionnement développé pour chaque forme organisationnelle avec l'approche de Coase.

---

<sup>261</sup> ARROW K., 1969, « The organization of economic activity: Issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation », in *The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: the PPB System*, vol. 1. Joint Economic Committee, 91<sup>st</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Session. Washington D.C.:U.S. Government Printing Office, p.48.

4.1.2.1 - Pourquoi renoncer à la forme organisationnelle marché et adopter une forme organisationnelle firme : la question de l'intégration verticale à l'origine de la théorie des coûts de transaction.

Dans un article de 1971, Williamson<sup>262</sup> cherche à comprendre les raisons qui président à l'intégration verticale des firmes c'est-à-dire l'origine de la renonciation au marché pour l'organisation des transactions. Il analyse les limites du recours à la firme et au marché.

Il commence son étude en caractérisant l'avantage de la firme par rapport au marché en mettant en évidence trois propriétés majeures : la présence d'incitations, des processus de contrôle et des avantages structurels propres. Puis il fait l'inventaire des défaillances du marché, c'est-à-dire de situations où les échanges réalisés dans des firmes s'avèrent moins onéreux en termes de coûts de transaction que ceux opérés sur le marché. Il identifie à ce titre deux situations favorables à la forme firme. Une première situation de marché où la forme firme semble plus intéressante pour l'organisation des transactions est celle d'une situation oligopolistique. Le choix de l'industrie est celui d'un secteur spécialisé dans la fabrication d'un output intégrant plusieurs composants et dont la production engendre des économies d'échelle. Une situation oligopolistique nécessite que le prix et la quantité échangée fassent l'objet d'un accord. Chaque partie a intérêt à échanger sur le marché tant que son profit reste positif. Pour Williamson, l'intégration verticale de la transaction ne présente pas d'avantage par rapport à un échange sur le marché si l'environnement est statique. Il est indifférent d'échanger sur un marché ou dans une firme, seules sont modifiées les spécificités de l'échange car sur le marché, le prix des quantités échangées est négocié alors que lors de l'intégration verticale, il s'agit d'évaluer l'actif intégré. Dans un environnement dynamique, la présence d'un oligopole peut favoriser la forme organisationnelle firme parce que les acteurs peuvent voir un intérêt à l'intégration verticale. Une deuxième situation est celle d'un produit techniquement complexe et dont les caractéristiques sont modifiées en fonction d'un environnement changeant.

---

<sup>262</sup> WILLIAMSON O.E., 1971, « The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations », *American Economic Review*, Vol. 61, n°2, p.112-123.

Trois formes d'organisation sont possibles pour réaliser les transactions : un contrat unique, une série de contrats à court terme et l'intégration verticale. Chaque forme organisationnelle est appréciée au regard de ses avantages et des problèmes qu'elle pose.

Un contrat unique signé une fois pour toutes entre les parties peut conduire à des problèmes d'interprétation et même à des situations de litige. Pour pallier ce problème, un contrat exhaustif envisageant les facteurs entraînant des situations nouvelles (comme les variables entraînant des changements de prix des produits ou une modification de la demande) peut être rédigé mais serait très onéreux. Et ce d'autant plus que les caractéristiques technologiques du produit évoluent en fonction de l'environnement.

Une autre solution consiste en des révisions périodiques des termes du contrat mais ne conduit pas selon Williamson à des choix optimaux car ils font l'objet d'un marchandage qui peut conduire à fausser leur valeur ou à renoncer à certaines décisions. Choisir des séries de contrats à court terme pour réaliser des transactions entraîne d'autres inconvénients. Le premier est qu'il est difficile d'envisager des investissements à long terme dans cette forme d'organisation. Le deuxième inconvénient est que celui qui remporte le premier des contrats à court terme aura un avantage en termes de coûts qui peut limiter les conditions de la concurrence pour les contrats futurs.

Puisque le contrat unique ou les séries de contrats à court terme posent problème, l'intégration verticale est-elle une solution ? Elle permet de pallier les difficultés liées à la révision périodique des contrats car les processus de contrôle et d'ajustement coopératif à l'intérieur des firmes évitent des situations de marchandage opportuniste. L'intégration verticale est un moyen de concilier des intérêts divergents et permet de recourir à des processus séquentiels de décision efficace.

Une troisième piste de recherche privilégiant la firme est liée à une représentation stratégique fautive du risque. La prise en compte du hasard moral (*moral hazard*) peut mener au choix de l'intégration verticale. En effet, si la performance ou le résultat d'un contrat ne sont pas certains, deux possibilités s'offrent au vendeur : il peut choisir d'assumer le risque lié en intégrant au prix de vente une prime de risque, ou bien il peut laisser le soin à l'acheteur de le traiter par exemple dans un contrat spécifique tenant du coût effectif. Cependant, cette dernière solution ôte toute incitation pour l'offreur de proposer son produit à un moindre coût. L'intégration verticale par l'acheteur lui permet de contrôler les processus d'évaluation du prix de l'actif qui fait l'objet de la transaction. La présence d'externalités est aussi un facteur



de recours à l'intégration verticale sous certaines conditions : si un droit de propriété est formalisé et si le coût de la comptabilité analytique est négligeable, alors intégrer verticalement la transaction n'est pas intéressant. En revanche si les droits de propriété ne sont pas établis formellement et si l'évaluation des coûts et des bénéfices retirés par la réalisation de la transaction sont importants, alors l'intégration verticale est souhaitable. Un autre cas susceptible de favoriser l'intégration verticale est celui où la chaîne d'assemblage comporte de nombreux postes et que l'offre de composants s'inscrit dans un marché monopolistique. Si l'offreur impose dans ses conditions de vente des quantités minimum alors les coûts de fabrication vont s'élever, ce qui va rendre plus intéressante l'intégration verticale des composants.

Williamson recense deux inconvénients majeurs à l'intégration verticale : la discrimination par les prix et l'apparition de barrières à l'entrée. La discrimination par les prix est rendue possible par l'intégration verticale dès lors que le prix de certaines marchandises n'est pas encadré réglementairement et pose des problèmes de coûts élevés. L'intégration verticale a pour conséquence d'augmenter les besoins en capitaux propres de la firme et rend ainsi plus difficile l'accès à des nouveaux entrants dans le secteur qui devront s'aligner sur la structure du passif des firmes intégrées.

La forme organisationnelle firme ne recèle pas moins des avantages structurels liés à une économie d'échange d'informations. Le premier d'entre eux se produit quand des individus sont des vecteurs de risques si élevés qu'ils ne peuvent que cacher ce fait auprès des compagnies d'assurance. Dans ce cadre la signature de contrats avec cette catégorie d'individus est bien plus risquée que l'intégration verticale de leur activité. L'intégration verticale peut également concerner des activités de collecte d'information quand une seule catégorie d'observations sur les différentes étapes de la production est possible. Enfin si les différents stades de production sont fortement interdépendants et si les opportunités d'adaptation évoluent dans un univers incertain, il est difficile d'organiser la coordination des réponses en fonction des modifications des processus adaptatifs. La coordination peut s'opérer par des contrats à long terme mais apporter des réponses aux modifications d'un environnement incertain s'avère hasardeux. D'autant plus que les processus séquentiels de décision mis en œuvre ne conduisent pas à un optimum, car les individus sont prêts à marchander les termes des contrats à leur avantage. Dans ce cas, l'intégration verticale permet de résoudre les problèmes de coordination car la firme peut au fur et à mesure des

changements de l'environnement procéder à des ajustements en coordonnant et en contrôlant l'activité. Une autre solution consiste à recourir aux contrats à court terme pour permettre la coordination. Ce mode de coordination a un coût de négociation et d'ajustement par les prix en vigueur sur le marché plus élevé que celui de la firme. Encore une fois, l'intégration verticale doit alors être privilégiée.

L'intégration verticale peut être la conséquence de modes d'adaptation économique ou extra-économique. Williamson rappelle que certains auteurs comme Coase<sup>263</sup> et Stigler<sup>264</sup> ont analysé l'intégration verticale comme un moyen d'éviter de payer des impôts sur les ventes de produits intermédiaires ou bien encore comme un moyen de contourner des systèmes de quotas ou de réglementation des prix. Il ajoute qu'une mauvaise formalisation des droits de propriété peut également en être à l'origine, car elle permet de maîtriser les coûts de négociation qui résultent d'une telle situation. Le faible degré de confiance entre individus dans une société donnée est un facteur extra-économique d'intégration verticale car la prise en compte de sanctions et de garanties dans les contrats engendre des coûts élevés.

Le mérite de l'étude de Williamson en date de 1971 est d'avoir apporté une réponse normative à la question de la forme organisationnelle. Il montre que la forme organisationnelle firme pallie les défaillances de la forme organisationnelle marché à travers l'intégration verticale. L'auteur admet que son analyse n'en demeure pas moins exempte de limites. La première d'entre elles est qu'il ne présente pas de manière exhaustive toutes les défaillances du marché qui entraînent le choix de la firme. La deuxième est qu'il ne répertorie pas les défaillances de la forme firme qui conduiraient à exclure cette forme organisationnelle pour la réalisation des transactions. La troisième limite est que son étude s'applique à l'intégration verticale de la production et ne traite pas de l'intégration verticale en amont comme celle des matières premières et de l'intégration verticale en aval comme celle de la commercialisation des produits. Williamson reconnaît que s'il avait utilisé la théorie des jeux pour l'analyse des situations de négociations, il aurait pu limiter le nombre de situations indéterminées. Enfin, il remarque que les situations d'intégration verticale qu'il a pu observer au cours de son analyse ne sont pas prodigieuses au regard du bien être social.

---

<sup>263</sup> COASE R.H., 1937, p.338-339.

<sup>264</sup> STIGLER G.J., 1968, *The Organization of Industry*, Homewood, III., p.136-137.

Dans son ouvrage de 1975, l'auteur traite de l'intégration verticale amont, aval et latéral pour les interpréter en termes de coûts de transactions. Comme le précisent Porter et Livesay<sup>265</sup>, l'intégration verticale aval c'est-à-dire l'intégration dans la distribution a fait son apparition au cours du XIXème siècle lors de la naissance des chemins de fer. Chandler<sup>266</sup> montre qu'elle s'est développée lors d'innovations technologiques importantes comme celles par exemple du télégraphe et de la conception de machines permettant la production en continu. Williamson dresse à partir du constat de Chandler un historique rapide de ce développement en distinguant différents degrés d'intégration verticale. Tout d'abord, il commence par les secteurs où elle ne s'est pas produite comme pour les commerces indépendants du type épicerie, quincaillerie ou pharmacie pour s'intéresser ensuite au commerce de gros où des expériences d'intégration verticale se sont appliquées à la promotion des ventes, la gestion des stocks et la propriété des équipements. Il poursuit sa présentation en expliquant l'intégration verticale dans la vente au détail en analysant trois types de produits : les biens de consommation périssables spécialisés (par exemple le film photographique Kodak), les biens de consommation durables nécessitant de l'information et du suivi (ainsi des machines à coudre Singer) et enfin des biens de production durables qui ont également besoin d'une aide d'information et de suivi (comme pour les machines agricoles McCormick). Enfin, il met en exergue des intégrations verticales ratées qu'il qualifie d'erronées comme ce fut le cas d'American Tobacco qui intégra la vente en gros et au détail de ses cigares pour tenter d'accroître ses parts de marché et qui se solda par de lourdes pertes.

C'est donc sur la base de l'histoire américaine de l'intégration verticale que Williamson livre son interprétation en termes de coûts de transaction. Il recense plusieurs origines possibles à l'intégration verticale : la recherche d'économies d'échelle et de gamme, la diminution de coûts de transaction liée la spécificité des actifs et la présence d'externalités. L'étude de ces dernières relève de la branche de l'économie des coûts de transaction qui traite de la mesure. Les externalités apparaissent quand un bien ou un service connaît une dégradation de sa qualité. Le contrôle continu de la qualité est difficile à opérer pour une entreprise qui vend à des distributeurs et cette absence de continuité peut conduire à une augmentation des coûts.

---

<sup>265</sup> PORTER G., LIVESAY H.C., 1971, *Merchants and Manufacturers : Studies in the Changing Structure of Nineteenth Century Marketing*, Baltimore, John Hopkins Press.

<sup>266</sup> CHANDLER A.D., 1977, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge Mass., Harvard University Press.

L'intégration verticale amont permet alors de les supprimer. Les économies d'échelle réalisées grâce à l'intégration verticale ne sont pas si élevées pour justifier de cette intégration aval, en particulier pour les grandes firmes. En revanche les économies de gamme sont plus importantes et une décision d'intégration verticale en aval dépend de l'économie des coûts de transaction espérée. La spécificité des actifs peut susciter un coût prohibitif pour sa distribution indépendante et l'intégration verticale en aval se conçoit comme un moyen de réduire les coûts de transaction.

L'auteur croise son explication des origines des décisions d'intégration (économie de gamme, externalités, spécificités des actifs) avec les différents degrés d'intégration en aval analysés par Chandler. Il parvient à montrer que l'intégration verticale ne s'opère pas quand les externalités et les spécificités des actifs sont faibles. L'intégration limitée puis complète se justifie au fur et à mesure du renforcement de la spécificité de l'actif tant pour la vente en gros que pour la vente finale de biens de consommation ou de production durables.

Williamson montre en quoi l'intégration latérale s'explique par une économie des coûts de transaction. Il précise que l'intégration latérale est celle qui consiste à incorporer dans l'activité de la firme l'approvisionnement en composants. Il part de l'étude de cas menée par Klein, Crawford et Alchian<sup>267</sup> sur la relation bilatérale dans les années vingt entre Fisher Body et General Motors. Il montre que leur relation contractuelle a suivi différents stades d'évolution au fur et à mesure que l'actif échangé (des habitacles de voiture) connaissait une intensification de sa spécificité. Quand des habitacles en bois font l'objet de l'échange, la gouvernance adoptée est celle d'une relation contractuelle relativement autonome. Ensuite des habitacles en métal remplacent ceux en bois et Fisher Body est amené à modifier ses actifs physiques pour pouvoir les produire renforçant la relation bilatérale avec General Motors. Une nouvelle gouvernance bilatérale établissant une formule de prix et le recours à l'arbitrage en cas de conflit garantissent des principes contractuels efficaces. Cependant, des évolutions imprévisibles de demande et de coûts rendent tendues les relations contractuelles nouvellement instaurées car General Motors incite son fournisseur à dédier un site à sa production, c'est-à-dire à investir dans une spécificité de site. Pour éviter les désagréments dus à une inadéquation temporaire entre les décisions d'investissement et les décisions

---

<sup>267</sup> KLEIN B., CRAWFORD R.A., ALCHIANA.A., 1978, « Vertical Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process », *Journal of Law and Economics*, vol. 21, p.297-326.

d'exploitation, une gouvernance unifiée remplace la gouvernance bilatérale. L'auteur souligne la cohérence entre le cas étudié et la théorie des coûts de transaction et il précise que cette théorie n'a pas ici de caractère prédictif détaillé.

4.1.2.2 La théorie des coûts de transaction : une justification au choix d'une forme organisationnelle.

Le moyen de répondre à la question du choix d'une forme organisationnelle repose sur la détermination qualitative de coûts de transaction qui permettent de mettre en évidence des modes de gouvernance leur correspondant. Ils représentent « la somme des coûts *ex ante* de négociations et de rédaction d'un contrat qui relie les deux entités [...] et des coûts *ex post* d'exécution, de mise en vigueur, et de modifications du contrat lorsqu'apparaissent des conflits »<sup>268</sup>. Les coûts *ex ante* ont pour origine la rédaction d'un document dans lequel peuvent être stipulées les contingences auxquelles les entités devront faire face dans l'exécution d'un contrat et les adaptations requises. Cependant il peut aussi survenir que ce document soit incomplet. Dans ce cas, les parties peuvent préférer ne résoudre les problèmes que lorsqu'ils surviennent. Les coûts *ex post* prennent forme lorsque de mauvaises adaptations se produisent, ou quand des négociations bilatérales sont mises en œuvre après des divergences *ex post* ou bien encore lorsqu'il s'agit d'établir des engagements sûrs. Si des conflits émergent, les coûts associés au fonctionnement et à l'organisation des structures de gouvernance voient le jour.

Williamson dans son ouvrage de 1975 montre comment s'opère le choix entre trois institutions économiques : le marché, des formes hybrides (dites contractuelles) et la hiérarchie. Dans un article paru en 1991, il approfondit son étude en détaillant dans les alternatives structurelles à l'échange la forme hybride. Il montre comment l'analyse par les coûts de transactions conduit au choix d'une forme organisationnelle.

Nous développerons notre propos en présentant dans un premier temps les facteurs de formation des coûts de transaction, puis nous mettrons en évidence une typologie des

---

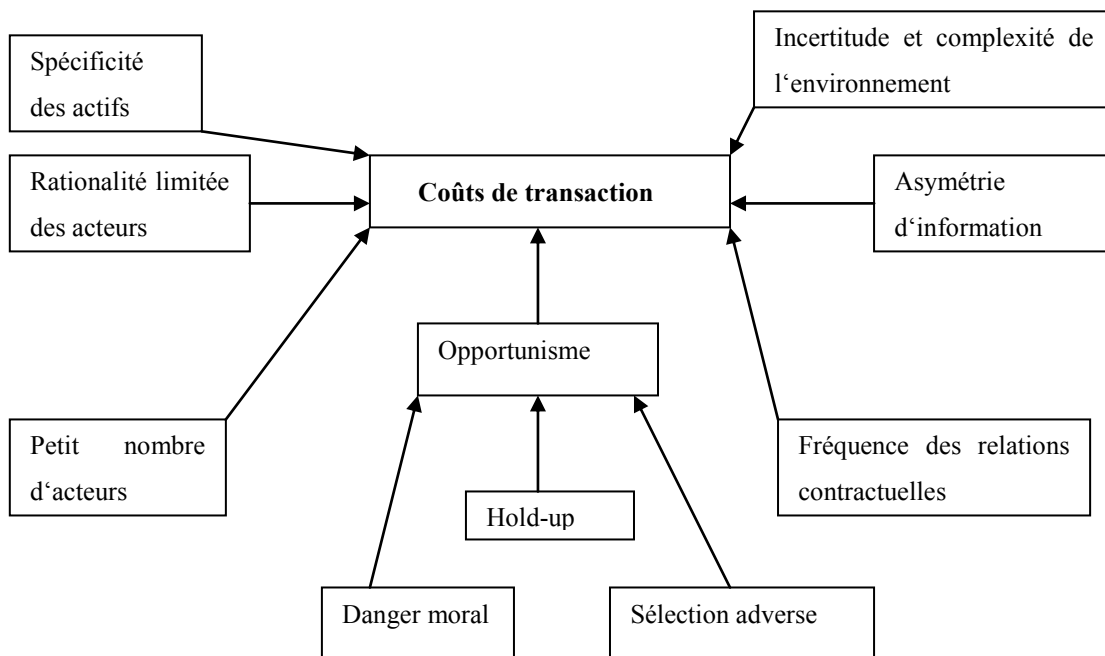
<sup>268</sup> WILLIAMSON O.E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York, 1985, p.20, notre traduction.

transactions en fonction des formes de gouvernance. Enfin nous montrerons comment sont conjugués les modes de gouvernance et les facteurs d'incitations et de contrôle.

- Les facteurs de formation des coûts de transaction

Les facteurs de formation des coûts de transaction sont multiples mais ne présentent pas le même statut dans l'analyse. Certains relèvent des hypothèses du modèle et de son environnement tandis que d'autres sont liés aux caractéristiques de la transaction.

Joffre<sup>269</sup> synthétise dans un graphique les facteurs concourant à la formation de coûts de transaction que nous présentons ci-après.



**Figure 4. 1 : Les facteurs de formation des coûts de transaction**

Source JOFFRE P., 1999, « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à a fin du XX<sup>e</sup> siècle » in KOENIG G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Paris, Economica, p.150.

<sup>269</sup> JOFFRE P., 1999, « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à a fin du XX<sup>e</sup> siècle » in KOENIG G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Paris, Economica, p.150.

Les comportements opportunistes des acteurs à rationalité limitée sont fonction des problèmes de danger moral et de sélection adverse et s'inscrivent directement dans les hypothèses du modèle que nous analyserons dans un premier temps. La complexité de la transaction et l'univers incertain dans lequel elle évolue conduisent à la manifestation de tels comportements. D'autres variables, telles que la spécificité des actifs, le nombre d'acteurs, la sélection adverse, la fréquence des relations entre les parties et les problèmes d'asymétrie d'information, rentrent également en jeu pour déterminer la forme organisationnelle qui siérait idéalement à la transaction et se manifestent dans les critères de caractérisation de la transaction. Ces derniers seront étudiés dans un second temps.

#### \* Les hypothèses du modèle

Les hypothèses de comportement des acteurs retenues par l'auteur sont celles de la rationalité limitée au sens de Simon<sup>270</sup> et de la présence de comportements opportunistes des acteurs dans le cadre d'un environnement incertain. Sans ces hypothèses, les transactions seraient exclusivement organisées à travers le seul cadre contractuel. Le choix de la rationalité intentionnelle et limitée est crucial pour l'analyse des coûts de transaction. Elle correspond à un degré intermédiaire de rationalité entre la rationalité à un niveau élevé telle qu'elle est appréhendée dans la maximisation néo-classique et la rationalité organique faible associée aux théoriciens évolutionnistes et à l'école autrichienne. Williamson défend l'hypothèse de rationalité limitée aux dépens des autres<sup>271</sup>.

---

<sup>270</sup> SIMON H.A., 1957, *ibidem*.

<sup>271</sup> L'approche par la maximisation néo-classique conçoit la firme comme une fonction de production et le comportement du consommateur est assimilé à sa fonction d'utilité. L'affectation des activités économiques au sein des différentes formes organisationnelles est une donnée, et la recherche de l'optimum est l'objectif final de cette approche. L'auteur rejette cette forme de rationalité pour deux raisons : d'une part elle ne permet pas de prendre en compte l'ensemble des coûts de l'activité économique et d'autre part elle ne tient pas compte des institutions. Dès lors l'objectif du choix d'une forme organisationnelle par la détermination des coûts de transactions ne peut pas être mené à terme dans le cadre d'une rationalité totale des individus.

La rationalité organique s'intéresse aux processus dans les firmes et hors des firmes selon une approche évolutionniste et se préoccupe de processus dans les institutions financières, les marchés et la propriété privée. Cependant, si les notions d'institutions et de processus organisationnels sont présentes, elle n'aborde pas la question des coûts de transaction et est donc rejetée dans l'approche de Williamson.

La rationalité limitée et intentionnelle permet de comprendre pourquoi faire des économies sur les coûts est rationnel et pourquoi cette caractéristique de comportement doit mener à l'étude des organisations. Comme il s'agit de relier une structure de gouvernance de la transaction avec une nature de transaction en tenant compte de coûts de planification, d'adaptation et de contrôle qui apparaissent sous une hypothèse de rationalité limitée des individus, l'analyse des formes organisationnelles est au cœur de cette recherche. Les capacités cognitives des individus ont des limites que les ensembles organisés permettent de dépasser.

L'autre hypothèse comportementale est celle de l'opportunisme élevé des agents économiques, c'est-à-dire la recherche à tout prix d'un intérêt personnel, qui conduit à donner des informations fausses ou incomplètes. L'opportunisme peut survenir avant (*ex ante*) la réalisation de la transaction ou bien après cette dernière (*ex post*). Sans un tel comportement, les conditions de réalisation des échanges seraient l'objet de règles générales formulées *ex ante* et les problèmes qui surviendraient dans l'exécution des contrats pourraient alors être réglés. L'opportunisme des acteurs engendre une incertitude comportementale des parties à l'échange. Williamson rejette d'autres formes d'opportunisme pour différentes raisons. Ainsi, la forme intermédiaire propre à la théorie néo-classique conçoit l'opportunisme comme la recherche d'intérêts simples qui mène après leur confrontation à un exposé exact de l'état de la nature. La réalisation de l'échange se fait sur la base d'une règle adoptée *ex ante*. Dès lors, il n'y a plus d'écart entre les individus par rapport à la règle préalablement établie à l'échange. La subordination totale, un comportement d'un ordre mécaniste, relève d'une forme faible ou nulle d'opportunisme et est rejetée par l'auteur au motif de son absence de réalisme.

Sans les hypothèses de comportement de rationalité limitée, forme intermédiaire de rationalité et d'opportunisme, forme élevée de l'intérêt personnel, l'auteur considère que l'étude des coûts de transaction serait inutile pour comprendre l'organisation économique. En effet en présence d'une rationalité très élevée ou faible des individus, l'étude des formes organisationnelles n'est plus pertinente. En effet, une rationalité élevée mène à la contractualisation exclusive des échanges et une rationalité faible conduit à adopter des processus évolutionnistes. En l'absence d'une hypothèse de comportement opportuniste, les objectifs de maximisation des profits de chaque partie au contrat nécessite une forme



organisationnelle marché qui suffit pour remplir ces objectifs. Dans ce cadre, l'étude de toute autre forme organisationnelle est inutile.

\* Les critères de caractérisation de la transaction

Williamson reprend l'unité d'analyse adoptée par Commons<sup>272</sup>, à savoir celle de la transaction et la caractérise sur la base de trois critères : sa fréquence, le niveau et la forme d'incertitude qui lui sont propres et la spécificité des actifs qui font l'objet de la transaction.

L'auteur reprend l'hypothèse de Smith portant sur la limitation de la division du travail par la taille du marché en considérant que le coût d'un investissement sur un marché étroit risque ne pas pouvoir être recouvert. Il souligne que des structures spécialisées de gouvernance sont nécessaires à la réalisation de transactions non standard mais qu'elles présentent l'inconvénient d'être plus onéreuses que les structures non spécialisées. Le recours à ces formes de gouvernance n'est rentable que si le bénéfice retiré est suffisant et que la fréquence des transactions l'exige. Plus l'investissement en actifs spécifiques est élevé, et plus les transactions qui lui sont liées vont dégager un bénéfice important en présence d'une structure de gouvernance spécialisée. Cependant quand le volume de transaction est faible, il sera préférable de recourir à des transactions indépendantes car les coûts de structure d'une gouvernance spécialisée ne pourront pas être rentabilisés. En revanche, si le volume des transactions est suffisamment important, alors le recours à la gouvernance spécialisée se justifie car les coûts qu'elle engendre seront couverts.

L'incertitude des comportements et de l'exécution des transactions rendent nécessaires le développement de processus d'adaptation et conduisent à intensifier l'interaction entre la spécificité d'un actif et l'adaptation séquentielle. Quand un actif est très spécifique et que l'incertitude augmente, les parties au contrat doivent renforcer les mécanismes d'adaptation pour réduire les écarts contractuels et faire en sorte que la transaction aboutisse.

Un troisième indicateur est celui de la spécificité des actifs au cœur de la transaction. La notion d'actif spécifique se rapporte à un investissement durable réalisé à travers des transactions particulières. Cette notion « fait référence au degré auquel un actif peut être

---

<sup>272</sup> COMMONS J.R., 1934, *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press.

redéployé pour des utilisations alternatives sans sacrifier la valeur productive »<sup>273</sup>. Williamson distingue six différentes spécificités d'actif : la spécificité de lieu, la spécificité propre au produit, la spécificité de marque, la spécificité humaine dont l'importance est grande dans le secteur des nouvelles technologies, la spécificité des actifs dédiés et la spécificité temporelle<sup>274</sup>. Toute modification de cette spécificité entraîne une augmentation des coûts de transaction et il convient de choisir un mode de gouvernance le plus adapté pour tenter de les réduire.

La question de la spécificité des actifs est fortement liée à l'information idiosyncrasique et à la notion d'asymétrie d'information. Williamson souligne que son analyse présente des difficultés relatives aussi bien à l'information idiosyncrasique antérieure au contrat qu'à l'asymétrie d'information lors de la réalisation du même contrat. L'information idiosyncrasique survient quand le vendeur dispose de connaissances plus importantes que son acheteur sur l'objet de la vente avant qu'elle n'ait lieu et cette distorsion d'évaluation conduit à des problèmes de mesure de la valeur du bien sur le marché. L'asymétrie d'information lors de l'exécution du contrat se révèle dès lors que l'une des deux parties, le plus souvent le

---

<sup>273</sup> WILLIAMSON O.E., 1991, « Comparative Economic Organization : The Analysis of Discrete Structural Alternatives », *Administrative Science Quarterly*, Vol.36, n°2, p.281.

<sup>274</sup> La spécificité de lieu est celle qui survient lorsque les actifs sont immobilisés sur un site car les coûts d'installation ou de délocalisation sont très élevés. La forme la plus appropriée pour l'échange de ces actifs demeure une relation bilatérale pendant leur durée de fonctionnement. La spécificité des actifs physiques réside dans leur mobilité et leur transaction est efficace sur un marché concurrentiel car l'acheteur en fait l'acquisition et met aux enchères l'activité. Une intégration verticale n'est pas dans ce cas nécessaire puisque les éventuelles défaillances contractuelles peuvent être réglées sur le marché.

La spécificité de marque est liée à sa réputation et donne une valeur à l'actif.

La spécificité d'actifs dédiés se produit quand par exemple un site de production est agrandi au profit d'un seul client. Pour limiter les risques commerciaux inhérents, la relation contractuelle préexistante est alors le plus souvent étendue.

La spécificité des actifs humains entraîne la mise en place d'une relation d'emploi et donc un abandon de la contractualisation au profit de l'intégration verticale.

La spécificité temporelle est une forme de spécificité de site où la réponse humaine dans un temps limité est essentielle.

vendeur, a des informations que l'autre partie ignore. Cette asymétrie est susceptible d'entraîner des carences d'incitation.

Une autre forme d'asymétrie rapportée par l'auteur est celle dite du roi Salomon où les deux parties disposent de la même information mais où il est onéreux de la communiquer à d'autres à l'exception d'un observateur extérieur. C'est le problème évoqué par Alchian<sup>275</sup> et Demsetz lorsqu'ils mettent en évidence la nécessité d'un superviseur, observateur extérieur, pour contrôler le travail réalisé en équipe. Il n'en demeure pas moins que les problèmes liés à l'asymétrie d'information restent fortement associés à la spécificité des actifs.

#### \* Typologie des transactions

La forme de gouvernance efficace est appréhendée par Williamson en considérant que la fréquence des transactions est occasionnelle ou récurrente et en envisageant des actifs peu spécifiques, moyennement spécifiques ou très spécifiques.

D'autres hypothèses sont ajoutées et concernent aussi bien la transaction que les acheteurs ou les vendeurs. En effet, il est supposé que les parties à l'échange opèrent dans la continuité, et que tout comportement malhonnête est écarté de l'analyse. L'auteur ajoute l'hypothèse que quelle que soit la demande, les offreurs sont très nombreux et il n'existe pas de monopole pour des ressources spécialisées. Enfin, il précise que la fréquence des transactions est mesurée par l'activité de l'acheteur sur le marché et les investissements sont réalisés par les vendeurs. Il dresse une typologie des transactions auxquelles les structures de gouvernance sont confrontées en croisant le critère de fréquence avec celui de la spécificité des actifs. Six transactions vont ressortir de cette typologie telle qu'elles apparaissent dans le tableau suivant.

---

<sup>275</sup> ALCHIAN A. et DEMSETZ H., 1972, « Production, information costs, and economic organization », *American Economic Review*, Vol .62, p.777-795.

		Spécificité de l'actif		
		Non spécifique	Mixte	Très spécifique
Fréquence	occasionnelle	Achat de produits standards	Achat de produits sur commande	Construction d'une unité de production
	récurrente	Achat de produits standards	Achat de produits sur commande	Transfert d'un produit intermédiaire

**Tableau 4. 2 : Typologie des transactions pour Williamson selon la fréquence et la spécificité de l'actif**

Williamson reprend la classification des contrats appréhendée par Macneil<sup>276</sup> en distinguant trois formes possibles de contrats représentant autant d'objectifs contractuels différents : le contrat classique, le contrat néoclassique et le contrat évolutif.

Le contrat classique repose sur deux notions : la « présentation » et la discrétion. La « présentation », néologisme de Macneil représente tout ce qui concourt à la réalisation du contrat et son interprétation économique s'appuie sur une contractualisation par signaux contingents.

Toutes les contingences futures sont intégrées dans le contrat selon des probabilités d'occurrence futures. Pour concilier à la fois la discrétion et la présentation, des règles juridiques liées à des documents formels sont clairement établies. Tout d'abord, pour assurer la discrétion, l'identité des parties n'est pas une information importante, ce qui s'apparente à ce qui se pratique dans une transaction sur un marché. Puis le contrat comporte des termes formels dont la nature est délimitée. Les réparations dues à la non-réalisation des termes du contrat sont spécifiées, et par conséquent elles sont connues à l'avance. Enfin l'intervention de tiers pour régler les conflits n'est pas conseillée.

Plusieurs modes de résolution à l'exécution des contrats à long terme sont envisageables. On peut - solution extrême - décider de ne plus réaliser la transaction ou bien encore décider d'intégrer verticalement cette transaction et ainsi de ne plus faire appel au marché. La question des adaptations aux contingences futures est réglée par un système hiérarchique

---

<sup>276</sup> MACNEIL I.R., 1974, « The many futures of contracts », *Southern California Law Review*, 47 (May), p. 691-816

d'incitations et de contrôle. Une troisième voie consiste à instaurer une relation spécifique qui a le mérite de préserver la transaction sur le marché et de répondre aux carences des contrats classiques. Elle revêt la forme du contrat néoclassique telle qu'elle est présentée par Macneil<sup>277</sup>.

Les contrats néo-classiques<sup>278</sup> comportent généralement quatre catégories de clauses : des clauses de résolution des conflits qui précisent quelles procédures sont à mettre en œuvre dans le cadre d'une modification importante de l'environnement ; des clauses mettant en évidence une zone de tolérance sur des marges de fluctuations de prix ou de qualité ; des clauses intégrant des procédures de révélation d'information permettant d'améliorer la transparence entre les co-contractants ; des clauses d'arbitrage destinées à éviter un mode de résolution des conflits devant les tribunaux qui s'avère lent et onéreux.

Il s'agit donc de contrats incomplets dont les conflits sont résolus par l'intervention d'un tiers arbitre. L'arbitre ne fait pas appel aux tribunaux, il essaie de rendre plus intelligible aux parties leur différend en instruisant rapidement le dossier qui lui est confié. Si les contrats sont incomplets, c'est qu'il est parfaitement accepté que leur complexité rend impossible l'exhaustivité des termes et que la confiance dans l'arbitrage rend possible la réalisation de la transaction. Il est important à cet égard de souligner la différence majeure d'objectifs entre l'apparition d'un litige et l'arbitrage. L'objectif d'un arbitrage est de maintenir la continuité de la transaction alors que lorsque survient un litige, le contrat de fait s'interrompt.

Les contrats évolutifs se forment dès que la durée du contrat néoclassique augmente et que la complexité du contrat s'intensifie. Il s'agit alors de mettre en place des processus d'adaptation spécifiques comme par exemple un suivi administratif des transactions. Des normes plus larges que celles liées directement à la transaction et à ses conséquences immédiates

---

<sup>277</sup> MACNEIL I.R., 1978, « Contracts: adjustments of long-term economic relations under classical, neoclassical and relational contract law », *Northwestern University Law Review*, 72, p. 854-906.

<sup>278</sup> Le contrat néoclassique répond aux carences du contrat classique dans la réalisation des contrats à long terme. Indiquer au préalable dans un contrat classique l'ensemble des contingences futures probabilisées est soit impossible à réaliser ou encore atteint des coûts prohibitifs. En effet, l'anticipation de toutes les contingences futures est impossible à déterminer dans un contrat à long terme et les adaptations pertinentes pour faire face à ces dernières peuvent très bien n'apparaître que lorsque la transaction est en cours de réalisation. Si des changements dans l'environnement de la transaction surviennent, l'opportunisme des parties peut mener à des interprétations différentes.

apparaissent. Se constitue alors une mini-société chargée de les appliquer. C'est l'évolution de la norme qui sert de point de référence, à la différence du contrat néoclassique où la norme est celle de l'accord initial.

La typologie des contrats présentée par Macneil<sup>279</sup> est fondée d'une part sur la durée du contrat et le degré de complexité le caractérisant. L'élargissement de l'horizon temporel et l'augmentation de la complexité des transactions conduisent à mettre en valeur la pertinence d'un contrat néoclassique par rapport à un contrat classique et de montrer les avantages en termes d'adaptation du contrat évolutif par rapport à ceux dégagés par le contrat néoclassique.

#### \* Formes de gouvernance

Williamson cherche à faire correspondre la description des contrats présentés par Macneil avec la typologie des transactions. Plusieurs formes de gouvernance rendent possible cette approche : le marché, la gouvernance trilatérale, la gouvernance bilatérale et la gouvernance unifiée.

La première forme organisationnelle étudiée est celle de la gouvernance par le marché. Williamson souligne que les transactions portant sur des actifs peu spécifiques quelle que soit la fréquence adoptée sont principalement régis par cette forme de gouvernance. La standardisation des produits permet aux parties d'envisager à un moindre coût des modifications dans les transactions ou d'envisager d'autres alternatives en se fondant sur leur expérience.

Quand les transactions ne sont pas spécifiques et qu'elles surviennent de manière occasionnelle, il est difficile de faire appel à une quelconque expérience personnelle pour pouvoir déjouer d'éventuels comportements opportunistes. Une solution consiste à s'appuyer sur l'expérience d'acheteurs du même bien par des agences de notation et ainsi la mise à disposition d'informations par des tiers objectifs orientera les acteurs vers des comportements plus responsables. La transaction s'apparente au terme juridique de vente qui consiste pour l'essentiel à un transfert de droit de propriétés. Il s'agit d'une contractualisation discrète car

---

<sup>279</sup> MACNEIL I.R., 2000, « Contracting Worlds and Essential Contract Theory », *Social and Legal Studies*, 9, p.431-437.

l'identité des parties à l'échange ne revêt pas d'importance, que l'échange s'opère conformément aux termes du contrat et que le droit des contrats est pertinent.

La gouvernance trilatérale est adaptée aux transactions occasionnelles et à des produits très spécifiques car le niveau élevé d'investissement nécessaire et l'évaluation des actifs au cours de la transaction rendent peu probable que l'échange n'arrive pas à son terme. Le caractère occasionnel de la transaction a pour conséquence de rendre prohibitif le recours à une forme organisationnelle spécifique du type bilatérale. Par ailleurs, dans ce type de gouvernance où les contrats sont classiques, les litiges sont réglés devant les tribunaux, ce qui conduit à un risque élevé de rupture du contrat. La gouvernance trilatérale s'assimile pour Williamson au droit des contrats néoclassiques pour lequel il est fait appel à un tiers arbitre, expert le plus souvent nommé pour dénouer les différends.

Lorsque des transactions récurrentes s'accompagnent d'investissements très spécifiques ou mixtes, un mode de gouvernance spécialisé est requis car le renouvellement des transactions permet de couvrir les frais qui lui sont associés. Pour les échanges de produits intermédiaires, il peut être fait appel à une gouvernance bilatérale ou bien à une gouvernance unifiée. La première est caractérisée par l'autonomie de chaque partie au contrat tandis que la seconde soumet hiérarchiquement l'autre partie dans le cadre d'intégration verticale. Toutefois, si la transaction est très spécifique, un échange bilatéral ne permet pas de rentabiliser les coûts et les parties n'auront donc pas intérêt à adopter cette forme de gouvernance mais à intégrer verticalement la production. Si la transaction est mixte, l'échange bilatéral offre l'opportunité de réaliser des économies d'échelle.

Les mérites comparés de l'échange bilatéral et de l'intégration verticale sont discutés au regard des modalités d'adaptation qu'ils entraînent. Si, dans une structure unifiée, l'autorité hiérarchique répond à la question de l'adaptation, il en va différemment dans un mode bilatéral. Porter au contrat les adaptations nécessaires s'avère onéreux ou impossible et il revient donc aux parties de trouver des accords successifs pour répondre aux besoins de l'adaptation.

Un dilemme apparaît puisque chacun cherche à rendre le plus avantageux possible l'accord futur tout en évitant de rompre le lien contractuel mis en œuvre dans la transaction. L'ajustement privilégié par l'auteur est celui par les quantités plutôt que par les prix car ces derniers sont susceptibles d'entraîner des comportements opportunistes laissant une partie au contrat rectifier à son profit un des termes de l'échange dans cette structure de monopole

bilatéral. L'ajustement par les quantités rend inopérant ce type de comportement. L'ajustement par les prix est recommandé quand une situation de crise pour l'une des deux parties aboutirait à la rupture du contrat ou bien encore quand des événements exogènes et vérifiables aboutissent sans aucun doute possible à une augmentation des coûts.

La gouvernance propre à l'intégration verticale est celle la plus couramment rencontrée lorsque les transactions sont très spécifiques. Les adaptations inhérentes à cette forme organisationnelle sont séquentielles et internes et s'appuient sur des ajustements par les prix. Les profits générés sont maximisés et communs aux deux parties. Un ajustement par les quantités peut être ajouté si tant est que le système d'incitations internes est approprié. Plus la spécificité de la transaction augmente et plus est justifié le passage d'une forme organisationnelle marché à une forme bilatérale puis à une forme d'intégration verticale.

Williamson fournit une synthèse de son analyse des formes organisationnelles « idéales » au regard de la typologie des contrats de Macneil. Pour cela, il associe à chaque couple fréquence- spécificité de la transaction la forme organisationnelle efficace et le type de contrat qui lui est associé. Le tableau suivant reprend sa synthèse.

		Spécificité de l'actif		
		Non spécifique	Mixte	Très spécifique
Fréquence	occasionnelle	Gouvernance du marché Avec un contrat classique	Gouvernance trilatérale Avec une contractualisation néoclassique	
	récurrente		Gouvernance bilatérale Contractualisation évolutive	Gouvernance unifiée

**Tableau 4. 3 : Gouvernance efficace et type de contrat pour un couple fréquence et spécificité donné**

Source : WILLIAMSON O.E., 1994, *L'économie des coûts de transaction*, Paris, Interéditions , p.106

En approfondissant son raisonnement antérieur, Williamson parvient à différencier la forme organisationnelle firme, la forme organisationnelle marché et les formes hybrides. Chaque



forme de gouvernance s'appuie sur un type de contrats. Les contrats classiques sont liés à une forme organisationnelle marché et les cocontractants acheteurs ou vendeurs n'ont pas de relation de dépendance les uns envers les autres. Les contrats sont renouvelés période après période en fonction de la liquidité du marché. L'identité des parties au contrat ne joue aucun rôle sur la réalisation de la transaction.

La forme organisationnelle firme fait appel à des contrats implicites de tolérance où les conflits éventuels sont réglés par la hiérarchie qui sert également de dernier recours. Les contrats néo-classiques entrent dans un cadre de gouvernance hybride dans la mesure où les cocontractants préservent un certain degré d'autonomie les uns des autres tout en s'engageant dans une relation bilatérale de dépendance. Leur identité est un critère important en cas de problèmes d'adaptation dans la réalisation de la transaction.

#### \* Questionnement sur la nature des formes hybrides

Comme le souligne Ménard, « les formes hybrides désignent une classe de « structure de gouvernance » qui assurent le pilotage de transactions impliquant une dépendance significative entre actifs détenus par des unités autonomes, sans que cette spécificité justifie l'intégration dans une entreprise unifiée »<sup>280</sup>. L'économie des coûts de transaction se penche sur cette forme organisationnelle particulière à partir de la moitié des années quatre-vingts et se développe depuis les années quatre-vingt dix avec l'article de Williamson<sup>281</sup> portant sur les alternatives structurelles à l'échange et approfondissant cette notion.

L'objectif est de répondre aux critiques adressées à la théorie des coûts de transaction<sup>282</sup>.

---

<sup>280</sup> MENARD C., 1997, « Le pilotage des formes organisationnelles hybrides », *Revue économique*, vol.48, n°3, mai, p.742.

<sup>281</sup> WILLIAMSON O.E., 1991, *ibidem*..

<sup>282</sup> Williamson recense quatre critiques essentielles. La première est que les deux axes de la recherche de ce champ se sont développés de manière disjointe. En effet le premier axe de développement de la théorie des coûts de transaction s'intéresse aux règles institutionnelles régissant les transactions (par exemple la loi ou les habitudes) tandis que la seconde vise à identifier la forme organisationnelle la plus à même de réduire les coûts de transaction.

Pour y répondre, Williamson choisit de mener une analyse institutionnelle qualitative en comparant les formes alternatives. Il s'agit de dépasser l'approche marginaliste expliquant la formation de l'équilibre, en considérant que les firmes ne sont pas des extensions du marché mais requièrent d'autres outils et que les différentes formes de contrats engendrent différentes modalités de gouvernance. « La hiérarchie n'est pas qu'un accord contractuel mais elle est également un instrument contractuel, une continuation des relations de marché par d'autres moyens »<sup>283</sup>. Toutefois, la forme organisationnelle firme ne peut pas réaliser des transactions identiques à celles du marché. Tout d'abord parce que la relation de confiance entre les acteurs a pour origine la relation d'emploi présente dans la hiérarchie (et inexistante pour le marché), mais aussi parce que les contrats mis en œuvre sont de nature différente et donc les litiges ne se règlent pas selon les mêmes modalités.

Williamson exprime son désaccord avec la thèse d'Alchian et Demsetz qui considèrent que « la firme ne détient aucun pouvoir, aucune autorité n'est apte à prendre des mesures disciplinaires différentes de celles des marchés »<sup>284</sup>.

Les formes hybrides recouvrent des réalités aussi diverses que les contrats de franchise, les contrats interentreprises de long terme et d'entreprises en réseau. Elles se caractérisent par une spécificité moyenne de l'actif engendrant un mode de gouvernance bilatérale entre compétition et collaboration. Leur sont associés des contrats néoclassiques comportant des clauses de sauvegarde destinées à préserver les parties au contrat de comportement opportunistes en l'absence d'indications claires (ou disponibles avec retard) du marché.

---

La deuxième catégorie de critiques porte sur le choix entre les formes organisationnelles privilégiées dans l'analyse (marchés ou firmes) qui ne se préoccupe pas des formes hybrides mises en évidence dans les contrats à long terme dans lesquelles les modalités de gouvernance recouvrent un champ très large.

Le troisième ensemble de critiques réside dans un effet pervers lié à la mise en pratique de l'économie des coûts de transaction qui a conduit en mettre en exergue les modes de gouvernance au détriment de la nature de la transaction.

Enfin la quatrième et dernière catégorie de critiques dont la portée est moindre de nos jours, est liée au fait que si cette théorie a comme toutes les théories une portée universelle, elle ne s'est en fait développée qu'en référence au modèle d'une économie capitaliste.

<sup>283</sup> WILLIAMSON O.E., 1991, *ibidem*, p.271.

<sup>284</sup> ALCHIAN A., DEMSETZ H., 1972, « Production information costs, and economic organization », *American Economic Review*, n°62, p.777.

Les contrats néo-classiques nécessitent des mécanismes d'ajustement dès lors que des problèmes susceptibles de rendre inefficaces les modes de gouvernance surviennent. Williamson recense trois catégories de perturbations en fonction des conséquences qu'elles engendrent.

Quand les conséquences des perturbations sont mineures, il n'est pas rentable d'y remédier car le coût est trop élevé au regard du bénéfice attendu. En revanche s'il est rentable de remédier au problème, il est utile de faire appel aux contrats de type néo-classique, car ils constituent un cadre relativement souple pour permettre de faire face aux aléas. Toutefois, il peut se produire que le gain attendu par la poursuite stricte de la relation contractuelle devienne supérieur à la valeur actualisée de la relation d'échange, et rende probable la rupture du lien contractuel. Il n'est alors plus possible de faire appel à un arbitrage et un litige émerge.

La difficulté de gouvernance inhérente aux formes hybrides est l'absence d'une coordination hiérarchique facilitant le partage de la rente comme c'est le cas pour la firme. Menard met en avant l'autorité en tant que mode de coordination des formes hybrides. Il précise qu'il convient de distinguer cette notion de celle de la relation hiérarchique mise en œuvre dans une organisation-firme. Cette dernière repose sur une asymétrie des droits de propriété qui conduit un supérieur hiérarchique à contrôler et superviser ses employés. Le droit de décision est alors encadré par l'environnement institutionnel. Or, dans les formes hybrides, les droits de propriété des organisations mises en présence sont distincts les uns des autres et aucune organisation n'a le pouvoir d'imposer des décisions aux autres.

Il devient donc nécessaire d'introduire la notion d'autorité pour rendre compte des modalités de coordination dans les formes hybrides. Cette notion est définie par l'auteur comme une « délégation par des entités juridiquement distinctes du pouvoir de décision sur une sous-classe de leur domaine d'action »<sup>285</sup> dont la principale caractéristique est l'intentionnalité qui implique que les organisations développent des formes explicites d'accord réversibles à tout moment. La structure chargée d'appliquer les décisions peut s'appuyer sur des mécanismes explicites ou bien encore sur la confiance entre partenaires.

---

<sup>285</sup> MENARD C., 1997, *ibidem*, p.746.

\* Autorité et formes hybrides : l'instauration *in fine* d'une relation hiérarchique

Menard recense quatre modalités d'exercice de l'autorité dans les formes hybrides allant de la plus souple à la plus rigide. La première d'entre elles est liée à l'influence que peut avoir une organisation sur d'autres pour des raisons historiques, de compétence ou de connivence. La deuxième modalité d'exercice de l'autorité repose sur la confiance construite au cours de la relation contractuelle. Une troisième modalité s'inscrit dans le cadre d'un leadership d'une organisation sur d'autres. La quatrième modalité, la plus formelle, s'appuie sur la constitution d'une institution exerçant un ordre entre les partenaires à l'échange. Il s'agit pour l'auteur d'un « gouvernement privé » qui fait respecter des règles le plus souvent encadrées par une législation publique.

La modalité d'exercice de l'autorité dépend de l'intensité de la spécificité de l'actif mis en œuvre dans la transaction et du degré d'incertitude qui lui est associée. Ainsi à une spécificité faible de l'actif et un degré peu élevé d'incertitude, l'exercice de l'autorité est pratiqué selon les règles de l'influence. Si la spécificité des actifs est très forte et que l'incertitude est très élevée, la modalité d'exercice de l'autorité s'accroît et peut aller jusqu'à l'instauration d'une entité du type d'un gouvernement privé.

Reste à régler la question de la répartition de la rente. En effet, ce problème est crucial dans les formes hybrides puisque les organisations autonomes rassemblent leurs ressources respectives pour pouvoir dégager un revenu et que les droits de propriété sont partiellement ou totalement séparés.

Dans le cadre de la répartition, des comportements opportunistes peuvent survenir avec l'accroissement de l'incertitude et des mécanismes incitatifs de répartition doivent être instaurés. Ces mécanismes peuvent être fondés sur des données observables ou non conduisant à des modalités de contrôle automatique dans le premier cas ou discrétionnaire dans le second.

Les mécanismes de contrôle reposant sur des données observables conduisent d'après des études empiriques à répartir la rente en évitant les comportements opportunistes. Les travaux de Menard<sup>286</sup> et de Knoeber<sup>287</sup> montrent que dans la production avicole, la question de la

---

<sup>286</sup> MENARD C., 1996, « On Clusters, Hybrids, and Other Strange Forms. The case of the French Poultry Industry », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, p.154-183.

répartition de la rente est réglée en s'appuyant sur une classification ordinaire des performances des parties à l'organisation hybride. Il s'agit de tenir compte à la fois de la production de chacun et de la performance individuelle par rapport à la moyenne, récompensée si nécessaire par un bonus.

Arrunada et alii<sup>288</sup> précisent que dans les pêcheries, la répartition de la rente s'effectue selon un critère de coûts et de gains relatifs avec une pondération selon la spécificité des actifs. Ces modalités de contrôle sont à court terme et leur renouvellement est le plus souvent tacite. La prévention de comportements opportuniste réside dans une éventuelle non-reconduction de l'accord entre les parties.

En revanche, la répartition de la rente s'avère plus difficile à résoudre dès que des données non observables sont en jeu. Menard cite en exemple les accords de recherche et de développement dans lesquels les risques contractuels sont élevés, et où il est quasiment impossible de prévoir les contributions de chacune des parties *ex ante*. Il revient alors à une autorité de décider des conditions de répartition de la rente. Selon l'économie des coûts de transaction, plus la spécificité des actifs est intense et plus il convient d'instaurer un leadership fort.

En somme, comme le souligne Bienaymé<sup>289</sup>, les agents économiques qui vont réaliser une transaction doivent répondre à une double interrogation : l'actif échangé est-il spécifique et si c'est le cas doit-on essayer d'en retirer un bon prix sans aucune garantie ou bien un prix moindre avec une clause de sauvegarde qui permet de s'assurer d'une non-spoliation des activités ?

Williamson conçoit un arbre de décision qui permet de trouver des solutions à ce double questionnement. Il intègre plusieurs variables comme un indice **k** de spécificité de l'actif, un indice **s** de garantie et les prix **p1**, **p2** et **pm**, respectivement le prix sans clause de sauvegarde,

---

<sup>287</sup> KNOEBER C., 1989, « A Real Game of Chicken: Contracts, Tournaments and the Production of Broilers », *Journal of Law, Economics and Organization*, p. 271-292.

<sup>288</sup> ARRUNADA B., GONZALEZ M. and LOPEZ B., 1996, « The Role of Competition in Controlling Team Production: The Case of Fishing Industry W.P. », University Pompeu Fabra: Barcelona.

<sup>289</sup> BIENAYME A., 1986, « Compte-rendu de l'ouvrage de O. Williamson : The Economic Institution of Capitalism », Ed. Free Press, 1985, *Analyses de la Sedeis*, n°51.

le prix avec garantie et le point mort du vendeur quand il n'y a pas de garantie. Il croise les transactions possibles avec les structures de gouvernances associées.

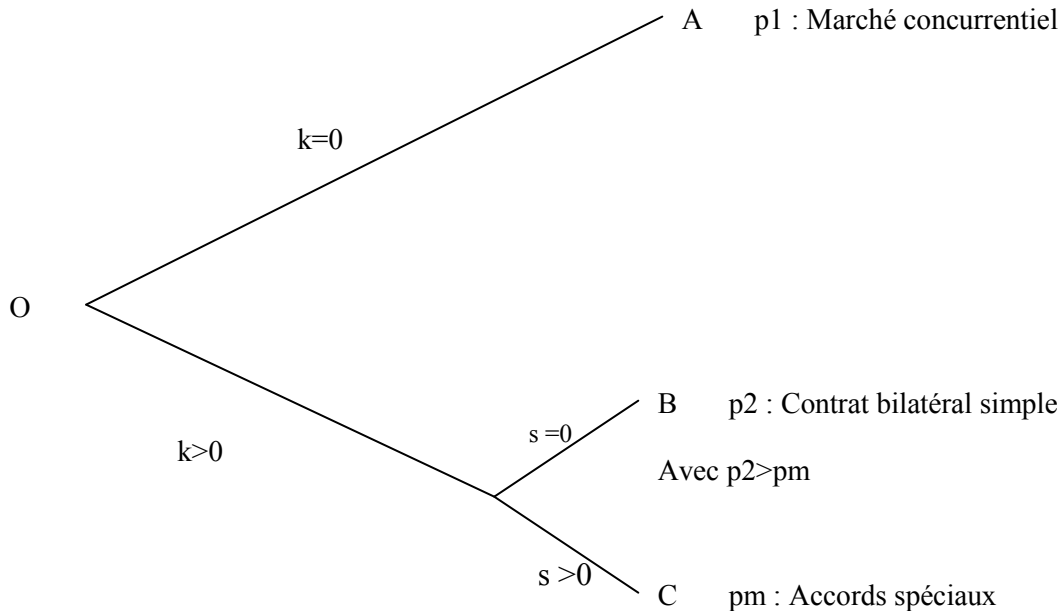


Figure 4. 2 : Schéma simple de contractualisation de Williamson<sup>290</sup>

Pour son auteur, il s'agit dans ce schéma simple de montrer que la technologie, la gouvernance et le prix sont interdépendants et définis simultanément. Ainsi, pour les transactions sans spécificité, la forme efficace de gouvernance est celle du marché, alors que dès que l'actif est spécifique, il convient de se tourner vers le monde du contrat élaboré.

De deux choses l'une : ou bien des garanties sont associées au contrat et l'on entre dans un cadre de contrats spéciaux, ou bien aucune garantie n'est associée à la transaction et l'échange est réalisé à travers un contrat bilatéral simple. Il faut remarquer le caractère instable de cette forme de gouvernance, qui peut conduire à terme à retirer une spécificité technologique au produit pour que la transaction ait lieu sur un marché.

Un autre moyen d'assurer la stabilité est de décider de passer à une gouvernance par contrats spéciaux, seule à même par les garanties qu'elle offre de maintenir la spécificité technologique.

<sup>290</sup> WILLIAMSON O.E., 1975, *ibidem*, p.52.

Joffre<sup>291</sup> souligne la simplicité et le pouvoir explicatif de ce schéma tout en présentant une double limite à cette analyse. Tout d'abord, il s'interroge sur le caractère opérationnel des variables utilisées (k, s et p) pour ensuite se demander comment appliquer ce modèle simple qui comporte un acheteur et un vendeur à des transactions qui nécessitent plusieurs fournisseurs et intermédiaires, ce qui est le cas de notre objet d'études.

Si on peut différencier les modes de gouvernance à travers une typologie des contrats d'autres facteurs caractérisent chacun d'entre eux. En effet les modalités d'adaptation, l'utilisation des instruments d'incitations et de contrôle sont autant de facteurs de différenciation.

\* Mode de gouvernance et facteurs d'adaptation, d'incitations et de contrôle : primauté et limites de la forme hiérarchique

La question de l'adaptation, problème central de l'organisation économique, peut être appréhendée selon des perspectives très différentes. Hayek considère que les mécanismes de détermination de prix d'équilibre sur les marchés sont efficaces pour transmettre de l'information et apporter du changement. Barnard relie pour sa part le problème de l'adaptation aux changements de l'environnement concurrentiel. Williamson souligne son accord avec ces auteurs tout en remarquant que l'adaptation hayekienne correspond à un système où les consommateurs et les producteurs réagissent à des modifications de prix de manière à maximiser leur satisfaction ou leur profit. Il s'agit d'une adaptation autonome.

Cependant toutes les modifications ne sont pas de cette nature et nécessitent de faire appel à un autre mode d'adaptation. Il en est ainsi des relations bilatérales de long terme pour lesquelles une adaptation sur le mode de la coopération est requise. La relation d'autorité propre à la forme hiérarchique facilite cette coopération dans les relations de dépendances bilatérales ou multilatérales, alors que l'adaptation autonome n'améliore pas la coopération dans le même contexte.

Les instruments d'incitation sont différents selon les formes prises par les organisations. Dans une forme organisationnelle marché, les acteurs ont tout intérêt à réduire les coûts de transaction et les règles comptables conduisent à éviter les comportements opportunistes des

---

<sup>291</sup> JOFFRE P., 1987, « L'économie des coûts de transaction » in CHARREAUX, G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Paris, Economica, p.100.

intermédiaires. Dans le cas de la forme organisationnelle firme, la hiérarchie permet de coordonner de manière coopérative les réponses aux perturbations imprévues mais cette incitation a un coût. Les comportements opportunistes sont possibles et la direction générale peut utiliser le système comptable pour transférer des pertes à un service et des bénéfices supplémentaires à d'autres notamment en recourant au prix de transfert. En somme, Williamson considère que la firme a pour effet de réduire les incitations et d'augmenter les coûts bureaucratiques.

Les instruments de contrôle administratifs à l'intérieur des firmes permettent à la hiérarchie d'exercer son pouvoir.

La forme organisationnelle hybride se situe à un niveau intermédiaire. Le mode d'adaptation peut-être autonome pour les perturbations qui l'exigent ou adaptatives pour certaines d'entre-elles quand elles affectent les contrats à long terme. Si ce dernier mode est requis, c'est au prix d'une dégradation des incitations.

Cependant, la hiérarchie présente l'avantage dans le cas de dépendance bilatérale de comporter des contrats plus incomplets et de recourir à une adaptation coopérative moins onéreuse. Williamson explique ce dernier point pour cinq raisons.

La première est que les projets d'adaptation nécessitent moins de documentation à l'intérieur d'une firme. Le deuxième repose sur l'intérêt du recours à l'autorité plutôt qu'à l'arbitrage car cela permet d'économiser du temps et des ressources. La troisième raison porte sur l'information sur laquelle ce mode de coopération a un effet. Elle est plus facilement accessible et évaluée. La quatrième raison est liée au fait que la résolution des conflits en interne est rendue plus aisée par l'organisation informelle. Enfin, la firme dispose d'instruments d'incitation propres (primes, intéressements) qui renforcent l'esprit d'équipe. Il faut toutefois souligner que la contrepartie de ces avantages est celle de l'augmentation des coûts bureaucratiques et de la diminution des incitations.

Williamson synthétise son propos en identifiant dans un tableau les structures de gouvernance et leurs attributs en matière d'instruments, de performance et de contrats.



	Marché	Forme hybride	Hierarchie
<b>Attributs</b>			
<i>Instruments</i>			
-Intensité des incitations	++	+	0
-Contrôles administratifs	0	+	++
<i>Attributs de performance</i>			
-Adaptation autonome	++	+	0
-Adaptation coopérative	0	+	++
<i>Contrats juridiques</i>	++	+	0

++ = fort ; + = moyen, 0 = faible.

**Tableau 4. 4° : Attributs des formes organisationnelles marché, hybride et hiérarchie pour Williamson**

Source : WILLIAMSON O.E., 1991, *ibidem*, p.281.

Pour conclure sur ce point, nous avons appréhendé la théorie des coûts de transaction en tant que justification du choix d'une forme organisationnelle. Cette justification est menée en trois temps : tout d'abord l'examen des facteurs de formation des coûts, ensuite l'élaboration d'une typologie de transactions et de formes de gouvernance, et enfin les facteurs d'adaptation, d'incitations et de contrôle

En somme pour reprendre la terminologie de Ghertman dans l'introduction de la traduction française<sup>292</sup> de « L'économie des coûts de transactions », trois critères principaux caractérisent l'approche de Williamson : le degré de spécificité des actifs, les attributs comportementaux et les attributs de management.

Un actif est jugé à l'aune de sa spécificité de site, d'actif physique, d'actifs humains et d'autres actifs nécessaires pour la transaction. C'est parce qu'il existe une spécificité d'actif que des pratiques non standard de contractualisation ont pu apparaître.

<sup>292</sup> WILLIAMSON O.E., 1994, *Les institutions de l'économie*, éd. InterEditions, p.1-16

Les attributs comportementaux reposent sur le degré d'opportunisme des acteurs de la transaction, c'est-à-dire sur leur aptitude à tromper les autres intervenants en cachant de l'information. Il peut s'agir d'un opportunisme *ex post* qui donc n'est pas délibéré ou d'un opportunisme *ex ante* qui réside dans une volonté de tromper l'autre ou bien encore d'une combinaison de ces deux formes. Le mode de gouvernance le plus apte à réduire ce coût de transaction spécifique dépend du nombre d'entreprises présentes sur le marché. En effet, dans le cadre d'une concurrence presque parfaite, quand de nombreuses entreprises sont présentes pour vendre un produit standardisé, tous les acheteurs peuvent l'acquérir à un prix équivalent sans aucun risque. Le marché est alors le garant de la minimisation de ce coût. En revanche, si le nombre d'entreprises capable de proposer le produit est limité, il sera préférable de choisir le contrat plutôt que la gouvernance-marché pour réduire le coût d'opportunisme.

Le dernier facteur de formation du niveau des coûts de transaction s'intéresse aux attributs de management et recouvre deux notions : l'intensité des incitations destinées à motiver les agents économiques et la nature du contrôle. Le dirigeant-proprétaire de la firme est plus enclin à réduire ce type de coût que le cadre dirigeant. La bureaucratie se mesure à travers la taille du management intermédiaire entre les dirigeants et le service client ou de production. Les coûts de transaction liés au management sont faibles dans un mode de gouvernance-marché et très élevés dans une forme de gouvernance hiérarchique.

Nous avons donc montré que la conjugaison de ces trois critères conduit à la justification du choix d'une forme organisationnelle. Cependant, une question centrale demeure et mérite d'être étudiée : la mesure des coûts de transaction.

#### 4.1.2.3 La question de la mesure des coûts de transaction

Une fois associés un mode de gouvernance, une typologie des contrats et les attributs de performance et de contrôle, il convient de se demander comment envisager la mesure des coûts de transaction.

L'économie des coûts de transaction est associée avec le champ de spécialisation de l'économie industrielle qui analyse les contrats en termes d'objectifs. Le schéma cognitif de cette spécialisation appréhende deux catégories d'objectifs : celui lié au monopole et celui relatif à l'efficacité.

La branche de l'efficacité regroupe deux sous-catégories qui sont, d'une part la sous-catégorie de l'économie des incitations où l'on retrouve les théories des droits de propriété et de l'agence et d'autre part, la sous-catégorie des coûts de transaction qui recouvre les théories de la gouvernance et les théories de la mesure. La question de la gouvernance, c'est-à-dire de l'organisation des transactions dans un objectif d'adaptation efficace, a été étudiée précédemment, il revient donc d'analyser la question de la mesure, l'autre branche de l'économie des transactions.

Williamson souligne à la fois qu'il est nécessaire de prendre en compte les coûts *ex ante* et *ex post* de manière simultanée, et que leur quantification de manière absolue est difficile. Les recherches empiriques ne s'intéressent pas à déterminer précisément leur évaluation. Comme le précise Simon<sup>293</sup>, une comparaison des alternatives structurelles ne nécessite pas de faire appel à des notions mathématiques élaborées, la démonstration de l'inégalité de deux variables suffit à justifier les choix. Il ne s'agit donc pas d'évaluer ces coûts par une mesure précise, mais plutôt de les qualifier par certains indicateurs. Ainsi comme le dit l'auteur, « c'est plutôt la différence que la valeur absolue des coûts de transaction qui importe »<sup>294</sup>

Williamson, dans son article de 1991, formalise ces coûts en fonction de la spécificité des actifs d'une part et d'autre part en fonction des formes structurelles alternatives. Les coûts de gouvernance peuvent être exprimés en fonction de la spécificité des actifs et d'autres variables exogènes.

Plus cette spécificité se renforce et plus la dépendance bilatérale s'accroît. L'auteur prend l'exemple d'un actif dont la spécificité est physique ou relève du site. Comme il a été étudié plus haut, l'adaptation à des perturbations exogènes est réalisée de manière autonome entre les parties. Si la dépendance bilatérale s'opère, les mécanismes autonomes d'adaptation de marché ne sont plus performants car il devient nécessaire de coordonner les réponses aux perturbations exogènes et l'autonomie des réponses conduit à des comportements opportunistes car chaque partie à l'échange souhaite profiter du maximum de gain induit.

---

<sup>293</sup> SIMON H.A., 1978, « Rationality as process and as product of thought », *American Economic Review*, Vol.68, p.1-16.

<sup>294</sup> WILLIAMSON O.E, 1991, *ibidem*, p.41.

L'adaptation coopérative entraîne des coûts bureaucratiques qui peuvent rester inférieurs aux gains engendrés par un changement du mode d'adaptation. La comparaison des coûts de gouvernance en fonction de la spécificité de l'actif est formalisée par les notations suivantes :

$M = M(k ; \theta)$  fonction de coûts de gouvernance du marché avec une spécificité d'actif  $k$  et un vecteur de paramètres  $\theta$

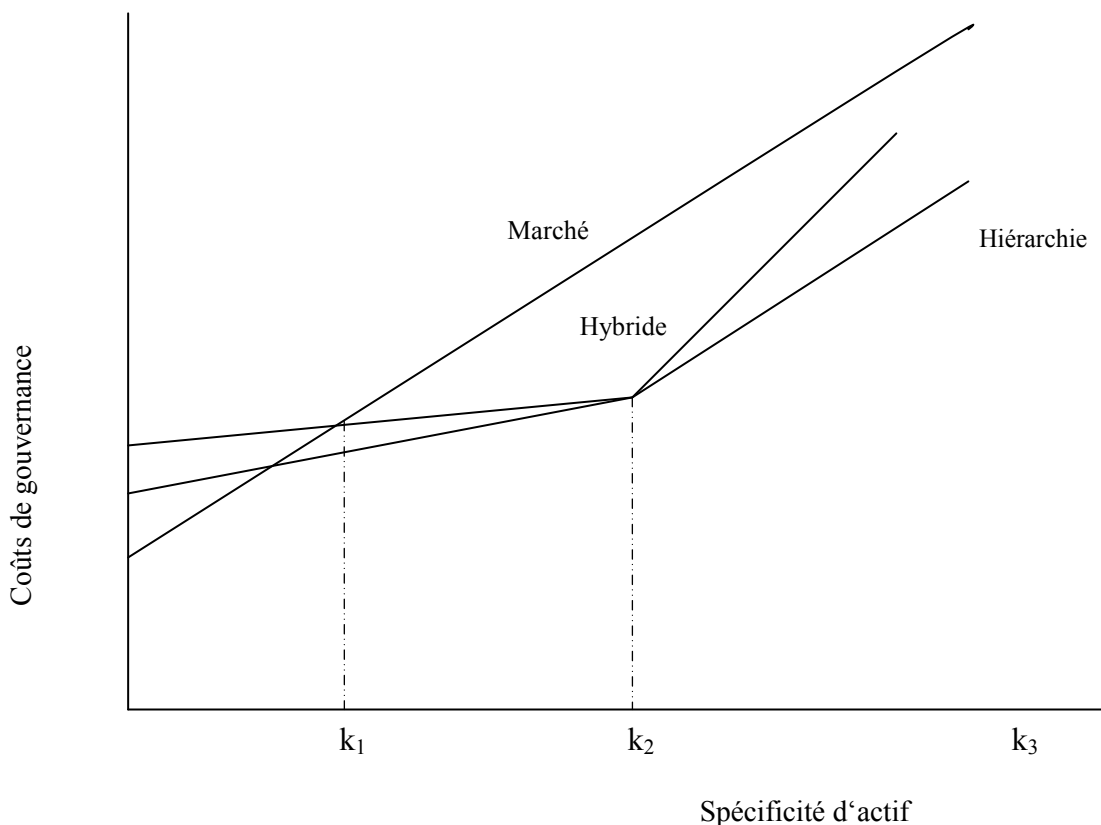
$H = H(k, \theta)$  fonction de gouvernance de la hiérarchie avec une spécificité d'actif  $k$  et un vecteur de paramètres  $\theta$

En supposant une spécificité d'actif identique et faible, une comparaison des coûts de gouvernance respectivement du marché et de la hiérarchie montre que  $M(0)$  reste inférieur à  $H(0)$  car les coûts bureaucratiques de la forme firme sont plus élevés que ceux du marché pour une adaptation autonome dans le cas d'une spécificité faible de l'actif. Si la spécificité de l'actif s'accroît avec la dépendance bilatérale des cocontractants alors les coûts de gouvernance du marché  $M'$  deviennent supérieurs à ceux de la hiérarchie  $H'$ , puisque une adaptation autonome ne conduit pas à coordonner les actions des acteurs.

Dans la forme hybride à laquelle sont associés les deux modes de coordination d'autonomie et de coopération, les incitations sont limitées en comparaison avec la forme organisationnelle marché pour permettre de faire émerger une coordination. Les incitations demeurent toutefois plus intenses que celle de la hiérarchie. Si des perturbations surviennent dans le cadre de la réalisation d'une transaction et que la réponse à ces dernières ne relève pas exclusivement d'une adaptation autonome ou d'une adaptation coopérative mais des deux adaptations à la fois, les transactions sont susceptibles d'être organisées par une forme hybride.

Appelons  $X$  la fonction des coûts de gouvernance d'une forme hybride qui dépend de la variable de spécificité de l'actif et d'un ensemble de paramètres  $\theta$ . On note  $X = X(k ; \theta)$ . Les coûts de gouvernance de la forme hybride sont toujours compris entre les coûts de gouvernance du marché et ceux de la hiérarchie. Lorsque la spécificité de l'actif est faible, les coûts de gouvernance du marché sont inférieurs à ceux de la forme hybride qui sont eux-mêmes plus faibles que ceux de la forme firme. En revanche, avec une spécificité d'actif accrue, les coûts de gouvernance de la forme marché sont supérieurs à ceux de la forme hybride qui sont plus élevés que ceux de la firme.

Williamson illustre son propos dans un graphique qui le conduit à identifier pour chaque niveau de spécificité d'actif la forme organisationnelle qui sied à son échange.



**Figure 4. 3 : Les coûts de gouvernance en tant que fonction de la spécificité des actifs**

L'auteur cherche à identifier une typologie des perturbations en fonction de la réponse apportée par les organisations (autonome, coopérative ou les deux à la fois) avec des formes de gouvernance. Il suppose que le degré de spécificité de l'actif conduit à un certain mode d'adaptation dont il envisage quatre états possibles : I une adaptation parfaitement autonome ; II une adaptation principalement autonome ; III une adaptation principalement coordonnée ; IV une adaptation parfaitement coordonnée. Les degrés de spécificité de l'actif peuvent prendre trois valeurs : soit  $k_1$  qui caractérise un investissement générique ; soit  $k_2$  qui a trait à des investissements semi-spécifique et  $k_3$  qui relève d'investissements très spécifiques. La probabilité  $p_{ij}$  est celle qu'une adaptation  $i = I, II, III, IV$  soit nécessaire pour des spécificités d'actifs  $k_j$  ( avec  $j = 1,2,3$ ). La matrice  $p_{ij}$  est décrite de la manière suivante :

	$k_1$	$k_2$	$k_3$
I	1	0,25	0,10
II	0	0,25	0,10
III	0	0,25	0,40
IV	0	0,25	0,40

On remarque que plus la spécificité de l'actif s'accroît, plus la réponse appropriée est celle d'une coopération renforcée.

Williamson fait l'hypothèse que chaque modalité de réponse à une perturbation engendre des baisses de coûts identiques. Cependant l'efficacité avec laquelle chaque forme organisationnelle répond aux perturbations est différente. Il construit une matrice  $e_{im}$  de l'efficacité de ces formes telle que :

	Marché	Hybride	Hiérarchie
I	1	0,9	0,7
II	0,7	0,9	0,4
III	0,2	0,5	0,5
IV	-0,2	0,0	0,5

Le degré d'efficacité de l'adaptation peut aller de 0 (aucune efficacité de l'adaptation) à 1 (qui constitue le maximum). Cette matrice synthétise les résultats énoncés par l'auteur. Tout d'abord, le marché est la forme organisationnelle qui répond avec le maximum d'efficacité à une perturbation requérant une adaptation autonome (résultat de 1 dans la matrice) et son efficacité devient négative dès lors qu'est requis une adaptation coopérative (-0,2 dans la matrice).

L'efficacité de la forme hybride est presque aussi forte que la forme marché quand une adaptation autonome est appropriée et supérieure à cette dernière pour toutes les autres adaptations.

L'efficacité de la forme hiérarchie est la plus élevée dans le cadre d'une adaptation strictement coopérative, mais demeure inférieure pour les adaptations autonomes (strictes ou pas) car les coûts bureaucratiques augmentent. Elle égalise celle de la forme hybride dès qu'une adaptation principalement coopérative est requise.

L'auteur en déduit les coûts attendus d'une mauvaise adaptation  $C_{jm}$  aux perturbations si le mode  $m$  est appliqué pour une spécificité d'actif  $k_j$ . Ils sont donnés par l'équation  $C_{jm} = \sum_i p_{ij} = (1 - e_{im})$ .

Il en ressort la matrice des résultats suivants :

	Marché	Hybride	Hiérarchie
$k_1$	0	0,100	0,300
$k_2$	0,575	0,425	0,475
$k_3$	0,830	0,620	0,490

Les coûts d'une mauvaise adaptation sont les plus faibles pour le couple spécificité d'actif et forme organisationnelle le plus approprié. Ainsi pour une spécificité d'actif faible, le marché est la forme qui conduit au plus faible coût de mauvaise adaptation. Pour une spécificité d'actif moyenne, la forme hybride permet d'obtenir le plus faible coût de ce type. Enfin quand la spécificité d'actif est très importante, la forme hiérarchie conduit à réduire au minimum le coût d'une mauvaise adaptation.

#### 4.1.2.4 Des approfondissements à la théorie des coûts de transaction : un retour en force de la forme marché via la technologie ?

Les approfondissements à la théorie des coûts de transaction portent d'une part sur les effets de la diffusion des nouvelles technologies sur les coûts de transaction et d'autre part sur leur prise en compte en tant qu'investissement du futur.

En effet, Les coûts de transaction semblent avoir connu une baisse tendancielle depuis le début des années quatre-vingt dix. Ce phénomène s'explique à la fois par la diffusion des nouvelles technologies de l'information (NTIC) et par la sécurisation accrue des transactions. Ce n'est pas sans conséquence sur les formes organisationnelles.

Joffre<sup>295</sup> propose une analyse de la conséquence de cette diffusion sur les coûts de transaction. Il reprend la classification de Morton<sup>296</sup> en distinguant trois catégories de NTIC : les outils permettant une communication entre individus sans que le contenu soit formalisé ; les outils informatiques de collecte, de traitement et de stockage de l'information ; les outils télématiques de liaison des ordinateurs. Le corollaire à la diffusion des NTIC est leur baisse de prix qui induit des réductions importantes des coûts de transaction, selon Yates et Benjamin<sup>297</sup>.

Boisot<sup>298</sup> montre que la distance spatiale entre les parties à l'échange a un effet sur l'augmentation des coûts de transaction. Il s'agit d'un effet discontinu lié à des modifications institutionnelles et culturelles de l'environnement de la transaction. Le développement des NTIC a pour conséquence de réduire cette discontinuité car elles permettent une codification des informations traitées. La composante recherche d'information des coûts de transactions tend donc à diminuer grâce à la diffusion des NTIC. Cependant, les coûts de négociation s'élèvent car l'élargissement du cadre spatial conduit les offreurs et les demandeurs à se confronter à des différences de culture et de développement qui pèsent sur ces coûts.

La diffusion des NTIC a un impact sur les formes organisationnelles utilisées pour la réalisation des transactions. Ainsi, Malone, Yates et Benjamin<sup>299</sup> démontrent que le développement des NTIC conduit les entreprises à privilégier une coordination par le marché plutôt que par la firme pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les NTIC offrent aux acheteurs potentiels une information sur les produits échangés plus importantes que par le passé et permettent ainsi la réalisation de transactions plus complexes. Une deuxième raison est que les actifs de production perdent de leur spécificité, car les NTIC peuvent les reprogrammer au gré des modifications des caractéristiques du produit.

---

<sup>295</sup> JOFFRE P., 1999, *ibidem*, p.153-160

<sup>296</sup> MORTON M.S.S., 1991, *The Corporation of the 90s*, New York, Oxford University Press.

<sup>297</sup> YATES J., BENJAMIN R. I., 1991, « The Past and Present as a Window on the Future », in MORTON M.S.S., *The Corporation of the 90s*, New York, Oxford University Press, p.61-94.

<sup>298</sup> BOISOT M., 1994, *Information and organizations*, Harper Collins Publishers.

<sup>299</sup> MALONE T., YATES J., BENJAMIN B., 1987, « Electronic markets and electronic hierarchies », *Communications of the ACM*, vol.30, n°6, june.



Comme le suppose la théorie des coûts de transaction, moins les actifs sont spécifiques et plus la forme organisationnelle marché devient la plus à même de réduire ces coûts. Une troisième raison invoquée par les auteurs est l'accroissement de la transparence des marchés grâce notamment au courtage électronique. Cette baisse des coûts de coordination favorise d'autant plus la forme organisationnelle marché qu'ils sont relativement plus importants que dans la forme organisationnelle firme. Cette forme de déterminisme technologique est contestée par d'autres auteurs qui au contraire pensent que la diffusion des NTIC a pour conséquence le développement de l'intégration verticale et donc de la forme organisationnelle firme. En effet, l'élargissement de la distribution spatiale des transactions due à leur diffusion entraîne l'augmentation de coûts d'organisation et des pertes liées aux erreurs. L'intégration verticale permet de les contenir voire de les réduire.

Pour ces raisons, des études menées dans différents secteurs tendent à infirmer la thèse d'une technologie favorable à l'organisation marché. Chandler<sup>300</sup> souligne que le développement du télégraphe et du chemin de fer au XIXème siècle a eu pour effet la création de grandes entreprises. De même, Yates et Benjamin<sup>301</sup> démontrent comment l'invention du télégraphe en réduisant les effets de l'espace et du temps a permis aux entreprises d'intégrer verticalement des activités. Antonelli<sup>302</sup> montre que, dans le secteur automobile textile et habillement, l'innovation technologique en télématique produit de tels effets. De même, Kumpe<sup>303</sup> et Bolwijn établissent que le secteur manufacturier fait également l'objet d'une intégration verticale à la suite du développement des NTIC.

Joffre considère que les études historiques tendant à prouver la suprématie de la forme organisationnelle firme à la forme organisationnelle marché ne peuvent pas être extrapolées au développement actuel des NTIC, car la diffusion des technologies de l'information passées a permis une interconnexion individuelle entre acteurs sans formalisation du contenu transmis. La spécificité actuelle des NTIC est de favoriser une communication transversale

---

<sup>300</sup> CHANDLER A.D., 1977, *ibidem*.

<sup>301</sup> YATES T. and BENJAMIN R. I., 1991, *ibidem*.

<sup>302</sup> ANTONELLI C., 1986, « Structural impacts of telematics on automobile and textile and clothing industry », *Rapport FAST*, Com51/OSPRI, juillet, p.1-27.

<sup>303</sup> KUMPE T., BOLWIJN P. T., 1988, « Manufacturing : The New Case for Vertical Integration », *Harvard Business Review*, mars-avril, p.75-81.

entre réseaux au contenu complexe grâce à une normalisation des systèmes utilisés et à une codification de l'information. Ce passage d'une connexion fermée à une connexion ouverte entraîne à plusieurs titres le retour en force de la forme organisationnelle marché. Tout d'abord la codification de l'information et sa diffusion conduisent à présenter des caractéristiques de prix, et de quantités, qui permettent la réalisation de l'échange sur un marché. La deuxième raison est que la publication de ces dernières conduit le marché à s'autoréguler et favorise son efficacité.

La dernière raison est qu'avec les NTIC, les transactions sont impersonnelles et ne nécessitent ni des informations précises et détaillées sur les parties qui échangent, pas plus que leur adhésion à un système commun de valeurs.

Ce retournement historique vers la forme organisationnelle marché a été d'autant plus facilitée que les transactions sont de plus en plus sécurisées dans un cadre institutionnel renforcé et clairement défini. North<sup>304</sup> souligne à quel point la mise en place d'un système complexe de règles permet le fonctionnement de la libre concurrence et conduit, en garantissant les droits de propriété, à sécuriser les échanges anonymes. Cet auteur montre dans une étude sur les industries où les transactions sont particulièrement développées (finance, assurances notamment) que la diminution des coûts de transaction a été rendue possible en occident parce que les transferts de droits de propriété sont de plus en plus sûrs.

#### 4.1.2.5 La théorie des coûts de transaction : une synthèse.

L'approche néo-institutionnaliste développée par Williamson s'appuie sur trois hypothèses centrales. Tout d'abord il reprend les hypothèses de comportement des agents définies par Simon comme celle de la rationalité limitée et intentionnelle et celle de leur opportunisme élevé. Il inscrit également sa démarche dans un univers incertain seul à même de susciter des comportements adaptatifs.

Sa théorie des coûts de transaction ne se limite pas à leur définition car elle conduit à définir les modes de gouvernance les plus adaptés à la nature des transactions qu'il analyse au regard des critères de leur spécificité d'actif, de leur fréquence, des modes d'adaptation et

---

<sup>304</sup> NORTH D.C., 1994, « Economic Performance Through Time », *American Economic Review*, vol.84, N°3.

d'incitation qu'elles engendrent et du contrat qui les porte. Son étude permet de poser chaque forme organisationnelle envisagée (marché, hybride ou hiérarchie) comme la résultante idéale de la nature des transactions.

Synthétisons pour chaque forme organisationnelle l'approche de Williamson en nous intéressant aux critères de définition utilisés par l'auteur, aux raisons du choix de cette forme ou de son renoncement et aux limites du cadre d'analyse qu'il propose.

Forme organisationnelle envisagée	Raisons d'existence de cette forme organisationnelle ?	Causes de sa disparition
Marché	Spécificité d'actif faible Fréquence occasionnelle Adaptation autonome Incitation forte Contrat classique	Dépendance accrue entre les cocontractants Augmentation de la spécificité d'actif Coûts de transaction élevés

**Tableau 4. 5°: Approche de Williamson de la forme organisationnelle marché**

La forme organisationnelle marché permet d'obtenir des coûts de transactions les plus faibles si plusieurs conditions sont réunies. Tout d'abord, l'actif qui fait l'objet de la transaction doit comporter une spécificité limitée et la transaction est occasionnelle. En effet, le mode d'adaptation autonome associé à des processus d'incitation forts permet de faire face, à un moindre coût, aux perturbations éventuelles lors de la réalisation de la transaction. Un contrat classique est suffisant pour encadrer l'échange entre les participants. Cependant, si la dépendance entre les cocontractants s'intensifie ou que la spécificité de l'actif se renforce, le recours à cette forme organisationnelle devient plus onéreux car une adaptation autonome devient inadaptée à cette situation et nécessite de faire appel à d'autres formes. L'étude de la forme hybride apporte d'autres réponses à notre questionnement comme en témoigne le tableau suivant.

Forme organisationnelle envisagée	Raisons d'existence de cette forme organisationnelle ?	Causes de sa disparition
Hybride	Spécificité d'actif moyenne Fréquence occasionnelle Adaptation autonome et coopérative Incitation moyenne Contrat néo-classique Gouvernance trilatérale	Dépendance accrue entre les cocontractants Augmentation de la spécificité d'actif Coûts de transaction élevés Difficulté de gouvernance en l'absence d'une autorité forte

**Tableau 4. 6 : Approche de Williamson de la forme organisationnelle hybride**

La forme organisationnelle hybride est plus adaptée au regard des coûts de transaction lorsque la spécificité de l'actif échangé s'accroît et que s'instaure une gouvernance trilatérale. Les modalités d'adaptation aux aléas éventuels peuvent être autonomes pour certains et coopératifs pour d'autres et s'inscrivent dans le cadre d'un contrat néo-classique qui permet d'intégrer les évolutions nécessaires à la réalisation de la transaction.

Le double caractère des adaptations mises en œuvre a pour avantage de préserver un niveau minimum d'incitations pour encourager les acteurs au dénouement de l'échange. Toutefois, il convient de souligner que l'absence d'une autorité forte peut entraver la gouvernance mise en place, et ce d'autant plus que la spécificité de l'actif se renforce et que le degré de dépendance entre les acteurs s'élève.

En conséquence, une hausse des coûts de transactions peut en résulter et conduire à la mise en place d'une forme organisationnelle hiérarchie dont nous synthétisons l'analyse au regard de notre questionnement dans le tableau ci après.

Forme organisationnelle envisagée	Raisons d'existence de cette forme organisationnelle ?	Causes de sa disparition
Hiérarchie	Spécificité d'actif forte Fréquence récurrente Adaptation coopérative Contrôle administratif Contrat évolutif Palier les déficiences du marché ou d'une forme hybride par l'intégration verticale notamment en cas de situation oligopolistique, de présence d'externalités, ou de recherche d'économies d'échelle	Peu d'incitations Coûts bureaucratiques

**Tableau 4. 7 :Approche de Williamson de la forme organisationnelle hiérarchie**

La forme organisationnelle hiérarchie se conçoit comme une structure destinée à dépasser les limites des autres formes organisationnelles. En effet, quand la spécificité de l'actif échangé devient très élevée et que les fréquences des transactions sont récurrentes, les formes marché et hybride connaissent un accroissement des coûts de transaction que seule l'intégration verticale dans la firme de l'activité pourra réduire dans le cadre d'un contrat évolutif.

Le mode d'adaptation aux perturbations coopératif affaiblit le niveau d'incitations et est soutenu par un contrôle administratif. L'inconvénient majeur de cette forme réside dans la formation de coûts bureaucratiques élevés, conséquence de la perte d'incitations.

Il convient également de ne pas négliger l'impact des NTIC sur la baisse des coûts de transaction qui conduisent les acteurs à passer d'une forme organisationnelle hiérarchie à une forme organisationnelle marché.

Au regard de notre questionnement, chaque forme organisationnelle est pour Williamson la résultante de la confrontation de la spécificité d'un actif, d'un mode d'adaptation et de fréquence des échanges qui conduisent à la formation de coûts de transaction.

#### 4.1.3 L'allocation des droits de propriété légitime la forme organisationnelle : les travaux d'Alchian et Demsetz

En 1972, dans un article fondateur de la théorie des droits de propriété, Alchian et Demsetz cherchent à répondre à une double interrogation portant sur l'organisation économique. Ils se demandent d'une part si les bénéfices retirés d'une production spécialisée et coopérative peuvent être obtenus plus facilement dans une firme ou sur un marché, et d'autre part comment l'on peut expliquer la structure des organisations.

Comment dissocier la relation employeur-employé de celle de client-producteur ? Pourquoi la première existe-elle à l'intérieur de la firme tandis que la seconde ne relève pas de cette forme organisationnelle ? Les auteurs apportent une réponse à ce double questionnement en considérant les raisons pour lesquelles des processus d'équipes entraînent l'existence d'une forme organisationnelle firme. Ils envisagent l'objet d'une organisation économique comme un lieu d'attribution de récompenses en fonction de la productivité acquise. Encore faut-il pouvoir mesurer ces récompenses.

Les problèmes de mesure peuvent être résolus par l'échange des produits dans un marché concurrentiel car ces deux notions sont généralement très fortement liées dans cette structure. Alchian et Demsetz considèrent que l'analyse économique classique suppose que la productivité engendre sa propre récompense et qu'elle ne pose ni la question de la forme organisationnelle pas plus que celle de la mesure des récompenses en fonction des gains de productivité.

Les auteurs se proposent de renverser cette causalité en postulant que le système de récompense crée un niveau de productivité particulier. Ainsi il est essentiel qu'un système économique soit capable de mesurer correctement les récompenses car sinon la productivité s'en trouve dégradée.

Les auteurs se demandent alors pourquoi une organisation éprouve de si grandes difficultés à relever de telles mesures. Le travail en équipe est un facteur explicatif de cette difficulté car il est difficile d'imputer à chaque membre sa productivité marginale. Ce type de travail conduit à la formation d'une production totale dont on ne peut pas attribuer à chacun une partie.

Ce mode d'organisation n'est possible que si ce qui est produit en équipe est supérieur à ce qui serait produit par plusieurs individus séparément, de manière à ce que les coûts

d'organisation et de contrôle soient couverts par le surplus de production induit par la structure mise en œuvre.

Par organisation de la production en équipe Alchian et Demsetz entendent une production qui fait appel à plusieurs catégories de ressources qui ne sont pas détenues par un seul membre et qui n'est pas la somme des productions des individus pris de manière isolée. Le coût de la mesure de la contribution de chacun inclut toutes les mesures d'évaluation des comportements individuels. S'ils étaient négligeables, aucun individu n'aurait intérêt à se dérober à la tâche qui lui incombe. Or c'est bien parce que ces coûts existent que les individus travaillant en équipe se sentent plus incités à se comporter de cette manière que si les coûts de contrôle étaient inexistantes. La nécessité d'un contrôle pour déterminer la contribution de chacun dans un travail d'équipe a pour effet pervers d'engendrer de telles attitudes.

La question de fond alors devient : « quelle forme organisationnelle destinée à structurer le travail d'équipe est susceptible de déterminer à un moindre coût la contribution de chaque membre ? » La présence d'un marché concurrentiel entre les membres peut permettre à des nouveaux membres de remplacer les anciens à un moindre coût, c'est-à-dire moyennant un partage moins élevé de la récompense des gains de productivité de l'équipe. C'est donc la concurrence entre membres potentiels qui va conduire à la détermination des équipes et du niveau de la récompense.

Aucun rôle n'est dévolu à une entité centrale hiérarchique, qu'elle soit un manager ou un employeur qui organiserait les équipes et leur rétribution. Ce mode d'organisation évoluerait comme le feraient des unités de production indépendantes. Comme le font remarquer les auteurs, la question d'un contrôle effectif du travail rendue possible par la seule concurrence entre les membres potentiels semble vaine.

Pour que cette concurrence puisse avoir un effet sur les membres actuels encore faut-il qu'ils sachent que la production pourrait être encore plus élevée si des comportements d'évitement étaient absents. Or comme nous l'avons vu, cela a un coût. Par ailleurs, si tant est que ces coûts soient acceptés, tout nouveau membre sera toujours enclin à se comporter comme le membre qu'il remplace et ce d'autant plus qu'il aura accepté une récompense inférieure à celle des anciens membres.

L'émergence d'un individu spécialisé dans le contrôle de la performance des facteurs de production réside donc dans l'impossibilité pour les membres des équipes de réaliser un

contrôle efficace de leur activité. Outre cette activité de contrôle, il a en charge de mesurer la performance de la production, attribuer les récompenses en fonction de la productivité de chacun et doit être capable de donner des ordres pour organiser la production.

Il est rémunéré sur la base des économies qu'il a pu faire réaliser grâce notamment au pouvoir qui lui est conféré de réviser les contrats à court terme des membres de l'équipe ainsi que toutes les incitations individuelles qui lui sont attribuées. Il peut ainsi mettre fin à toute collaboration d'un membre avec une équipe particulière soit pour le transférer ailleurs, soit pour lui signifier son départ définitif. Cet individu particulier est l'employeur de l'entreprise capitaliste classique et donc la forme organisationnelle firme est appréhendée à travers lui et en particulier à travers sa capacité à limiter les comportements d'évitement des membres des équipes.

En somme, Alchian et Demsetz considèrent que l'émergence de la forme organisationnelle firme requiert deux conditions nécessaires. La première consiste à considérer qu'il existe un moyen pour accroître la productivité en organisant le travail autour d'un superviseur mais cette technique a pour effet d'augmenter les coûts. D'autre part, il est intéressant d'estimer au regard de ces derniers, la contribution de chacun à la productivité totale de l'ensemble.

Si ces deux conditions sont réunies, alors la firme capitaliste organise la production et est caractérisée selon six critères. Le premier est celui de la production réalisée sur la base d'une combinaison de facteurs qui sont détenus par plusieurs individus. La multiplicité des propriétaires de ressources constitue le deuxième critère. En troisième lieu, une entité est commune à l'ensemble des contrats de combinaisons des facteurs de production. Cette entité a le droit de disposer de chaque contrat individuel (quatrième critère) et emporte la décision finale (cinquième critère). Elle a également la possibilité de céder son statut contractuel centralisé (sixième critère).

Alchian et Demsetz inscrivent leur théorie dans le prolongement de celle de Coase et cherchent à situer leur approche au regard de celle de Knight. Tout d'abord, ils reprennent l'idée coasienne que l'avantage comparatif d'une forme organisationnelle firme par rapport à une forme organisationnelle marché réside dans la comparaison des coûts de transaction pour chacune d'entre-elles. Toute augmentation de ces coûts sur le marché est susceptible de renforcer l'attractivité de la forme firme.



Ils sont également en accord avec l'idée que des coûts de management faibles à l'intérieur de la firme rendent plus important encore l'intérêt d'organiser la combinaison des facteurs de production dans cette dernière. Cependant les limites qu'ils imputent à la théorie de Coase deviennent les apports de leur théorie. Ils considèrent précisément qu'il manque aux travaux de cet auteur une analyse des situations qui conduisent à la faiblesse des coûts de management au regard des coûts d'allocation des ressources sur un marché. Alchian et Demsetz pensent qu'ils appréhendent ces situations en tenant compte des difficultés de mesure de la productivité de chaque membre d'une équipe et des comportements d'évitement de ces derniers. Si Coase conçoit aussi les contrats dans le cadre d'un horizon temporel, il ne s'intéresse pas à la différence entre employés et ceux qui ont un pouvoir sur leur contrat pas plus qu'il ne précise le statut particulier de ce dernier.

C'est sur la base de ces paramètres nouveaux qu'Alchian et Demsetz peuvent justifier de nouvelles formes organisationnelles prises par la firme (le partenariat par exemple) ou que peut se concevoir la rémunération résiduelle de celui qui contrôle les équipes.

Enfin des modifications de la technologie ont déjà engendré des baisses de coûts de transactions sur le marché, tout en conduisant au développement de la forme organisationnelle firme. Ainsi en témoigne l'industrie textile, quand il devint rentable d'opérer en équipe près de la source de pouvoir, du fait de la centralisation et du développement de nouvelles machines à tisser.

L'utilisation collective des machines conduit à des difficultés de mesure de la productivité de chacun à travers des contrats sur un marché. La centralisation du pouvoir a eu pour effet de réduire les coûts de négociation des contrats tout en rendant plus aisée le contrôle des facteurs de production dans une forme firme. L'industrie textile a pris son essor grâce à cet avantage compétitif et l'explication coasienne qui repose sur la seule comparaison des coûts laisse de côté la question de la difficulté ou de l'absence de difficulté pour mesurer les productivités individuelles.

Alchian et Demsetz cherchent à situer leur recherche dans le cadre des travaux de Knight<sup>305</sup> sur l'incertitude et le risque. Pour ce dernier, un employeur existe car il est prêt à accepter le risque d'une modification de la richesse alors que les employés sont les individus qui

---

<sup>305</sup> KNIGHT F.H., *ibidem*.

présentent une aversion pour le risque plus importante. Cette explication de l'existence et de la forme prise par l'organisation ne satisfait pas les auteurs car elle ignore le rôle du manager, qui permet d'accroître la productivité en réduisant les comportements d'évitement.

Après avoir justifié l'existence de la forme organisationnelle firme en la comparant à la forme organisationnelle marché, les auteurs en recensent six types distincts : les firmes qui partagent les profits ; les firmes socialistes ; les sociétés par action ; les mutuelles et les firmes à but non lucratif ; les partenariats ; les syndicats d'employés.

Dans les firmes qui se partagent le profit, le coût du travail en équipe devient plus important car la décision finale résiduelle n'est pas détenue par celui qui contrôle mais par tous les membres de l'équipe. Les pertes engendrées par des comportements d'évitement de la part des individus assurant le contrôle ne sont plus compensées par les gains résultant des incitations à ne pas se dérober à la tâche.

Si l'entreprise se limite à deux individus, pertes et profits se répartissent entre les deux membres laissant un montant résiduel suffisant pour limiter les comportements d'évitement. Lorsque le nombre de membres est élevé, la perte générée par ce type de conduite est faible pour celui qui l'adopte. Mieux vaut donc envisager cette forme firme pour les entités à faible effectif.

Alchian et Demsetz soulignent le poids d'un autre critère : la difficulté de mesure dans les situations où le coût d'un management spécialisé est important au regard des gains de productivité potentiels. Le coût du management spécialisé est susceptible de s'accroître dès lors qu'il devient difficile d'associer la productivité d'un individu à son comportement. C'est le cas par exemple dans les métiers artistiques et intellectuels.

Ainsi une organisation firme partageant les profits sied idéalement aux organisations dont le nombre des membres est peu élevé et pour des tâches rendant peu aisées la mesure de la productivité individuelle en fonction du comportement.

L'exemple des entreprises yougoslaves illustre le propos d'Alchian et Demsetz sur les firmes socialistes. Ils font la remarque que ce type de firme est détenue par ses employés, et qu'avec

la décomposition du système politique, à terme, les employés se verront attribuer des salaires plutôt qu'une partie de la récompense résiduelle<sup>306</sup>.

Dans le cas de la société par actions, ils considèrent que si tous les actionnaires cherchaient à participer à toutes les décisions de l'entreprise, des coûts bureaucratiques élevés apparaîtraient. Par ailleurs, de nombreux détenteurs d'actions éviteraient de se tenir informés correctement sur les enjeux liés à chaque décision car les pertes engendrées par des décisions incorrectes seraient partagées par tous. C'est pourquoi les actionnaires délèguent le contrôle de l'activité de la firme à une catégorie d'individus chargée de négocier ou de renégocier les contrats des facteurs de production. Ils se gardent le droit de renvoyer ou de prolonger le contrat des managers et de décider de toute future réorganisation de la structure de l'entreprise<sup>307</sup>.

Pour les organisations mutualistes et les entreprises à but non lucratif, toute amélioration du management ne se traduit pas dans la valeur actuelle du titre, car il n'est pas offert la possibilité aux actionnaires de les échanger sur un marché<sup>308</sup>. Le travail en équipe dans les

---

<sup>306</sup> Les auteurs s'appuient sur l'hypothèse (secondaire selon eux) qui stipule qu'un partage général de la récompense se traduit par des pertes résultant de l'accroissement d'un comportement d'évitement de la part du contrôleur de l'activité des équipes et ces pertes ne sont pas compensées par les gains induits par la diminution de tels comportements de la part des employés. Si ce partage est imposé par un système politique particulier, le contrôle du manager est effectué dans les grandes entreprises yougoslaves sur la base de comités qui livrent des recommandations de renvoi ou de reconduction de leur manager. Ce droit est analysé par Alchian et Demsetz comme un moyen de limiter les comportements d'évitement du manager.

<sup>307</sup> En cas de désaccord avec les gestionnaires de l'entreprise, l'actionnaire a la possibilité de vendre ses titres sur les marchés financiers. Le contrôle du management est fondé sur la concurrence entre les managers potentiels qui pourraient remplacer les managers actuels et également sur la concurrence entre managers à l'intérieur de la firme. Ils insistent sur l'idée que le pouvoir des actionnaires réside dans la fréquence avec laquelle leur droit de vote conduit à arrêter des changements fondamentaux.

Ce qui est déterminant est la probabilité de remplacement du manager s'il ne satisfait pas les actionnaires. La possibilité de céder ses titres sur un marché financier associée à la celle de pouvoir faire des procurations de vote sont des facteurs de renforcement de cette probabilité.

<sup>308</sup> Alchian et Demsetz font remarquer que cette possibilité incite les managers qui ont investi dans les actions de l'entreprise à réaliser un bénéfice plus élevé car leur gestion va améliorer leur richesse (c'est-à-dire celle de l'actionnaire). Pour autant, l'absence de négociabilité des titres dans cette catégorie d'organisations se traduit par

professions artistiques ou intellectuelles se fait plus facilement à travers des partenariats. Cela s'explique par le fait que l'équipe est tournée vers des activités de marché et ne relève pas d'un statut salarié. Cette forme d'organisation firme est destinée à demeurer de petite taille de manière à éviter que ses membres ne pratiquent des comportements d'évitement.

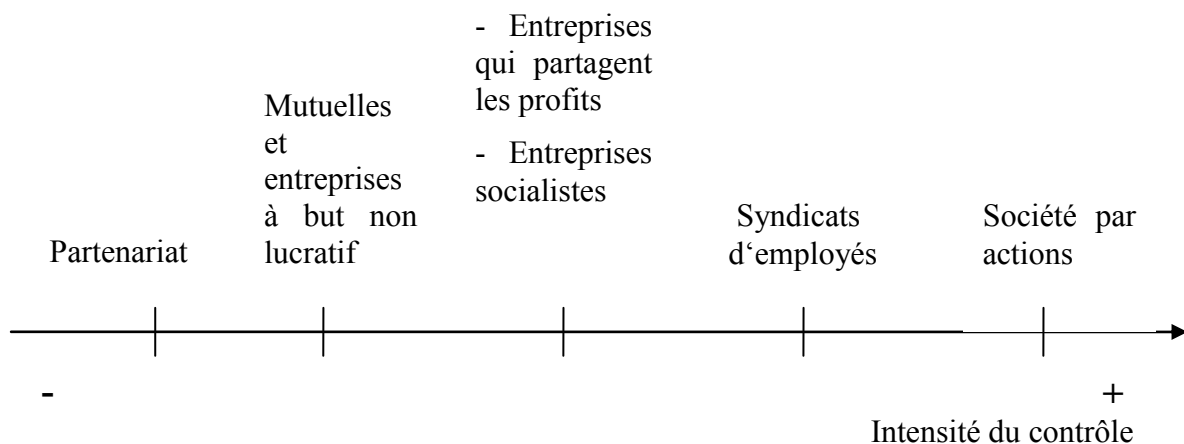
Les syndicats d'employés sont considérés par les auteurs comme des contrôleurs de l'activité des employeurs. Ils permettent d'estimer la performance des employeurs au regard des avantages sociaux qu'ils accordent, comme les assurances maladies ou les pensions de retraite en comparant les différentes prestations.

Cette typologie appliquée à l'organisation firme amène Alchian et Demsetz à montrer comment le contrôle du travail en équipe destiné à réduire les comportements d'évitement est à la fois fondateur et garant d'une forme particulière d'organisation. Ainsi le contrôle des membres d'une équipe appartenant à une entreprise qui partage ses profits est efficace sur des structures de petites tailles et pour des professions dont la productivité est difficile à mesurer par le comportement des individus. Les managers des entreprises socialistes peuvent être contrôlés par des comités d'ouvriers pouvant les révoquer. La société par actions fonde son contrôle sur la probabilité de remplacement des managers dont les décisions sont contraires à celles qu'auraient prises les propriétaires. Les entreprises mutualistes et à but non lucratif sont plus difficiles à contrôler en raison de l'absence d'un marché financier où leurs actions seraient négociables. Les partenariats s'apparentent à une organisation du travail en équipe par un marché et les membres de l'équipe ne disposent pas de statut d'employés. Les syndicats d'employés sont des structures contrôlant les employeurs au regard du respect de la législation et des avantages sociaux.

Cette typologie s'appuie donc sur l'intensité du contrôle exercée sur les membres de l'équipe et il est donc possible d'ordonner les types d'entreprise par intensité de contrôle croissante. Le schéma suivant synthétise la typologie des entreprises en fonction du degré de contrôle.

---

l'impossibilité de faire refléter les efforts du management dans la richesse des actionnaires. Il en ressort que des comportements d'évitements plus importants sont de nature à se produire fréquemment dans ces entreprises.



**Figure 4. 4 : Typologie des entreprises selon l'intensité du contrôle au regard de l'approche d'Alchian et Demsetz**

Ce schéma nous montre que plus l'intensité du contrôle est importante, plus on se rapproche de la forme entreprise par actions. Moins il est élevé, plus on se rapproche de la forme marché à travers le partenariat. Le critère du contrôle des membres d'une équipe est déterminant dans l'étude des catégories d'entreprise pour ces auteurs.

Reste à comprendre sur quelle base les facteurs de production sont loués ou achetés par la firme. Dans l'hypothèse d'une perte éventuelle, l'employeur-proprétaire peut offrir, comme garantie de règlement des *inputs* loués, un paiement d'avance, ou la présence à l'actif (du bilan) d'immobilisations en valeur suffisante pour la couvrir.

Dans cette optique, il apparaît qu'il est souhaitable de détenir des biens de production plutôt que de les louer. D'autant plus que la propriété des moyens de production au lieu de leur location permet une dépréciation moindre du bien puisque son usage est directement contrôlé par le propriétaire. Le facteur déterminant pour savoir si un *input* doit être détenu ou loué par la firme réside dans le coût d'évaluation de sa dépréciation. Si ce coût est plus faible en comparant l'état du bien avant et après son utilisation alors il est préférable de le louer. En revanche s'il est plus limité lorsque le propriétaire peut l'observer pendant la durée de son utilisation, sa détention devient plus avantageuse.

Selon cette conception, la firme est envisagée en tant que substitut au marché. L'employeur acquiert la connaissance des performances des différents *inputs* et est capable de former des

équipes qui réaliseront un travail efficace. En choisissant des combinaisons de facteurs de production, l'employeur agit en fait comme s'il était dans un marché privé. La compétence particulière qu'il construit lui confère une capacité à prendre des décisions que les auteurs qualifient de supérieures sur les meilleures combinaisons possibles d'*inputs*. Il s'agit donc de marquer par cette compétence la supériorité de la firme par rapport au marché, si bien qu'Alchian et Demsetz considèrent que les organisations firmes préfèrent recourir à des modifications du contrat de travail de leurs employés plutôt qu'au recrutement de nouveaux salariés. Cette connaissance permet à l'employeur de rendre la firme profitable dans la mesure où elle va rémunérer ses ressources en fonction de leur performance individuelle. Comme l'analyse Charreaux, « l'adaptation des combinaisons de facteurs de production, par les dirigeants se fait, certes, en fonction de l'évolution des prix sur les marchés externes des facteurs de production, mais également en fonction des informations acquises de façon interne par l'exercice de la fonction managériale »<sup>309</sup>

En somme, la firme s'entend comme une structure contractuelle dont les actions sont dirigées par un agent centralisateur appelé l'employeur. La relation d'emploi n'est plus conçue comme une relation d'autorité comme le proposent Simon ou Coase. Ce mode contractuel permet d'organiser le travail en équipe de manière efficace et conduit à dégager des bénéfices. La firme constitue un « marché » particulier privé ou interne qui est capable de distinguer la performance relative de chaque *input* et des combinaisons les plus performantes. Elle s'avère constituer un outil de détermination des performances individuelles et de leur rémunération. Ce qui, pour Alchian et Demsetz, confère à la firme un avantage au regard d'une forme marché conventionnelle.

En réalité deux types de marché se font concurrence, l'un relevant d'une propriété privée (l'organisation firme) et l'autre étant une propriété publique.

Gabrié et Jacquier interprètent l'approche d'Alchian et Demsetz comme un « retour en arrière » qui se limiterait à donner à la vieille théorie néo-classique les habits neufs du langage néo-institutionnaliste. Ils considèrent que la supériorité de la firme par rapport au marché n'est pas démontrée à double titre. Tout d'abord, Alchian et Demsetz s'appuient sur l'hypothèse que l'organisation des transactions sur un marché serait plus onéreuse pour la

---

<sup>309</sup> CHARREAUX G., 1999, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, sous la direction de G. Koenig, Economica, p.92.

production en équipe en raison des difficultés de mesure des productivités marginales et du coût de la redistribution du facteur de production travail sur un marché. La seconde critique consiste à contester l'efficacité de l'employeur dans son activité de contrôle. L'exercice de cette tâche ne s'effectuerait pas au moindre coût, c'est-à-dire de manière efficiente, car si les performances des équipes de production augmentent, le résidu s'accroît et est attribué au contrôleur. Or, une solution moins onéreuse, tout en étant aussi incitative, consisterait à offrir à la place un pourcentage fixe du profit dégagé par l'entreprise. De plus, les auteurs font l'hypothèse que si tous les individus pouvaient se voir attribuer le résidu alors le coût de production en équipe s'accroîtrait, rendant les pertes supérieures aux gains (les incitations au contrôle de l'employeur disparaîtraient).

Ramener le travail en équipe sous le contrôle d'un employeur à la firme capitaliste est contestable pour Gabrié et Jacquier, car cette approche sous-entend que le dirigeant détient un droit de propriété formalisé dans le droit de vendre les droits inhérents à sa fonction de contrôle (droit au résidu, droit d'observation des comportements, droit de centraliser, de négocier et réviser les contrats).

Ceci permet d'assimiler le travail en équipe à la firme capitaliste, car la seule présence des droits liés au contrôle ne suffirait pas à le justifier puisqu'ils peuvent s'opérer aussi bien dans le cadre d'une propriété collective des moyens de production que dans le cadre de la propriété privée. La causalité est en réalité inverse : c'est parce que l'employeur est propriétaire du capital qu'il détient des droits, et non parce qu'il a ce droit qu'il devient propriétaire comme le présentent Alchian et Demsetz. La relation d'emploi n'est pas une relation symétrique. Elle met en rapport ceux qui détiennent le capital (incluant les droits qui lui sont associés) avec ceux qui offrent leur force de travail, alors que l'objectif initial de ces auteurs était de mettre en évidence que le capital ne contrôlait pas les firmes.

Résumons dans le tableau suivant les réponses apportées par Alchian et Demsetz à notre questionnement sur la forme organisationnelle.

Forme organisationnelle envisagée	Caractéristiques	Raisons d'existence de cette forme organisationnelle ?	Causes de sa disparition
Marché	<ul style="list-style-type: none"> <li>- un marché concurrentiel entre les membres potentiels d'une équipe</li> <li>- pas une entité centrale hiérarchique</li> </ul>	Pour réaliser une combinaison de facteurs	Pas de contrôle efficace de l'activité des membres d'une équipe
Firme	<p>Deux conditions nécessaires d'existence de la firme :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-la supervision du travail en équipe permet d'augmenter la productivité</li> <li>- il convient de valoriser la contribution de chaque membre de l'équipe à la productivité totale</li> </ul> <p>La firme est caractérisée par 6 critères d'existence :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-une production réalisée sur la base d'une combinaison de facteurs de production</li> <li>- des facteurs de production détenus par plusieurs individus</li> <li>-une entité est commune à tous les facteurs de production</li> <li>-cette entité dispose des contrats individuels</li> <li>-cette entité emporte la décision finale</li> <li>-cette entité a la faculté de céder son statut contractuel centralisé</li> </ul>	Pour contrôler le travail en équipe à un degré d'intensité fonction des typologies d'entreprise (partenariat, mutuelles et entreprises à but non lucratif, entreprises qui se partagent les profits, entreprises socialistes, syndicats d'employés et sociétés par actions)	Supériorité de la forme firme donc aucune raison de renoncer à cette forme organisationnelle

**Tableau 4. 8 : Approche de la forme organisationnelle selon Alchian et Demsetz**

Les réponses apportées à notre questionnaire sur les formes organisationnelles soulignent l'importance accordée à la forme organisationnelle firme par Alchian et Demsetz. En effet, il s'agit d'une forme indépassable qui trouve son origine dans la nécessité du contrôle du travail en équipe. Cette nécessité se fonde sur l'existence de comportements d'évitement par les membres de l'équipe.

La firme se conçoit comme un mode contractuel particulier destiné à organiser de manière efficace le travail par un contrôle des facteurs de production. Cependant la question de la supériorité de la forme organisationnelle firme sur la forme organisationnelle marché n'est



pas démontrée, mais relève d'un postulat puisqu'elle a pour essence des hypothèses que les auteurs ne cherchent pas à valider. De plus, l'efficacité de ce mode de contrôle est contestée par certains auteurs qui considèrent que d'autres modes de contrôle sont parfois plus efficaces que la firme.

## 4.2 Les formes organisationnelles du marché euro-obligataire : du marché au marché régulé puis du marché régulé à la firme bureaucratique.

Dans un champ purement économique, le marché des euro-obligations reste tout au long de son évolution un marché traditionnel, point de rencontre d'une offre de capitaux avec une demande de fonds à long terme en eurodevises sans aucune relation d'emploi mise en œuvre. D'un point de vue strictement juridique, il s'agit bien d'un marché où les transactions sont encadrées par des contrats propres aux produits et réalisées par une syndication bancaire *ad hoc*. Il convient donc ici d'insister sur le fait que notre approche par la théorie transactionnelle des organisations nous permet de nous interroger sur la manière dont un marché au sens économique et juridique s'*organise* autour d'un actif particulier.

Ce qui assure l'intérêt des approches transactionnelles en constitue aussi les limites. Ces cadres d'analyse permettent de comprendre pourquoi une forme organisationnelle est préférable à une autre dans un contexte spécifique. Pour autant, elles circonscrivent l'appréhension du mode de coordination à la forme en soi. C'est la raison pour laquelle il nous semble nécessaire de recourir à d'autres référentiels théoriques pour approfondir notre analyse et identifier les modalités selon lesquelles les agents coordonnent leurs actions dans une structure donnée.

Notre analyse s'effectue en deux temps. Tout d'abord, nous rapprochons nos observations du corpus théorique que nous venons d'examiner pour identifier les formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au cours de son évolution. Dans un second temps, nous

nous attachons à démontrer qu'un mode de coordination particulier prévaut au cours de son évolution : la bureaucratie.

#### 4.2.1 Le marché des euro-obligations : une approche par les formes organisationnelles

Dans quelle mesure les théories transactionnelles des formes organisationnelles permettent-elles d'analyser le marché euro-obligataire ? Nous analysons ici comment ces cadres d'analyse conduisent à caractériser l'organisation de ce marché et nous menons notre étude en reprenant les différentes phases de développement mises en évidence dans notre première partie.

Le choix de procéder au rapprochement de l'évolution du marché au corpus théorique précédemment étudié par les phases identifiées dans le chapitre 2 est initialement dicté par le souci de faciliter le codage et l'analyse de correspondance des données auxquels nous avons procédé. Au terme de l'analyse préparatoire à la présente étape de notre recherche, il est apparu que les formes organisationnelles adoptées par le marché euro-obligataire différaient assez nettement d'une phase à l'autre. Du moins, une forme dominante semble caractériser chacune des époques identifiées.

##### 4.2.1.1 Le marché euro-obligataire de 1963 à 1968 : une forme organisationnelle marché

La phase de création et d'organisation du marché des euro-obligations nous semble caractérisée par une forme organisationnelle marché à plusieurs titres. Au regard de Coase, la transaction réalisée sur le marché demeure une répétition de séries de contrats à court terme qui ont en commun une durée relativement courte. Il s'écoule entre le moment où l'emprunteur mandate les banques pour construire le dossier de syndication et le jour où l'emprunt est levé sur le marché, une durée inférieure à un an<sup>310</sup>. La répétition des levées de fonds traduite par l'accroissement du volume est celle d'autant de contrats à court terme.

---

<sup>310</sup> Une durée caractérisant la notion de court terme

*- Des coûts de transaction en faveur de la forme marché*

Pour Williamson, la forme organisationnelle marché s'articule autour de plusieurs critères que nous retrouvons pour l'ensemble dans la première période d'évolution du marché. En effet la démonstration de cet auteur s'appuie notamment sur la spécificité de l'actif qu'il considère faible dans une telle situation organisationnelle. Remarquons que cette dernière, dans le cas des euro-obligations, correspond à une spécificité de produit, c'est-à-dire à l'attribut du produit dans sa dimension marchande.

Parmi les attributs aisément identifiables de l'actif euro-obligataire, la monnaie d'émission et la nature des taux constituent des éléments fondamentaux. De fait, la spécificité des euro-obligations demeure faible au cours de la période puisque les euro-obligations sont libellées en dollar pour 87,45% des émissions, 9,85% pour le deutschemark et 2,49% pour la livre sterling et à taux fixe dans 100% des cas. Même s'il est vrai que l'apparition de cet actif nouveau sur le marché international des capitaux accorde une spécificité nouvelle au titre du produit et du lieu (un marché délocalisé), il n'en demeure pas moins qu'au cours de la période étudiée, la forme dans laquelle il évolue se standardise à une monnaie principale (le dollar) et à un type de taux (les taux fixes).

Le caractère standard de la transaction revêt une conséquence essentielle sur les modes d'adaptation et la nature des incitations mises en œuvre. La réalisation de la transaction semble s'effectuer dans le cadre d'une adaptation autonome en présence d'incitations fortes, car les techniques de syndication sont telles que seuls les emprunts qui pourront trouver preneurs sont proposés sur le marché.

En fait, c'est en amont de la transaction que l'emprunt (avec ses caractéristiques) est testé sur sa capacité à être absorbé sur le marché. L'allocation des titres effectuée par le chef de file auprès des membres du syndicat en est un indicateur ainsi que l'accueil fait à l'émission par le marché gris.

La fréquence occasionnelle des transactions, autre critère évoqué par Williamson, se mesure de manière relative par rapport aux phases de développement du marché et à l'aune des volumes d'émissions relativement faibles entre 1963 et 1968. Elle peut également se concevoir dans le cadre de l'unité d'analyse offerte par la transaction. Une transaction tout d'abord occasionnelle car chaque euro-émission est unique, propre à un emprunteur dans le cadre d'un syndicat désigné et avec une spécificité de monnaie, de durée et de taux. Seule la

nature du contrat proposé par l'auteur peut poser problème car certaines de ses caractéristiques ne semblent pas vérifiées. En effet est associé à la forme organisationnelle marché un contrat classique, un cadre formel dont nous vérifions la présence dans la préparation de l'émission. Cependant, même si l'identité du tiers compétent pour régler d'éventuels litiges est mentionnée dans ce type de contrats, deux critères significatifs du contrat classique sont absents des conventions de syndication : l'anonymat des parties au contrat et la mention de toutes les contingences futures. Macneil précise que l'identité des parties ne joue pas sur la réalisation de la transaction alors que ce n'est pas le cas pour l'actif euro-obligataire. L'émission de tels titres est notée par des agences spécialisées et la notoriété des membres du syndicat bancaire est importante pour la bonne réalisation de l'emprunt, car s'il apparaît un problème, alors c'est la réputation de l'ensemble du syndicat qui s'en trouve affectée.

Les contingences futures sont si nombreuses dans le cadre d'une transaction sur le marché euro-obligataire, notamment sur le marché secondaire et en univers incertain, qu'il est impossible d'en dresser un inventaire exhaustif. Toutefois au delà de ces réserves, il semble qu'au cours de la phase de création et d'organisation, la forme organisationnelle marché ait été adoptée par l'objet de notre étude au regard des critères de Williamson.

#### *- Une structure de propriété caractéristique de la forme marché*

Pour Alchian et Demsetz, le marché existe parce qu'il est nécessaire de réaliser une combinaison de facteurs de production et que cette combinaison ne se réalise pas sous l'égide d'une entité centrale hiérarchique. Il convient donc de se demander quels facteurs de production sont en jeu sur le marché euro-obligataire.

Ces derniers sont la somme des facteurs travail et capital de toutes les banques membres du syndicat, et leur combinaison pour aboutir à la réalisation de la transaction s'effectue au cours de la syndication, plus précisément de sa phase préparatoire à son dénouement quand les prix des titres ont été stabilisés. Reste à savoir s'il existe une entité hiérarchique centralisée qui mène à cette combinaison, ce qui permet de définir la forme organisationnelle au regard des critères envisagés par ce cadre d'analyse.

Il s'avère qu'au cours de la première phase de développement, la réponse à notre question dépend du niveau auquel nous nous situons pour appréhender l'objet de notre étude. Si nous

restons au niveau du syndicat bancaire, il apparaît que le chef de file joue un rôle d'entité centralisatrice hiérarchique. Pour autant, en termes d'organisation du marché, il faut attendre la fin de la période étudiée pour assister à l'apparition d'un organisme professionnel édictant des règles communes à tous.

Si le cadre d'analyse est celui de la transaction donc de sa réalisation, il nous semble plus approprié de considérer l'ensemble du marché comme structure organisationnelle plutôt que d'adopter une approche en amont de la réalisation de l'opération. Le critère d'entité centralisatrice hiérarchique ne peut donc pas se limiter sur un plan organisationnel à la syndication. Il doit s'étendre à l'ensemble de ce qui fait que la transaction se dénoue, en l'occurrence le cadre organisationnel de cette dernière. Ce cadre est caractérisé non seulement par le travail d'origination de l'emprunt mais aussi par des structures professionnelles reconnues qui peuvent influencer les pratiques. Or ces dernières en tant que structures organisées n'en sont qu'à leurs débuts au cours de la première phase de développement du marché. Par conséquent, nous en tirons la conclusion d'une absence d'autorité hiérarchique centralisée puisque notre approche s'intéresse au cadre organisationnel du marché euro-obligataire.

La présence d'un marché concurrentiel entre les membres potentiels de l'équipe des eurobanques s'inscrit dans le cadre de la concurrence que se livrent les banques anglaises et américaines au cours de la période. En effet, les pratiques de syndication bien connues des intermédiaires financiers de ces pays et la prépondérance du dollar en tant que monnaie de dénomination des emprunts conduisent à structurer la concurrence entre les membres potentiels d'une syndication. Selon l'approche des droits de propriété, c'est cette concurrence qui limite les comportements d'évitement à la tâche car, en cas de problème sur la réalisation de la transaction en raison de ce type d'attitude, la banque fautive risque de ne plus faire partie des syndicats futurs.

Ainsi, au regard de la grille de lecture des théories transactionnelles choisies pour notre analyse, le marché euro-obligataire se construit sur la base d'une forme organisationnelle marché de 1963 à 1968. Il en adopte les critères de définition à la fois sur la multiplication de contrats à court terme (Coase), sur la spécificité faible des actifs (Williamson) et sur l'absence de hiérarchie centralisée (Alchian et Demsetz).

4.2.1.2 Le marché euro-obligataire de 1969 à 1983 : d'une forme organisationnelle-marché à une forme organisationnelle firme.

Examinons maintenant quelle forme revêt le marché euro-obligataire au cours de la deuxième période de son développement, à savoir entre 1969 et 1983.

Cette période est caractérisée par la forte croissance du marché primaire et secondaire puisque les volumes d'émissions et de transactions sur ces marchés ont respectivement été multipliés par plus de 8,5 et par plus de 42. Si l'on se réfère à Coase, ce phénomène traduit une multiplication des contrats à court terme<sup>311</sup>. Il a pour corollaire en début de période une hausse des coûts de transaction. Dans la forme marché, ces derniers proviennent de la détermination des prix, de la négociation, de la conclusion de contrats séparés et enfin de la multiplication des contrats à court terme.

*- Un nœud de relations d'emploi dominées par le chef de file*

Plus le nombre de contrats augmente, plus les coûts de transaction s'accroissent, si bien qu'il est légitime de se demander si au cours de la période étudiée, le marché euro-obligataire est passé d'une forme organisationnelle marché à une forme organisationnelle firme au regard des critères de Coase. L'intensification de l'activité et la multiplication des contrats qui s'ensuit seraient manifestes d'une relation d'emploi *de fait* entre l'acheteur et le vendeur. De surcroît, nous faisons l'hypothèse que cette relation est marquée par un rapport d'autorité pendant la deuxième phase de développement du marché.

Pour étayer ces deux suppositions, nous devons donc caractériser cette relation (en fonction de la nature de l'acheteur et du vendeur), puis mettre en évidence un rapport d'autorité entre les parties. Sur un plan strictement économique, les acheteurs sont les agents à capacité de financement et les vendeurs, les agents à besoin de financement. Cependant notre approche organisationnelle place la transaction dans un cadre plus large défini par l'ensemble des relations permettant sa réalisation.

---

<sup>311</sup> Si l'on entend par contrats la réalisation de la transaction.

De ce point de vue, il apparaît que nous assistons au cours de la période à un degré de sophistication des innovations financières produites par les eurobanques, si bien que l'on peut se demander si une relation d'emploi ne s'instaure pas à plusieurs niveaux. Nous en identifions trois. Le premier est celui de la relation emprunteur-chef de file. Le deuxième niveau d'appréhension est celui du rapport chef de file-investisseur. Le troisième enfin s'établit entre le chef de file et l'association professionnelle<sup>312</sup>.

En ce qui concerne la relation emprunteur-chef de file, sur un plan juridique, c'est bien l'émetteur qui mandate la ou les banques chef de file pour monter l'opération, et nous sommes donc bien dans une relation d'emploi traditionnelle. A ceci près que le développement des innovations financières destinées à réduire l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêts et des taux de change nous conduit à nous interroger sur le sens de cette relation. C'est sur la base des propositions du chef de file que se réalise l'emprunt, c'est-à-dire qu'il revient à ce dernier la conception de produits de plus en plus sophistiqués pour que l'émission soit acceptée par l'emprunteur et l'investisseur.

Ne s'agit-il pas alors d'un rapport d'autorité fondé sur la connaissance des pratiques et des instruments susceptibles de satisfaire toutes les parties prenantes à la transaction ? En cela la relation d'emploi appliquée à une situation de recours à l'expertise présente le paradoxe que le mandataire peut exercer une autorité sur le mandant. Auquel cas, nous sommes en présence d'une relation d'emploi fondée sur la légitimité des eurobanques. Par ailleurs, le rapprochement spatial des facteurs de production sur le marché secondaire a été rendu possible par le développement des centrales de compensation à travers les progrès de sécurité et de rapidité acquises par l'intégration de nouvelles technologies qui contribuent à faire baisser les coûts de transaction à l'échelle de la découverte des prix adéquats, de la négociation, et de la conclusion de contrats séparés.

Si l'on se réfère au marché des euro-obligations, la détermination du prix d'émission du titre est à l'initiative de l'eurobanque chef de file qui se fait rémunérer en partie pour le déterminer et sa négociation sur le marché secondaire n'a pas été toujours facile, du fait de l'absence de centrales de compensation pendant une grande partie de la première phase de son développement.

---

<sup>312</sup> Pendant la deuxième période, la relation d'emploi ne s'est pas vérifiée. Elle l'est en revanche pour la troisième.

Ces coûts de détermination de prix sont donc identifiables dans le cadre du marché des euro-obligations. Le deuxième type de coûts s'adapte bien au titre euro-obligataire dans la mesure où le marché est bien le lieu où le contrat qui unit l'acheteur et le vendeur de titre est scellé. Les caractéristiques contractuelles intègrent le mode de rémunération de l'investisseur (coupon à taux fixe ou coupon taux variable), la durée de l'emprunt et son mode de remboursement.

En revanche, c'est également le chef de file qui a au préalable rédigé les termes de ce contrat financier et dont la commission inclut cette tâche. Le principe de syndication bancaire permet de surcroît le placement de l'emprunt et peut se concevoir comme une multiplication de contrats à court terme entre le chef de file et les autres banques participantes. Le coût lié à la multiplication de contrats à court terme est celui de la commission offerte aux banques en fonction de la responsabilité qu'elles assument auprès du syndicat bancaire.

Il faut noter, dans l'élaboration des prix, non pas la prééminence du mécanisme de marché, mais celle d'une organisation particulière : l'eurobanque chef de file. Ne serait ce pas, comme le souligne Coase, parce qu'« il existe un coût de fonctionnement d'un marché et qu'en créant une organisation et en permettant à une autorité (un entrepreneur) de répartir les ressources, certains coûts peuvent être évités. »<sup>313</sup> ?

Ainsi, selon l'approche coasienne, la forme organisationnelle prise par le marché des euro-obligations relèverait plus de l'organisation-firme que de l'organisation-marché. Les coûts de transaction propres au titre euro-obligataire seraient bien trop élevés s'ils étaient assumés par une organisation-marché.

#### *- Une forme organisationnelle hybride structurée autour d'actifs complexifiés*

En interprétant le marché euro-obligataire au cours de la deuxième période à la lumière de la grille de lecture sur Williamson, il apparaît qu'il ait pris une forme organisationnelle hybride. Pour reprendre l'expression de Menard citée plus haut, il s'agit d'une structure de gouvernance dans laquelle des entités autonomes, à savoir les membres du syndicat bancaire,

---

<sup>313</sup> COASE R.H., 1937, *ibidem*, p.50-51



les emprunteurs et les prêteurs détiennent des actifs justifiant d'une dépendance accrue entre eux sans qu'il soit pour autant nécessaire d'intégrer leur activité dans une firme.

De quels actifs s'agit-il ? Les actifs détenus par les emprunteurs sont les obligations conçues par les eurobanques et cédées aux investisseurs. Leur spécificité d'actif est plus forte que dans la période précédente et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, dans la mesure où se développent de nouveaux produits destinés à s'adapter aux conditions nouvelles des marchés internationaux, la spécificité d'actif se renforce. Elle se manifeste également à travers la taille moyenne des émissions, les monnaies de dénomination des emprunts et l'origine géographique des emprunteurs.

L'innovation financière se traduit par l'apparition des titres à taux variables et de titres convertibles. La taille moyenne des émissions s'accroît passant de 21,62 millions de dollars à plus de 45 millions de dollars. Les monnaies de libellé des émissions se diversifient en raison des fluctuations du dollar et de l'autorisation d'ouvertures de nouveaux compartiments initiés par les décisions des autorités monétaires nationales comme en Allemagne pour le deutschemark. Ainsi, comme en témoigne le chapitre 1, le marché est désormais actif sur la période principalement sur le dollar, le deutschemark et le florin néerlandais. Au même moment, les taux variables font leur apparition. La spécificité d'actifs se remarque à travers le renforcement important de part des emprunteurs des pays de l'O.C.D.E. qui passe de 77,59% à 90,72% sur la période 1969-1983. La croissance du marché primaire peut s'expliquer par une augmentation de la fréquence des émissions. S'associent donc à ces critères de spécificité d'actif renforcée et à une récurrence des émissions, un contrat néo-classique qui a pour objet, rappelons-le, de pallier les carences des contrats classiques.

La première des carences est celle qui a trait à l'expression de l'intégralité des contingences futures qui demeure impossible à expliciter dans les contrats de syndication préalable à la réalisation de la transaction. Elles s'expriment dans des clauses particulières relatives aux fluctuations de prix dans le syndicat de garantie qui vise à stabiliser les prix ou dans des clauses indiquant le tribunal compétent en cas de litiges. Cependant, comme nous l'avons vu dans la partie précédente, les pratiques de marché sont le plus souvent invoquées pour régler des litiges forgeant ainsi la *lex mercatoria*. L'arbitrage permet un dénouement non contentieux conduisant à la permanence de la transaction. Leur harmonisation menée par l'organisme professionnel A.I.B.D. conduit le marché à s'organiser sans que pour autant les États interviennent directement.

Ainsi, les adaptations nécessaires à la réalisation de la transaction sont à la fois autonomes et coopératives. Autonomes car relevant du marché lui-même et en particulier des intermédiaires financiers. Coopératives car elles sont issues de la collaboration des adhérents à l'A.I.B.D., tous égaux en droit pour élaborer ensemble de telles pratiques.

L'évaluation du degré des incitations apparaît difficile à conduire mais d'après Williamson, elle est à mettre en relation avec le degré de spécificité de l'actif et la nature des contrats mis en œuvre. En effet, à une spécificité d'actif moyenne et à des contrats du type néo-classique est associée une incitation moyenne. Toutefois ce mode d'incitation ne permet pas de se prémunir des comportements opportunistes de la part des cocontractants. Nous en voulons pour preuve les pratiques de manipulations de cours qui ont pu survenir au cours de la période.

La coordination observée au cours de la deuxième période repose sur les modalités d'exercice de l'autorité que nous devons à présent préciser. En reprenant les catégories mises en avant par Ménard, il apparaît qu'elle s'articule autour du leadership d'une organisation sur d'autres. Le premier leadership observé est celui du syndicat bancaire mené par son chef de file sur les autres unités autonomes que sont les prêteurs et les emprunteurs. Il s'appuie sur le savoir faire de la syndication en particulier sur la conception de produits susceptibles de satisfaire les autres entités autonomes et sur sa capacité de placement. Ce leadership s'exerce par compartiment monétaire puisque le chef de file des émissions a en règle générale la même origine géographique que celle de la monnaie de dénomination de l'emprunt. La deuxième modalité d'autorité se situe à un autre niveau, puisqu'elle relève des relations unissant les eurobanques et l'organisme professionnel A.I.B.D. Ce dernier construit une relation de confiance avec ses adhérents autour de recommandations et d'élaborations d'un code de bonne pratique.

Le développement des NTIC sur le marché secondaire, marqué par l'essor des centrales de compensation, aurait pu conduire le marché à demeurer une forme organisationnelle marché, car comme nous l'avons vu précédemment, pour certains auteurs, il entraîne en principe une baisse des coûts de coordination. Or, il n'en n'a rien été car Euro-Clear et Cedel ont fait lourdement payer leurs services comme nous l'avons vu dans le chapitre 1.

Au cours de la deuxième phase de son évolution, le marché euro-obligataire porte donc les marques d'une forme organisationnelle hybride au sens de Williamson. Elle est caractérisée par une spécificité d'actif plus forte qu'à la période précédente, un mode d'adaptation

conciliant l'autonomie et la coopération des unités autonomes la constituant, sous des principes d'autorité fondées sur un leadership et la confiance. Il faut ajouter à cela le développement de la régulation (notamment professionnelle), tout autant représentatif de la forme hybride.

Les critères mis en évidence par Macneil et repris par Williamson dans les contrats néo-classiques sont bien présents: il existe des clauses contractuelles permettant l'expression de contingences futures et des clauses d'arbitrage et se constitue la formation de pratiques de marché en tant que règles applicables à tous les intervenants. Le mode contractuel dominant à cet instant est fondé sur une gouvernance bilatérale, justifiée par des transactions spécifiques et en expansion.

*- Une propédeutique à la forme firme : restructuration de fait des droits de propriété.*

Au regard des critères mis en avant par Alchian et Demsetz, étudions la forme organisationnelle prise par l'objet de notre étude au cours de la deuxième phase de développement. L'augmentation de la productivité nécessite un contrôle du travail en équipe et sa valorisation à la hauteur de la contribution de chacun. Ces conditions sont nécessaires à l'existence de la forme firme.

Nous pouvons émettre l'hypothèse que, si un passage de la forme organisationnelle marché identifiée au cours de la première période à la forme firme s'est opéré, c'est parce que la croissance du marché a nécessité d'augmenter la productivité du travail en équipe. La multiplication de la combinaison des facteurs de production s'est alors intensifiée, rendant difficile une coordination par une forme marché. La forme organisationnelle firme ne se limite pas au seul syndicat bancaire mais aux liens que ce dernier tisse avec l'organisation professionnelle de référence.

Vérifions que les six critères d'existence peuvent s'appliquer à cette nouvelle forme. Le premier est que la production est réalisée en associant différents facteurs de production. Nous pouvons identifier ces derniers comme étant les facteurs travail et capital des eurobanques qui conduisent effectivement au lancement de l'émission. Le deuxième critère stipule que ces facteurs doivent appartenir à plusieurs entités distinctes les unes des autres, ce qui est bien le cas : un syndicat bancaire est toujours formé de plusieurs entités qui détiennent ces différents facteurs. Est également invoquée la présence d'une entité commune à l'ensemble des facteurs

de production (troisième critère) qui dispose des contrats individuels (quatrième critère) et qui emporte la décision finale (cinquième critère). L'identification d'une telle entité nous mène au pouvoir du chef de file qui effectivement choisit les membres de son syndicat, décide de la responsabilité qui revient à chacun et qui détermine en dernier ressort l'issue de l'émission. L'intensité du contrôle qu'il est amené à exercer est élevée car, en cas de problèmes ou d'échecs, sa réputation de chef de file et sa marge en seront affectées. Son accession à cette fonction à l'avenir peut être mise en cause. Cependant, la faculté qu'il aurait à céder son statut contractuel nous paraît hypothétique, dans la mesure où il est mandaté par l'emprunteur qui du point de vue juridique est seul habilité à le démettre de sa fonction. Ce dernier point paraît – répétons-le – purement hypothétique car, à notre connaissance, cela ne s'est jamais encore produit.

La relation contractuelle qui se noue se fait en conformité avec les procédures édictées par l'A.I.B.D. Ainsi le marché euro-obligataire a pris une forme organisationnelle firme (au sens d'Alchian et Demsetz) au cours de sa deuxième phase de développement.

En recourant aux grilles de lecture de Coase, Alchian et Demsetz, nous avons pu conclure que le marché euro-obligataire était passé, pour des raisons différentes selon ces auteurs, d'une forme organisationnelle-marché à une forme organisationnelle firme pendant la deuxième période de son évolution. L'analyse de Williamson nous amène à considérer que l'objet de notre étude a pris une forme organisationnelle hybride. Toutefois, les perturbations qui se manifestent sur le marché pendant cette phase de développement (le rôle contesté des chambres de compensation ou encore les dysfonctionnements du marché gris) remettent en cause l'efficacité d'une gouvernance bilatérale. La divergence des cadres d'analyse à propos de cette période ne devrait donc pas se maintenir à la suivante. .

#### 4.2.1.3 Le marché euro-obligataire de 1984 à 2008 : une forme organisationnelle firme.

La troisième phase d'évolution du marché mérite d'être analysée à travers les grilles de lecture des théories des formes organisationnelles que nous avons construites.

*- Consolidation de la productivité et de la forme firme*

Pour commencer par Coase, ce qui pourrait faire renoncer à une forme-organisationnelle firme trouvée dans la deuxième phase d'évolution du marché euro-obligataire est l'apparition de rendements décroissants et une différenciation des transactions car alors les coûts de transactions en sont augmentés.

Des rendements décroissants signifient qu'au fur et à mesure que la production augmente, la productivité du travail diminue. Or il n'en a probablement rien été, car s'il est vrai que cette troisième phase est marquée par un taux de croissance élevé du marché par rapport à la période précédente, le développement et la diffusion des NTIC (non seulement en amont de l'émission pendant l'origination, mais aussi lors de la syndication et sur le marché secondaire) a pu entraîner des gains de productivité.

Si au cours de cette troisième phase de développement la différenciation des transactions s'est en apparence élevée, les titres apparus ne sont que des variantes des produits déjà créés au cours de la deuxième phase. Si bien qu'en l'absence de présomptions de hausse des coûts de transaction, nous pouvons tirer la conclusion que le marché a conservé sa forme organisationnelle firme pendant la dernière phase de son évolution.

Une relation d'emploi entre les eurobanques et l'organisation professionnelle semble s'ajouter à celle décrite dans la phase précédente. En effet, ce qui fonde l'autorité n'est plus le chef de file mais un corpus de normes édictées par l'I.C.M.A.

#### *- Hiérarchie professionnelle et développement du contrôle disciplinaire*

Analysons l'évolution du marché euro-obligataire à la lumière des travaux de Williamson. Le passage d'une forme organisationnelle hybride à une forme firme est provoqué par plusieurs facteurs : une dépendance accrue entre les cocontractants en raison d'une augmentation de la spécificité d'actif et des difficultés de gouvernance en l'absence d'une autorité forte.

L'accroissement de la spécificité d'actif est souligné par plusieurs variables statistiques que nous avons développées dans le chapitre 1. En premier lieu la taille moyenne des émissions est multipliée par plus de 6 par rapport à la phase précédente de développement. De surcroît, nous assistons à une concentration autour de trois monnaies de dénomination des emprunts dans laquelle domine l'euro, puis le dollar et loin derrière la livre sterling. Les autres monnaies sont utilisées dans 4,09% des émissions. En troisième lieu, la part des pays d'origine des emprunteurs de l'O.C.D.E. se renforce et atteint 91,64% du volume d'émissions

de 1984 à 1997 pour stagner ensuite à près de 90%. Enfin, le renforcement de la spécificité d'actif est également marqué par l'apparition de produits financiers assortis de warrants et l'utilisation (dans une moindre mesure) de titres zéro-coupons. Or, comme l'a montré Williamson, plus la spécificité d'actif s'accroît et plus la dépendance bilatérale entre les cocontractants se renforce.

Ainsi les eurobanques, en proposant plus d'innovations financières, ont accru la dépendance des émetteurs à leur égard. Ils recourent pour cela à un savoir faire spécifique, et à leur association professionnelle qui a dû édicter de nouvelles normes. Cette relation de dépendance est accrue entre les intervenants du marché secondaire par la constitution d'une association professionnelle intégrant les principaux *market makers* du marché.

L'autorité forte qui existait encore à la période précédente est absente puisqu'apparaissent des pratiques de syndication retenant plusieurs chefs de file en lieu et place d'un chef de file unique. Chaque co-chef de file se voit assigner une tâche particulière comme par exemple la communication financière de l'emprunt ou le montage juridique.

Tous les éléments sont donc réunis pour que se produise le passage d'une forme organisationnelle hybride à une forme organisationnelle firme caractérisée par une spécialisation accrue des membres. Elle s'accompagne d'une fréquence plus importante des transactions, qui se traduit par une augmentation du volume d'émissions et le recours aux programmes des MTN.

La forme hiérarchie est associée à un contrat de type évolutif qui apparaît lorsque la durée du contrat néo-classique s'élève et que les contrats deviennent plus complexes. Nous ne disposons pas de statistiques concernant la durée des contrats et nous ne pouvons donc pas valider l'hypothèse d'allongement de la durée des emprunts. En revanche, la complexité des contrats d'émission s'intensifie en raison des innovations financières et des nouvelles pratiques de syndication qui voient le jour.

Des normes plus larges que le seul cadre de la transaction continuent à être produites par l'organisation professionnelle, et servent de référence. Les règles et bonnes pratiques se multiplient et s'étendent avec le développement de l'AI.B.D., sa transformation en I.S.M.A en 1991, et la fusion de cette dernière avec l'I.P.M.A. pour donner naissance à un cadre plus large en 2005 (l'IC.M.A.).

Ce phénomène a pour conséquence l'extension du contrôle administratif dans les procédures de syndication, et des adaptations coopératives à l'intérieur des syndicats bancaires. Un mode de gouvernance fondé sur l'autorité de l'IC.M.A. se met en place avec la possibilité pour cette dernière de prendre des mesures disciplinaires envers les membres qui contreviennent aux règles qu'elle a établies. Ces mouvements peuvent s'interpréter comme une intégration verticale de l'A.I.B.D. dans un ensemble plus important, intervenant dans les différents compartiments des marchés internationaux de capitaux.

Par ailleurs comme nous l'avons vu précédemment, l'intensification de la diffusion des NTIC sur le marché a engendré des mouvements d'intégration verticale dans les systèmes d'information du marché secondaire (fusion des systèmes Euro-clear et Cedel dans Eurex), et donc l'extension de la forme organisationnelle firme. Cette intégration a été rendue nécessaire car l'élargissement de la distribution géographique des transactions sur le marché secondaire engendrait des coûts d'organisation plus élevés.

L'analyse du marché euro-obligataire à la lumière de la grille de lecture de Williamson nous montre qu'il est passé d'une forme hybride à une forme organisationnelle firme. Ainsi, d'une gouvernance où le leadership est exercé par les eurobanques et où la relation d'autorité se fonde sur la confiance entre ces dernières et l'A.I.B.D., on est passé dans la troisième phase à une gouvernance par le leadership de l'association professionnelle.

Pour Alchian et Demsetz, la forme organisationnelle firme est indépassable une fois qu'elle a été atteinte par une organisation, puisque le contrôle du travail en équipe est, dans ce cadre, le plus efficient.

Le marché des euro-obligations conserve une forme firme au cours de la troisième période. Cependant, il apparaît que le contrôle de la syndication se fait à un degré plus intense en raison de la prépondérance de l'organisation professionnelle de référence. La typologie de la forme firme a donc évolué au profit d'un ensemble plus contrôlé qu'auparavant. Cette supervision supplémentaire a été rendue nécessaire par l'augmentation des volumes d'émissions et de l'activité plus importante sur le marché secondaire. Les sanctions désormais possibles envers les membres qui dérogeraient aux règles et pratiques édictées en normes témoignent de la réalité du contrôle.

#### 4.2.1.4 Un aperçu des trois périodes via les coûts de transaction

Au regard de cette évolution, il peut être intéressant de mettre en évidence les niveaux de coûts de transaction sur le marché des euro-obligations. Nous reprenons pour ce faire la classification présente dans la grille de lecture de Ghertman sur cette question.

En ce qui concerne les attributs comportementaux et plus spécifiquement la forme d'opportunisme susceptible d'être adoptée par les agents, la probabilité d'occurrence de cette dernière diminue considérablement au fur et à mesure du développement du marché. Si elle reste élevée au cours de la première phase de son évolution, l'organisation croissante des professionnels du marché et leur nombre en augmentation donnent lieu à une réduction de cette forme de coût. En effet, dans un marché mature comme dans la dernière phase, toute tentative de la part d'une eurobanque de tromper les parties prenantes sur les caractéristiques du titre euro-obligataire sera tout d'abord sanctionnée par ses pairs puisque ce type de comportement porte atteinte à la réputation non seulement du marché dans son ensemble, mais plus particulièrement à tous les membres du syndicat bancaire.

Dans cette optique, les banques ayant participé au placement de cet emprunt risquent de ne plus pouvoir accéder au marché faute d'être sélectionnées dans un autre syndicat bancaire. Par ailleurs, la nature des investisseurs (grandes fortunes, fonds de pension) et celle des emprunteurs (grandes entreprises et Etats d'excellentes signatures) rendent difficile une quelconque tentative d'opportunisme, qu'elle soit *ex ante* ou *ex post*.

Les coûts de transaction induits par la spécificité des actifs nous apparaissent tout au long du développement du marché de plus en plus élevés. Tout d'abord, au cours de la première phase, la spécificité du titre euro-obligataire au sein du marché international des capitaux est très élevée puisqu'il s'agit du premier produit financier à long terme et au porteur libellé en eurodevises, dans le cadre d'un marché financier non soumis au contrôle des Etats.

Puis l'augmentation de l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change a pour conséquence la création de nombreux produits financiers destinés à la réduire. Les eurobanques renforcent en apparence la spécificité de produit sans être nécessairement suivies par les acteurs du marché. En effet, de nombreuses innovations financières restent sans lendemain, en l'occurrence celles qui ne sont que des déclinaisons de grandes catégories de produits (taux fixe, taux variable, convertibles et warrants).



L'étude de la répartition par catégorie d'instruments selon les différentes phases montre une prédominance de l'utilisation de titres à revenu fixe : au cours de la première phase, ils représentent 100% du marché puis 78,76% sur la période 1969-1983 et enfin 65% sur la dernière période. Les coûts de transaction liés à la spécificité-produit de l'actif financier devraient donc être élevés au cours des deuxième et dernière phases, mais on peut faire l'hypothèse que l'intégration du marché et sa structuration par pôles d'expertise contribue paradoxalement à les réduire.

Enfin, l'examen des coûts de transaction formés par les attributs de management, dans leur forme d'incitation et de bureaucratie, est révélateur de son organisation. L'incitation pour réduire ce coût est faible, car la responsabilité du syndicat bancaire s'assimile plus à celle du cadre dirigeant qu'à celle du dirigeant-proprétaire de la firme. Le niveau de bureaucratie s'accroît au cours du développement du marché des euro-obligations pour plusieurs raisons. La taille du management intermédiaire entre les dirigeants et les clients (emprunteurs et investisseurs) s'accroît tout au long du développement du marché du fait de l'intensification des procédures mises en œuvre. En premier lieu, les procédures de syndication ne sont pas de nature à privilégier un contact direct entre le client final investisseur et le chef de file à l'initiative d'un emprunt. En deuxième lieu, l'organisation du marché secondaire à travers l'essor des centrales de compensation montre à quel point leur organisation rendue nécessaire par la croissance du marché se traduit par des procédures plus complexes pour les intervenants du marché. En dernier lieu, l'harmonisation des règles et des normes sous l'impulsion de l'A.I.B.D. puis de l'I.P.M.A. ont pour conséquence le renforcement du poids de ces organismes professionnels dans l'organisation du marché primaire et secondaire.

Notre propos sur les indicateurs de coûts transaction constitués par les attributs gouvernementaux, la spécificité des actifs et les instruments de management font l'objet d'une synthèse par phase de développement du marché des euro-obligations dans le tableau suivant. Pour traduire le niveau des coûts de transaction, une échelle du niveau le plus faible 1 au niveau plus élevé 3 est proposée.

	Phase de création et d'organisation : 1963-1968	Phase d'adaptation : 1969-1983	Phase de maturité : 1984-2008
Attributs comportementaux	3	2	1
Spécificité de l'actif	3	2	1
Attributs de management	1	2	3

**Tableau 4. 9 : Analyse comparative des coûts de transaction au sens de Williamson par phase de développement du marché des euro-obligations**

L'étude du niveau des coûts de transaction résumée dans le tableau précédent est à rapprocher du mode de gouvernance qui les sous-tend, du moins selon Williamson. En effet, plus les attributs comportementaux et la spécificité de l'actif diminuent avec la croissance des attributs de management, et plus le mode de gouvernance est susceptible de transiter d'une organisation-marché à une organisation-contrat et enfin à une organisation-hiérarchie.

A l'examen des coûts de transaction par période, il apparaît que le marché euro-obligataire a connu au cours de sa croissance plusieurs formes organisationnelles en commençant par revêtir celle de l'organisation marché de 1963 à 1968, puis à se transformer en organisation-hybride pour devenir une organisation-hiérarchie en dernière période.

En conclusion de cette phase de rapprochement de nos investigations et du corpus théorique, nous pouvons conclure que le marché des euro-obligations a évolué d'une forme organisationnelle marché vers celle d'une firme, dominée initialement par les chefs de file, puis par les organisations professionnelles. Les tableaux suivants synthétisent ces conclusions, en prenant soin de distinguer les apports de chaque cadre d'analyse pris en considération dans la première partie du présent chapitre.

Phase de création et d'organisation (1963-1968)	Phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts (1969-1983)	Phase de maturité marquée par un rôle accru des intermédiaires (1984-2008)
Une forme marché caractérisée par une répétition de contrats à court terme	Une forme firme fondée sur : <ul style="list-style-type: none"> <li>- une multiplication des contrats à court terme (croissance des volumes sur le marché)</li> <li>- sur une relation d'emploi caractérisée par un rapport d'autorité entre le chef de file et son syndicat bancaire et entre le chef de file et les emprunteurs et les investisseurs</li> </ul>	Une forme firme puisque : <ul style="list-style-type: none"> <li>- pas de rendements décroissants en raison de la diffusion des NTIC</li> <li>- pas de différenciation plus importante des transactions car pas d'innovations financières majeures</li> <li>- une relation d'emploi entre l'I.C.M.A et les eurobanques</li> </ul>

**Tableau 4. 10 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture de Coase**

Phase de création et d'organisation (1963-1968)	Phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts (1969-1983)	Phase de maturité marquée par un rôle accru des intermédiaires (1984-2008)
<p>Une forme marché avec :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- une spécificité d'actif faible (prédominance du dollar et les taux fixes)</li> <li>- une adaptation autonome et des incitations fortes (tous les titres sont placés)</li> </ul>	<p>Une forme hybride avec :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- une spécificité d'actif renforcée (une plus grande variété de monnaies et de produits)</li> <li>- une récurrence des émissions, un contrat néoclassique articulé autour d'une <i>lex mercatoria</i></li> <li>- une gouvernance fondée sur le leadership du chef de file et une relation de confiance entre les eurobanques et l'AI.B.D.</li> </ul>	<p>Une forme firme avec :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- une spécificité d'actifs renforcée (monnaies et recours aux warrants et zéro-coupons)</li> <li>- des contrats évolutifs en raison d'une fréquence récurrente des transactions (programmes MTN) et de contrats plus complexes avec des normes édictées par l'I.C.M.A.</li> <li>- Une gouvernance fondée avec un exercice de l'autorité fondée sur le leadership de l'I.C.M.A.</li> </ul>

**Tableau 4. 11 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture de Williamson**

Phase de création et d'organisation (1963-1968)	Phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêts (1969-1983)	Phase de maturité marquée par un rôle accru des intermédiaires (1984-2008)
Une forme marché avec l'absence d'une autorité hiérarchique centralisée et impulsée par une concurrence entre les membres potentiels des syndicats bancaires (les banques américaines et anglaises)	Une forme firme car la multiplication des combinaisons des facteurs de production induit par la croissance de l'activité nécessite un contrôle	Une forme firme : - une forme indépassable - la croissance de l'activité engendre un contrôle plus intense mené par l'I.C.M.A.

**Tableau 4. 12 : L'évolution des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au regard des grilles de lecture d'Alchian et Demsetz**

Les différentes grilles de lecture convergent en grande partie. Nous avons montré que le marché euro-obligataire a suivi une évolution analogue que l'on se réfère aux hypothèses développées par Coase ou à celles d'Alchian et Demsetz : il est passé d'une forme organisationnelle marché, caractérisant la première phase de son évolution, à une forme organisationnelle firme dans la deuxième phase de son développement. La dernière phase n'a pas conduit à une modification de cette forme puisque les critères déterminant l'existence et la persistance de la firme subsistent. En revanche, en suivant la grille de lecture offerte par Williamson, le marché a pris successivement les formes marché, hybride et firme. A l'exception d'une étape intermédiaire induite par les catégories proposées dans ces derniers travaux, il apparaît que le corpus théorique retenu pour analyser l'évolution des formes organisationnelles du marché des euro-obligations est homogène au regard des conclusions qu'il permet de formuler. Il convient à présent d'approfondir l'analyse de modes de coordination mis en œuvre dans la forme firme adoptée par notre objet d'étude.

#### 4.2.2 Au-delà de la régulation par la forme organisationnelle : la prégnance d'un mode de coordination bureaucratique d'experts.

La coordination mise en œuvre sur le marché euro-obligataire tout au long de son développement cherche à lever toute forme d'ambiguïté. Comme le met en évidence Follett, la coordination est le problème principal du processus organisationnel et nécessite avant tout une unité permettant à chacun de coopérer en vue d'un objectif commun. Si pour cet auteur, l'unité se construit dans le développement de chaque partie la composant, la coordination globale s'entend comme un « processus continu d'autocréation de cohérence »<sup>314</sup>.

Dans ce cadre, si le marché euro-obligataire est passé d'une forme marché à une forme firme, sa coordination est un processus continu dans lequel les intermédiaires financiers exercent une domination sur l'organisation des transactions.

Il convient de nous interroger tout d'abord sur le mode de domination pratiqué par les eurobanques sur ce marché. Nous montrerons qu'il relève d'une domination légale et rationnelle à laquelle est associée une forme sociale particulière : la bureaucratie.

Selon Weber<sup>315</sup>, le mode de domination dépend de la nature de leur légitimité dont il recense dans nos sociétés trois formes : une forme rationnelle dite forme légale, une forme traditionnelle, et une forme charismatique. La première s'articule autour de la croyance qu'ont ceux qui la pratiquent et de ceux qui sont dominés, en la légalité de l'exercice de l'autorité. Les moyens donnés par cette forme de légitimité reposent sur le règlement et le droit. La deuxième forme est liée à la croyance en la vertu des traditions et de la coutume. La troisième met en évidence le charisme du chef, en raison entre autres de la croyance en son exemplarité au sein du groupe. La forme de domination se rapprochant de celle exercée par les intermédiaires financiers ne nous semble pas faire appel à leur personnalité (elles n'en partagent pas) ni encore à la coutume (les pratiques peuvent différer d'une place à l'autre, et surtout d'un groupe d'expert à un autre), mais relève plus de celle de la domination légale. C'est pourquoi nous développerons plus ici les caractéristiques de cette forme de domination dont le type le plus pur est, selon l'auteur, la direction administrative bureaucratique. Ses membres, dont c'est la profession principale, obéissent à certaines règles de fonctionnement

---

<sup>314</sup> FOLLETT M.P, 1932, *ibidem*,, p. 165.

<sup>315</sup> WEBER M., 1995, *Economie et société*, Agora Pocket, traduction de la 1<sup>ère</sup> édition de 1925, p.289

dans le cadre d'une hiérarchie précise avec des compétences reconnues, et sont l'objet d'une sélection sur la base des qualifications professionnelles éventuellement validées par un diplôme. Par ailleurs le développement de leur carrière repose à la fois sur l'ancienneté et sur les prestations de services qu'ils peuvent proposer et leur activité contrôlée.

La complexification du marché euro-obligataire, nous l'avons déjà évoqué au chapitre 1 et dans la présente partie, repose sur le développement d'expertises dans la population des intermédiaires. Leur légitimité est directement puisée de la croyance en leurs compétences. Leur ancienneté sur la place constitue sinon un critère de choix, du moins un argument souvent mentionné dans leur communication.

Weber met en avant huit catégories fondamentales de la domination rationnelle. En premier lieu, elle s'appuie sur une activité liée à des règles (première catégorie) avec une autorité constituée (deuxième catégorie), c'est-à-dire que le pouvoir est délimité dans son domaine d'exercice et ses moyens de coercition. La troisième catégorie est celle du principe de hiérarchie administrative qui se fonde sur une organisation du contrôle et de la surveillance de des membres qui disposent d'un droit d'appel auprès de leurs supérieurs. La quatrième catégorie s'articule autour de règles techniques et de normes. Weber souligne qu'une formation professionnelle est nécessaire pour que les membres de l'organisation puissent les appliquer. Une cinquième catégorie met en exergue une distinction entre la direction administrative et les moyens d'administration et d'acquisition. Les employés ne sont pas propriétaires des moyens d'exercice de leur fonction. La sixième catégorie stipule que ces derniers ne peuvent pas s'approprier leur poste de travail dans le cadre d'une rationalité complète. La septième met l'accent sur le principe de conformité c'est-à-dire que toutes les décisions, les propositions et les règlements sont écrits. Elle précise que l'ensemble de ces dernières forme le centre de l'action. Enfin la huitième et dernière catégorie repose sur la notion de domination légale, qui peut revêtir plusieurs formes et dont le type le plus pur est celui de la direction administrative bureaucratique. L'auteur insiste sur son caractère universel et remarque que cet idéaltype est très présent dans la vie quotidienne.

La direction administrative bureaucratique est assumée par un chef qui détient un pouvoir dont les attributions sont des compétences légales. La direction administrative est constituée de fonctionnaires individuels, dans le cadre d'un ordre hiérarchique fondé sur les devoirs objectifs d'une fonction liée à des compétences et établie par un contrat. Les fonctionnaires sont nommés en raison d'une qualification professionnelle légitimée par un diplôme. Ils sont

rémunérés sur une base fixe en fonction de la place qu'ils occupent dans la hiérarchie et cette place dépend des responsabilités occupées. Leur fonction constitue leur principale profession et le déroulement de leur carrière se fait selon leur ancienneté et (ou) l'évaluation de l'exécution de leur travail appréciée par leur supérieur hiérarchique. Par ailleurs, leurs emplois pas plus que les moyens d'administration ne sont leur propriété. Enfin ils font l'objet de contrôles pour s'assurer que leur fonction est accomplie dans le cadre d'une discipline stricte.

La rémunération des intermédiaires du marché euro-obligataire est très hiérarchisée, comme en témoignent les contrats de syndication mentionnés dans le premier chapitre. Si leur situation n'est pas assimilable à celle d'un fonctionnaire *stricto sensu*, les règles émanant des organisations professionnelles s'imposent à chacun d'entre eux pour délimiter leurs rôles et dicter les décisions à prendre dans des situations précises (chapitre 2).

Weber souligne qu'il peut être démontré que la forme de la direction administrative bureaucratique est celle des « entreprises économiques de profit »<sup>316</sup>. La domination bureaucratique fait reposer sa rationalité sur un savoir spécialisé acquis en particulier au cours des missions réalisées par les fonctionnaires. Seul l'entrepreneur capitaliste échappe à cette forme de domination par le savoir, car la recherche du bénéfice dicte son action.

La domination bureaucratique doit être limitée par des instances différentes de celle mises en place par la hiérarchie bureaucratique de manière à assurer la légalité des activités. Ces instances assurent un contrôle du respect des règlements qu'elles ont édictés, et donnent les moyens nécessaires à l'administration pour mettre en œuvre un système de sanctions-récompenses.

La collégialité des autorités légales conduit à légitimer les décisions en les rendant impartiales et objectives, et renforce l'économie rationnelle. Weber souligne le rôle de la collégialité des autorités financières dans la formalisation de la rationalité de l'économie.

Au delà de ces principes généraux, la forme prise par le processus de syndication est celle envisagée par Weber dans la domination légale à plusieurs titres. Tout d'abord, dans la spécialisation des fonctions autour des quatre entités fondamentales que sont le syndicat de

---

<sup>316</sup> WEBER M., 1995, *ibidem*, p.295



direction, le syndicat de garantie, le groupe de vente et l'agent fiscal. Composé du chef de file et des co-chefs de file éventuels, le syndicat de direction est responsable de l'ensemble de la procédure d'émission, et doit veiller à son bon déroulement sur le marché primaire et secondaire. Au delà d'un rôle de préparation de l'émission, le syndicat de direction souscrit une grande partie de l'emprunt et forme les syndicats de garantie et de placement. Le syndicat de garantie inclut les membres du syndicat de direction et les garants. Une hiérarchie est mise en place correspondant à la part de l'émission que chaque garant assure. Plus cette part est élevée et plus le garant pourra prétendre dans le futur à des responsabilités supplémentaires. Il en est de même pour les membres du syndicat de placement, car plus un intermédiaire financier détient une capacité de placement importante, plus ses chances de devenir plus tard membre du syndicat de garantie sont grandes. Cette organisation hiérarchisée s'impose à ses membres qui sont recrutés par le chef de file. Le développement futur des membres du syndicat est lié à leur capacité à non seulement assumer la fonction qui leur est impartie, mais également à garantir et placer, capacité qui augmente avec le temps et la fréquence de participation à la syndication bancaire. Le contrôle de l'activité des intermédiaires financiers est d'une certaine manière assurée par leur association professionnelle qui dresse les listes des intervenants autorisés.

De plus, selon Weber<sup>317</sup>, la domination bureaucratique exige une précision dans la transmission de l'information, de manière à pouvoir exercer son emprise rationnellement et rigoureusement. L'histoire de l'organisation du marché secondaire soutenue par l'activité des deux centrales de compensation est fondée sur cette question. A ce titre, l'informatisation précoce mise en œuvre et, plus tardivement, les possibilités offertes de compensation entre les deux centrales participent de cet effort de précision pour transmettre l'information sur les données financières.

Enfin, si cette forme de légitimité<sup>318</sup> domine, c'est en vertu du savoir spécialisé qui lui permet d'accroître son influence. En effet, la complexité des procédures, l'application des règles et

---

<sup>317</sup> WEBER M., 1995, *ibidem*, p.299

<sup>318</sup>WEBER M., 1995, *ibidem*, p.300

des normes sont nécessaires au bon déroulement de l'émission et de sa liquidité sur le marché secondaire. Seuls les intermédiaires financiers aguerris à ce type de marché sont en mesure de garantir ce savoir spécialisé qui ne peut pas être internalisé par les emprunteurs. Cette spécialisation est garante de l'activité future des intermédiaires financiers sur ce marché. Weber souligne que : « par delà l'énorme position de puissance que détermine le savoir spécialisé, la bureaucratie (ou le détenteur du pouvoir se servant de celle-ci) a tendance à accroître davantage encore sa puissance par le savoir du service : les connaissances de fait acquises ou « issues des dossiers » dans le cours du service »<sup>319</sup>. L'étude réalisée dans le chapitre 1 montre une décroissance de la part de marché des vingt premiers chefs de file qui passe de 98% à 69,68%, car l'expertise technique se diffuse dans de nombreux pays comme en témoigne la diversification géographique de leur pays d'origine. Ce mouvement s'accompagne d'une spécialisation géographique des chefs de file que nous avons analysée dans le chapitre 2. L'arrivée de nouveaux entrants permise par leur acquisition d'un savoir spécialisé entraîne une déconcentration des chefs de file.

En dépit des formes juridiques indépendantes qui le constituent, il semble bien que le marché des euro-obligations se soit aligné sur un modèle de coordination bureaucratique. La coordination bureaucratique est dominée par le développement de produits et de techniques confirmant l'expertise des eurobanques. Nous assistons donc à la formation d'une coordination bureaucratique menée par des experts. Au terme d'une évolution progressive, les traits fondamentaux de la bureaucratie, tant au regard de sa légitimité qu'à celui de ses mécanismes, se retrouvent dans une structure originellement conçue comme un marché. C'est là le paradoxe auquel une analyse historique éclairée par le champ des théories organisationnelles nous permet d'aboutir.

---

<sup>319</sup> WEBER M., 1995, *ibidem*,, p.299-300

## Conclusion du chapitre 4

L'étude des formes organisationnelles à la lumière des travaux de Coase, de Williamson et d'Alchian et Demsetz permet de montrer que le marché des euro-obligations a connu plusieurs stades de développement. Il est passé d'une forme d'organisation-marché à une organisation-firme. Cette transformation portée par les intermédiaires financiers fait émerger un mode de domination légale particulier : celui de la bureaucratie au sens de Weber. La légitimité d'acteurs particuliers au sein de l'organisation a ainsi accentué son développement en étendant et en renforçant un savoir spécialisé, devenant à son tour une source de légitimité.

La coordination de la forme firme s'est donc structurée par la bureaucratie. L'exercice de l'autorité fondé sur l'expertise des intermédiaires financiers et sur le leadership de l'I.C.M.A. n'est pas sans conséquences sur le caractère bureaucratique de cette forme organisationnelle firme ainsi gouvernée. Nous en étudierons les effets dans le chapitre 5.

Un marché globalisé affranchi du contrôle des États a pu perdurer depuis 1963 en se bureaucratisant sous l'impulsion des banques intervenantes, montrant qu'en l'absence de mode de régulation étatique direct, un groupe dominant d'acteurs se saisit de la légitimité légale wébérienne pour mener des processus de régulation et de contrôle.

Ainsi, le « marché » des euro-obligations s'est développé en adoptant des formes différenciées dans le cadre d'une coordination bureaucratique d'experts. Ce mode de coordination n'est pas sans conséquences sur l'organisation. C'est pourquoi nous nous proposons d'étudier, dans le chapitre suivant, le risque porté par les mécanismes bureaucratiques sur l'organisation du marché euro-obligataire.

## Chapitre 5 - Conséquences de la forme-organisation-hiérarchie du marché des euro-obligations : d'une organisation-hiérarchie au risque de la bureaucratie au sens de Weber.

Les chapitres précédents ont permis d'établir que non seulement un marché est susceptible de se structurer comme une hiérarchie, mais qu'il peut aussi adopter les traits fondamentaux d'une organisation bureaucratique. La première conséquence de ce résultat de recherche est à la fois théorique et managériale : un marché ne doit pas être analysé uniquement à l'aide des outils qui lui sont usuellement consacrés. Il apparaît, dans le cas des euro-obligations, que le jeu concurrentiel, par exemple, ne permet pas de comprendre les évolutions fondamentales de ce marché. Nous avons souligné, dans le chapitre 4, que le mode d'organisation bureaucratique constitue à la fois un instrument de régulation et de contrôle des comportements sur le marché étudié. Il est à présent nécessaire de s'interroger sur la capacité du cadre d'analyse bureaucratique à appréhender les dysfonctionnements et certains changements survenus sur ce même terrain d'étude.

Les risques d'une organisation bureaucratique sont appréhendés différemment selon les auteurs. Deux sources principales de dysfonctionnements émergent : le risque issu des comportements des membres de l'organisation et le risque associé aux changements organisationnels. Pour certains auteurs, seuls les comportements des individus sont facteurs de problèmes alors que pour d'autres il s'agit des modifications de l'organisation. Enfin pour une troisième catégorie d'auteurs, le risque induit par une organisation bureaucratique a la double origine (comportements des individus et changements de l'organisation). Nous nous proposons d'étudier les possibles difficultés induites par l'organisation bureaucratique en analysant dans un premier temps le risque lié aux comportements des individus, puis celui inhérent aux changements organisationnels. Enfin, nous considérons le risque associé aux individus et aux modifications des structures. Cette dernière phase de confrontation nous

conduit à établir une typologie des possibles dysfonctionnements bureaucratiques qui est appliquée au marché des euro-obligations. Elle nous permet de mettre en évidence quel type de risque s'est déjà manifesté sur ce marché.

## 5.1 Le risque de la bureaucratie lié aux seuls comportements des individus.

Les comportements des individus dans les organisations bureaucratiques sont susceptibles d'engendrer des risques particuliers. Nous analyserons successivement les travaux de Michels, Selznick, Hirschmann et Birch, Hall et Scott, que nous regroupons sous trois problématiques : le risque provient tout d'abord des divergences de finalités entre individus et organisation ; ensuite, il émane du fait que les principes de la bureaucratie et ceux de la professionnalisation trouvent chez les acteurs des résonances opposées ; enfin, il résulte de l'insertion d'acteurs professionnels dans une structure bureaucratique.

### 5.1.1 Bureaucratie et conflits d'objectifs

Les buts des organisations peuvent ne pas être partagés par les individus qui les composent. Michels<sup>320</sup> analyse les partis socialistes de trois pays européens (Allemagne, France et Italie) et remarque que, si l'objectif de ces partis est l'extension de la démocratie à la classe ouvrière, leur structure interne ne respecte pas ce but. Leurs dirigeants cherchent à se maintenir en place, occultant le but premier affiché par l'organisation. L'auteur souligne que les actions entreprises par les dirigeants pour conserver leur poste s'opposent à celles qui seraient nécessaires pour atteindre l'objectif de leur parti. Les raisons invoquées par les administrateurs sont multiples. Elles tiennent d'une part en la justification de leur fonction de coordination de l'organisation dans les tâches quotidiennes qui, si elles ne sont pas réalisées, nuisent au bon fonctionnement de la structure. Elles relèvent d'autre part du caractère plus

---

<sup>320</sup> MICHELS R. 1971, *Les Partis Politiques*, Paris, Flammarion.

prestigieux et plus rémunérateur de ces fonctions par rapport aux emplois que les dirigeants occupaient précédemment. Plus ils restent longtemps en poste et plus leur possibilité de reconversion dans d'autres structures devient difficile. Par conséquent, les dirigeants sont persuadés que sans eux, l'organisation ne peut pas fonctionner et confondent leurs intérêts avec ceux de la structure. Face à cette situation, les membres de l'organisation cherchent à prendre le pouvoir sur la structure et leur chance de l'emporter reste faible. En effet, les dirigeants mettent l'accent sur certaines caractéristiques de l'organisation qui découragent toute tentative pour les déloger. Il peut s'agir de leur expertise technique notamment en matière juridique, des moyens logistiques que l'organisation met à leur disposition, de la crainte de la plupart des membres pour qui sans les dirigeants actuels, l'organisation ne serait plus à même de perdurer. La légitimation du pouvoir des administrateurs passe par leur recherche de pouvoir à l'extérieur de l'organisation, de manière à ce que leur environnement direct renforce leurs statuts de dirigeants, comme par exemple l'instauration de réseaux de mutuelles de santé et d'assurance. Les dirigeants peuvent attribuer des récompenses à certains membres pour forger leur loyauté à leur égard et non à celui de l'organisation. Enfin, les administrateurs légitiment leur prévalence sur l'organisation en développant une idéologie destinée à se prémunir contre toute attaque de la part de membres dissidents. Cette idéologie est fondée sur l'identification des administrateurs au devenir de la structure de telle manière que toute opposition devienne une attaque contre l'organisation même.

Selznick<sup>321</sup>, à travers son étude sur la Tennessee Valley Authority, montre que les sous-groupes des organisations cherchent à atteindre leurs propres objectifs en raison de leur spécialisation, et non ceux de l'organisation. La TVA (Tennessee Valley Authority) initiée en 1933 par Roosevelt dans le cadre de son programme du New Deal, a pour objectif le développement de la vallée du Tennessee en créant un établissement public *ad hoc* et faisant porter son action sur la production et la distribution d'électricité, la production d'engrais, le contrôle des inondations, l'amélioration du trafic fluvial et l'aide aux fermiers pauvres.

Cette décision se heurte à la culture dominante dans un état du sud, néo-rural et conservateur, qui n'est pas favorable à une organisation collective (qui plus est dirigée par un état centralisateur). Pour se développer, la TVA a dû concilier les intérêts particuliers des forces politiques, administratives et des milieux d'affaire locaux. Dans le cadre de leurs missions, les

---

<sup>321</sup> SELZNICK P., 1949, *TVA and the Grass Roots*, Berkeley University of California Press.

agents de l'agence fédérale sont amenés à concilier les intérêts locaux avec ceux de l'organisation en intégrant par cooptation des individus qui poursuivent leurs objectifs propres. Ainsi le développement de l'énergie hydroélectrique est retenu car essentiel aux industries, les programmes d'aide aux fermiers pauvres sont abandonnés.

La dichotomie entre les objectifs de l'organisation et ceux de ses membres, étudiée par Michels et par Selznick, montre que le risque porté par une organisation réside dans le comportement de ses membres. Les objectifs de l'organisation peuvent être détournés au profit des dirigeants ou ils peuvent être limités car ils ne sont pas totalement compatibles avec ceux de la structure. Dans ce contexte, la légitimation de l'autorité que confère l'organisation bureaucratique tend à aggraver le phénomène.

Ce type de conflit d'intérêts peut perdurer tant que ne sont pas trouvés des substituts aux services apportés par l'organisation à ses membres et que la contestation interne ne parvient pas à modifier les comportements. A cet égard, Hirschmann<sup>322</sup> et Birch<sup>323</sup> envisagent un cadre conceptuel pour étudier les comportements des individus quand une telle dichotomie se présente. Si les membres pensent que l'organisation peut évoluer favorablement, ils attendront ce développement. En revanche, si ce n'est pas envisageable, quatre comportements sont possibles. Le premier d'entre eux est radical et consiste à quitter l'organisation en gardant le silence. Le deuxième comportement, plus rare, est celui d'un départ avec protestation en invitant d'autres membres à joindre ce mouvement et en prenant à partie les dirigeants. Le troisième permet au membre de rester dans l'organisation en contestant son fonctionnement en interne ou auprès d'un groupe extérieur. Enfin, le quatrième comportement conduit les individus à demeurer dans la structure et à se taire. Les différents comportements possibles sont subordonnés à certaines conditions de réalisation. Ainsi quand les membres perçoivent des sources de satisfaction à l'extérieur de l'organisation, ils vont être plus enclins à la quitter. Si elles n'existent pas, ils adoptent un comportement de protestation. Leur loyauté aux valeurs incarnées par la structure est également un facteur qui dicte leur action. Elle renforce les possibilités de contestation si une réforme semble réalisable, ou elle limite les départs des

---

<sup>322</sup> HIRSCHMANN A.O, 1972, *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge Mass., Harvard University Press.

<sup>323</sup> BIRCH A.H., « Economic Models in Political Science : The Case of Exit, Voice and Loyalty », *Journal of Political Science*, 5 jan., p.65-82.

membres. Si des moyens structurés pour canaliser les désaccords existent, les individus vont plus aisément renoncer à quitter l'organisation, ou se taire.

Des sous-conditions favorisant la protestation sont mises en exergue dans le modèle. Ainsi de la conviction des individus qui considèrent que l'organisation peut s'améliorer, de la présence de structures internes formalisées de protestation contre les dirigeants et de l'inscription du mouvement de contestation dans le cadre d'une croisade visant à une juste cause. Au contraire d'autres variables comme la répression et la cooptation à l'égard des protestataires minimise le risque de contestation.

Dans ce cadre conceptuel, le risque d'une dichotomie entre les buts de l'organisation et de ses membres ne peut pas être contenu. En revanche, ce modèle met en évidence qu'une autre organisation se substitue de facto à celle qui prévaut précédemment, c'est-à-dire celle qui obéit aux intérêts des dirigeants. Il s'agit d'une bureaucratie d'acteurs dominants, légitimée par des règles internes de fonctionnement qui sont détournés au profit des administrateurs. On peut s'interroger sur la permanence d'une telle structure.

### 5.1.2 Bureaucratie et professionnalisation

Hall<sup>324</sup> montre qu'il existe une relation inverse selon certains critères entre le degré de bureaucratisation d'une structure et la professionnalisation de ses membres. Il part de l'observation que, dans les sociétés industrialisées de la moitié du XXème siècle, on assiste à l'émergence de deux phénomènes concomitants mais pas nécessairement complémentaires. Le premier est celui d'une professionnalisation croissante de la force de travail et le second est propre au monde du travail, de plus en plus structuré en organisations. Il met en évidence un modèle professionnel. L'auteur a recours à trois termes distincts tout au long de son étude – professionnalisation, profession et professionnalisme – en se fondant sur les définitions présentées par Vollmer et Mills<sup>325</sup>. La profession relève d'un idéaltype pour une organisation où sont regroupés des métiers. Si l'organisation devient complètement professionnalisée, ce

---

<sup>324</sup> HALL R. H., 1968, « Professionalization and Bureaucratization », *American Sociological Review*, vol 33, n°1, february., p.92-104.

<sup>325</sup> VOLLMER H.M. & MILLS D.L., 1966, *Professionalization*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, p.vii-ix.



qui est purement théorique, la profession ne sera plus appréhendée comme un idéaltype. Le terme de professionnalisation est utilisé dans le cadre d'un processus dynamique durant lequel les métiers se dotent de nouvelles caractéristiques destinées à les transformer en profession. Le professionnalisme appartient au domaine de l'idéologie dans laquelle les membres de l'organisation visent un statut professionnel caractérisés par des valeurs<sup>326</sup> d'expertise, d'autonomie, d'engagement et de responsabilité. Les auteurs précisent que le professionnalisme ne conduit pas nécessairement à une dynamique de professionnalisation. Il est seulement une condition nécessaire et non suffisante.

Les professions sont définies selon deux catégories de caractéristiques : des caractéristiques liées à la structure de la profession comme les diplômes nécessaires et les conditions d'entrée et des caractéristiques associées aux comportements des individus dans la sphère professionnelle. La structuration de la professionnalisation suit différents stades pour permettre à une profession d'atteindre une certaine maturité. Au cours de cette évolution, les professions se dotent peu à peu d'attributs spécifiques, comme peut le souligner Wilensky<sup>327</sup>. Un premier attribut réside dans la création d'une profession à plein temps qui intègre de nouvelles fonctions en réponse à des besoins de la structure sociale. Le deuxième attribut consiste à mettre en place une école de formation parfois affiliée à des universités pour diffuser les connaissances. Le troisième attribut est l'instauration d'une association professionnelle qui détermine les conditions d'entrée dans la profession et qui définit les bonnes pratiques. Le quatrième attribut conduit à un code d'éthique formel régissant les relations entre membres et avec les clients. Il doit rentrer dans un cadre légal et être respecté par l'association professionnelle.

Les attributs de comportements du professionnalisme sous-entendent qu'il existe une relation entre les attitudes et les comportements si bien que les attitudes relèvent du travail des professionnels. Le premier de ces attributs se caractérise par l'importance donnée à l'association professionnelle, qui est une référence pour chacun. Le deuxième des attributs réside dans la croyance que la fonction occupée rend un service au public et à ses collègues.

---

<sup>326</sup> STRAUSS G., 1963, « Professionalism and Occupation Associations », *Industrial Relations*, II, n°3, may, p.8-9.

<sup>327</sup> WILENSKY H. L., 1964, « The professionalization of everyone ? », *American Journal of Sociology*, Vol.LXX, September, p.137-158.

Le troisième est lié à la conviction que le contrôle par des pairs est le plus approprié et que les règles doivent être édictées par les professionnels eux-mêmes. Le quatrième repose sur le sens du dévouement à la tâche. Le dernier attribut est celui de l'autonomie du professionnel qui doit pouvoir prendre des décisions sans interventions externes ou émanant de son organisation.

Les attributs de structure et comportementaux sont les fondements du modèle du professionnel pour Hall. Toutes les professions n'ont pas l'intégralité des attributs. Ainsi en médecine, si les attributs de structure sont bien présents, les attributs comportementaux ne sont pas tous pertinents. A l'intérieur d'une même profession, chaque membre peut adopter certains attributs et ne pas se conformer à d'autres. Le modèle du professionnel n'est pas figé. L'auteur identifie trois facteurs conduisant à des modifications de son modèle. Le premier est lié à la nature de la structure sociale dans laquelle évolue la profession. Cette structure peut ne pas avoir identifié la profession comme une réponse à ses besoins et en retour ne lui donne pas un cadre légal d'exercice. Le deuxième facteur est interne à l'organisation de la profession. Si plusieurs associations professionnelles coexistent et édictent des normes et des standards différents, la variabilité des attributs est d'autant plus importante et nuit à la professionnalisation. Le troisième facteur comprend le cadre dans lequel évolue la profession. L'auteur distingue quatre cadres distincts dans lesquels les professions s'inscrivent. Il peut s'agir d'un cadre individuel comme les médecins ou les avocats qui n'appartiennent pas à des cabinets. Considérant que la professionnalisation s'opère plutôt au sein de groupes organisés, Hall préfère ne pas intégrer le cas du professionnel individuel dans son étude. Reprenant les catégories définies par Scott<sup>328</sup>, il distingue les professions organisées de manière autonome, les professions organisées de manière hétéronome et celles qui se résument à un département (dans un plus grand ensemble). Dans les professions autonomes, le professionnel structure son travail et représente la figure d'autorité majeure. La juridiction administrative dont il dépend est interne. Au contraire, le professionnel hétéronome dépend d'une organisation externe qui limite son autonomie. Il en va ainsi du système éducatif public ou des bibliothèques qui sont inclus juridiquement et financièrement dans un système plus large. Les professionnels formant un service ou une division relevant d'un plus grand ensemble ont une autonomie plus ou moins développée selon les cas.

---

<sup>328</sup> SCOTT W.R., 1965, « Reactions to Supervision in a Heteronomous Professional Organization », *Administrative Science Quarterly*, Vol.10, june, p.65-81.

Dans chacun des cadres professionnels, Hall mesure le degré de bureaucratisation en définissant une échelle de 6 variables traitées indépendamment les unes des autres. La hiérarchie de l'autorité se conçoit comme un indicateur du degré de structuration du processus de décision. La division du travail permet d'identifier la manière dont les différentes tâches sont réparties selon les spécialisations fonctionnelles. Les règles conduisent à mesurer le degré de contrôle du comportement de ses membres par l'organisation. Les procédures édictées amènent à vérifier si les membres utilisent la technique recommandée dans une situation donnée. La mesure de l'impersonnalité de la structure permet d'étudier si les agents et les clients sont traités indépendamment de leurs spécificités. La compétence technique mesure comment les standards sont utilisés pour sélectionner et définir l'avancement des membres.

Hall cherche en définitive à tester l'hypothèse de Blau (et al.)<sup>329</sup>, selon laquelle il existe une relation inverse entre la professionnalisation et la bureaucratisation. La méthodologie choisie repose sur la mesure du degré de professionnalisation et de bureaucratisation. Au terme de cette première étape de la recherche<sup>330</sup>, il s'avère que selon les critères de la hiérarchie de l'autorité, de la division du travail, des règles, des procédures et de l'impersonnalité, les organisations autonomes sont moins bureaucratiques que les autres catégories envisagées. En revanche, sur le critère de la compétence technique, ce type d'organisation est relativement bureaucratique. Les structures hétéronomes sont relativement bureaucratiques au regard des critères de l'autorité hiérarchique et de la division du travail. Elles sont très bureaucratiques si l'on s'intéresse aux règles, aux procédures et à l'impersonnalité. Les structures par services ou départements sont faiblement bureaucratiques sur le plan des compétences techniques,

---

<sup>329</sup> BLAU P.M. , HEYDEBRAND W.V. , STAUFFER R.E., « The Structure of Small Bureaucracies », *American Sociological review*, Vol.31, April, p.179-191.

<sup>330</sup> Les attributs de structure sont valorisés selon la méthode utilisée par Wilensky et les attributs de comportements sont étudiés selon une échelle recourant à la technique de Likert. Les dimensions de la bureaucratisation sont analysées à travers une échelle d'évaluation de chacune des variables la caractérisant. Le choix des organisations pour mener cette étude s'est opéré selon leur taille et les typologies de professionnels envisagés par l'auteur et regroupe des secteurs d'activités variés comme entre autres les cabinets d'avocats, les hôpitaux, les bibliothèques. Les critères de bureaucratisation et de professionnalisation sous l'aspect des structures sont analysés par la variance de Kruskal-Wallis pour déterminer si les différences observées dans chaque catégorie sont le fruit du hasard ou reflètent des variations réelles.

relativement bureaucratiques pour les critères de règles, de procédures et d'impersonnalité, et fortement bureaucratiques pour l'autorité de hiérarchie et la division du travail.

Ensuite, les relations entre les critères bureaucratiques et les critères de professionnalisation à travers leur degré de corrélation sont étudiées. Hall distingue d'une part la corrélation des critères bureaucratiques et des critères de comportements professionnels, d'autre part la relation entre la bureaucratisation et le cadre de travail des professionnels. Les résultats sont contrastés et indiquent que les corrélations sont négatives entre les cinq premiers critères caractérisant la bureaucratie (*i.e.* l'autorité de la hiérarchie, la division du travail les règles, les procédures, l'impersonnalité) et tous les critères de comportement définissant la professionnalisation à l'exception du sens du dévouement à la tâche. Pour ce dernier critère, la corrélation est nulle avec le critère des procédures, légèrement positif pour les règles et très positif pour les compétences techniques à tel point que ce dernier critère de bureaucratisation peut servir d'indicateur de professionnalisation si d'autres critères sont difficiles à obtenir. L'étude de la variance des critères de bureaucratisation et des cadres professionnels, aspects structurels de professionnalisation, montre que plus le degré de bureaucratisation est élevé, moins les groupes sont professionnalisés. Un professionnalisme élevé est associé à une autorégulation importante donc à un contrôle bureaucratique moins fort, alors que dans une organisation bureaucratique, le contrôle qui s'exerce peut constituer un frein à l'accroissement de la professionnalisation.

Les résultats montrent que selon les critères envisagés, il existe une relation inverse entre le degré de bureaucratisation et la professionnalisation. Certains facteurs sont inversement corrélés comme l'autonomie et la bureaucratisation. Pour les compétences techniques, la corrélation est positive. Des conflits peuvent intervenir si certaines variables de bureaucratisation varient fortement et deviennent préjudiciables à la professionnalisation. L'auteur suggère qu'il existe un équilibre entre ces deux catégories de variables : à un certain niveau de bureaucratisation serait associé un niveau de professionnalisation pour qu'un contrôle social puisse s'opérer.

Il est possible de résumer la démarche de Hall à la construction d'un modèle destiné à étudier la relation entre bureaucratisation et professionnalisation. Il définit la professionnalisation selon une double approche, car il tient compte de ses aspects comportementaux et de structure. La bureaucratisation est approchée selon six critères regroupant des thématiques

recouvrant les notions d'autorité hiérarchique, de respect des règles, de la conformité aux procédures, de l'impersonnalité des relations et des compétences techniques. Il cherche à tester l'hypothèse émise par Blau, pour lequel bureaucratiation et professionnalisation sont substitutives l'une à l'autre. Hall suit une méthodologie en deux temps. D'abord, il se demande si certaines organisations sont plus bureaucratiques que d'autres au regard des critères qu'il a mis en avant. Dans un second temps, il teste la relation entre la bureaucratiation et la professionnalisation. Les résultats auxquels il parvient pour répondre à sa première question sont mitigés. En effet, si les organisations autonomes apparaissent les moins bureaucratiques selon cinq critères sur six, elles sont porteuses de ce trait selon le critère des compétences techniques. Les organisations hétéronomes et par départements sont bureaucratiques pour certains critères et le sont moins ou pas du tout pour d'autres critères. En revanche une relation inverse entre bureaucratiation et professionnalisation est validée pour les aspects structurels de cette dernière, et pour cinq critères comportementaux sur six. Seules les compétences techniques, indicateur de professionnalisation, s'accroissent avec la bureaucratiation. L'hypothèse de Blau est donc validée en grande partie. Le risque de la bureaucratiation d'une organisation réside pour Hall dans une décroissance de la professionnalisation au regard des critères de structures et de cinq critères de comportements. La bureaucratie mesurée selon l'autorité de la hiérarchie, la division du travail, les règles, les procédures et l'impersonnalité conduit à une déprofessionnalisation des membres de l'organisation. La compétence technique demeure le seul critère professionnel à évoluer dans le même sens que la bureaucratiation.

### 5.1.3 Bureaucratie et professionnels

Scott<sup>331</sup>, pour sa part, met en évidence les conflits susceptibles de survenir lorsque des professionnels travaillent dans une organisation bureaucratique. En premier lieu, ces conflits ont pour origine la double appartenance des professionnels qui évoluent à la fois dans une bureaucratie et dans une profession. En second lieu, la bureaucratie et la profession n'obéissent pas à des principes identiques de fonctionnement.

Scott définit la bureaucratie et le professionnel à travers des modèles. Le modèle du professionnel repose sur une organisation du travail dans laquelle chacun a toutes les compétences et dispose des normes et des standards internes à la structure. Dans ce cadre, l'exécution des tâches qui lui sont imparties ne dépend pas de celle de ses collègues et le contrôle de sa performance ne relève que de lui-même. Le modèle de la bureaucratie est fondé sur une division du travail en différentes tâches et chacune d'entre elles est exécutée par des individus différents. Les standards et les normes sont issus d'une entité externe à l'organisation, qui doit recourir à certains de ses membres pour les interpréter et les appliquer en interne. La supervision et la cohérence du travail sont confiées à des individus dont c'est la principale mission. Ces deux modèles représentent donc des moyens alternatifs d'organisation du travail et s'ils coexistent au sein d'une même structure, des conflits sont susceptibles de se produire.

Quatre zones de conflits possibles sont identifiées : la résistance du professionnel aux règles bureaucratiques, le rejet des standards bureaucratiques par le professionnel, le rejet par le professionnel du contrôle bureaucratique et la loyauté conditionnelle du professionnel à la bureaucratie. Le professionnel peut être amené à rejeter les règles bureaucratiques s'il lui semble qu'elles ne lui permettent pas de recourir à l'ensemble des moyens dont il pourrait disposer compte-tenu de ses compétences pour faire face à une situation donnée. Sa perte d'autonomie et la conformité à certaines règles bureaucratiques sont justifiées par la nécessaire régulation de son activité qui doit s'intégrer à un ensemble plus large. Le rejet des standards bureaucratique s'explique par la formation du professionnel. Son savoir, les normes et les standards acquis à l'extérieur de l'organisation dans les écoles de professionnels peuvent être différents de ceux mis en place dans les organisations bureaucratiques. L'auteur

---

<sup>331</sup> SCOTT R.W., 1966, « Professionals in Bureaucracies-Areas of Conflict » in VOLLMER H.M. & MILLS D.L., 1966, *Professionalization*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, p. 265-275.

explique que les contingences et les contraintes externes contribuent à ce différentiel comme ce fut le cas pour la T.V.A. (*Tennessee Valley Authority*). Par ailleurs, les innovations et les améliorations de standards sont étudiées dans les écoles avant qu'elles ne voient le jour dans les organisations. Les bureaucraties ne prennent pas en compte les normes et les standards externes, ce qui peut susciter des conflits avec les professionnels. La résistance des professionnels au contrôle bureaucratique provient de la nature différente de l'autorité dans les deux modèles d'organisation du travail. En effet, elle émane d'une compétence pour les professionnels alors qu'elle est liée à la fonction occupée dans une bureaucratie. Elle n'est pas une nécessité pour le professionnel, car il a assimilé les normes et les standards internes. Le professionnel qui travaille dans une bureaucratie est amené à obéir aux ordres d'individus qui n'ont pas nécessairement sa compétence, générant ainsi des sources de conflits éventuels. La loyauté du professionnel envers la structure bureaucratique qui l'emploie est conditionnelle. Elle s'exprime avant tout vis-à-vis des pairs, car ces derniers sont susceptibles d'offrir des opportunités de carrière. Le bureaucrate est formé à l'intérieur de l'organisation et sa carrière dépend de ses supérieurs.

Scott conclut sur la probabilité d'occurrence de tels conflits dans les organisations bureaucratiques. Elle est moins élevée si les professionnels occupent des fonctions centrales dans l'organisation et si leur profession revêt un certain prestige. En effet, dans ce cas, les professionnels sont à même de préserver leur autonomie. L'auteur cite en exemple le cas des médecins dans les hôpitaux.

Les modèles du professionnel et de la bureaucratie mis en avant par cet auteur montrent que leurs principes de fonctionnement diffèrent tant sur le plan de l'organisation du travail à travers les standards, les règles et l'importance donnée à la compétence, que sur le plan du contrôle à travers une autorité. Les zones de conflits potentiels sont les conséquences de ces différences, puisqu'elles ont trait à des rejets par le professionnel de standards externes, de règles susceptibles de limiter les moyens auxquels il pourrait avoir recours, de la suprématie de la compétence vis-à-vis des fonctions occupées, et de la supervision par une autorité hiérarchique.

Contrairement à ce qu'allèguent les auteurs précédents, le risque de la bureaucratie n'est pas celui d'une diminution de la professionnalisation au sein de ce type de structure, ni même celui de sa faiblesse dans l'organisation. Le risque de la bureaucratie est de se heurter aux principes de fonctionnement du professionnel, et donc de connaître une dénaturation de ses

objectifs car son mode de fonctionnement est mis en défaut. En effet, si le mode de coordination bureaucratique est mis en échec par les professionnels, il n'est plus capable d'assurer la réalisation des objectifs de l'organisation. Il semblerait donc, selon l'approche de Scott, que la présence de professionnels au sein des organisations bureaucratiques est porteuse de risque pour la pérennité de l'organisation elle-même. La bureaucratie porte donc le risque de ne pas pouvoir atteindre ses objectifs du fait de la présence de professionnels.

Les dysfonctionnements possibles de la bureaucratie proviennent donc en partie de la confrontation de l'individu à ce type d'organisation. La littérature identifie aussi des facteurs de risque liés au changement organisationnel.

## 5.2 Le risque de la bureaucratie associé seulement aux changements organisationnels.

Les changements organisationnels peuvent constituer à eux seuls des sources de risque pour le fonctionnement bureaucratique. Ouchi et Gouldner dans leurs études respectives envisagent cette question selon deux optiques distinctes. Le premier analyse l'échec du mode de coordination bureaucratique et l'avènement de modalités alternatives. Le second analyse les dérives possibles du modèle bureaucratique.

### 5.2.1 Échec de la bureaucratie et mode de coordination alternatif.

La question de la coordination d'une organisation-hiérarchie interroge les catégories mises en évidence par Ouchi<sup>332</sup>. En effet, ce dernier envisage trois modalités de coordination : le marché, la bureaucratie et le clan. A chacune de ces formes sont associées des conditions de réalisation des échanges que nous étudierons successivement.

---

<sup>332</sup> OUCHI W.G., 1980, « Markets, Bureaucracies and Clans », *Administrative Science Quarterly*, Vol.25, n°1, March, p.129-141.



Selon Williamson<sup>333</sup>, La bureaucratie est appréhendée en tant que mode de coordination lorsque les mécanismes de marché sont incapables de réaliser les transactions. La bureaucratie permet de recourir à une relation d'emploi. Elle confère une légitimité à ceux qui dirigent l'activité et contrôlent la performance des membres de l'organisation. Elle suscite également un climat de confiance entre les membres, puisque elle tend à limiter les comportements opportunistes. Enfin, une expertise technique nécessaire à son fonctionnement contribue à renforcer le sentiment d'appartenance, qui est un facteur conduisant à décourager les comportements déviants.

Le cadre analytique présenté par Williamson suggère que le marché échoue dès lors que les coûts de transaction inhérents au marché ne peuvent plus être assumés.

Les bureaucraties peuvent échouer à leur tour, et se substitue alors le mode de coordination du clan. En effet, quand la transaction devient très spécifique ou complètement intégrée, il est alors impossible de distinguer la contribution de chacun de manière équitable, et ce mode de coordination ne peut plus perdurer. Seul le clan, forme forte de la relation d'emploi, permet la réalisation de transactions efficaces en intégrant les performances ambiguës et un faible opportunisme. Ouchi reprend l'exemple présenté par Durkheim<sup>334</sup> qui compare la solidarité organique fondée sur la division du travail avec les relations contractuelles. Ce dernier définit le clan comme « tout groupe professionnel doté d'une solidarité organique » et prend pour exemple celui des professions, des syndicats et des entreprises. Cette forme de coordination permet d'atteindre des objectifs communs en décourageant les comportements opportunistes. Le contrôle de l'activité n'est pas réalisé selon une base formelle comme l'audit ou les évaluations mais sur des signaux subjectifs propres au clan. L'échec du clan, le plus souvent lié à une évaluation subjective des performances et à des objectifs non partagés par ses membres, peut mener à une autre forme de coordination qui repose sur un contrôle symbolique et sur la cérémonie, comme l'ont démontré Meyer et Rowan<sup>335</sup>

---

<sup>333</sup> WILLIAMSON O.E. ,1975, *Markets and Hierarchies :Analysis and Antitrust Implications*, New York, Free Press.

<sup>334</sup> DURKHEIM E., 1893, *De la division du travail social*, PUF, Paris, 2004.

<sup>335</sup> MEYER J.W. and ROWAN B., 1977, « Institutionalized organizations: Formal structures as myth and ceremony », *American Journal of Sociology*, 83, p.340-363.

La question que se pose Ouchi est d'associer à chaque mode de coordination préalablement définie les conditions pour qu'elles puissent conduire efficacement à la réalisation de transactions. Son analyse est menée en mettant en exergue deux dimensions qu'il associe à chaque forme de coordination. La première de ces dimensions est celle des conditions normatives exigées, c'est-à-dire tous les éléments sur lesquels les participants au réseau d'échange doivent au préalable s'être entendus pour que l'échange ait lieu. Elle regroupe la réciprocité qui sous-tend toutes les formes de coordination, car sans elle aucun échange ne pourrait exister. En effet, en l'absence de cette norme, l'échange ne peut se réaliser puisque les parties prenantes à la transaction se livreraient à des mesures de performance *ex post* (de chacune d'entre-elles) telles que le coût de l'échange deviendrait prohibitif. La deuxième des conditions normatives relève de l'autorité légitime sur laquelle la coordination bureaucratique s'appuie pour allouer à chacun sa tâche et mesurer la performance. La troisième des conditions repose sur les valeurs et croyances communes, dont la présence permet de rendre peu probable des comportements contraires au clan (c'est-à-dire opportunistes). Si la première des normes revêt un caractère universel dans les sociétés (Gouldner<sup>336</sup>), la deuxième des normes est moins répandue tandis que la troisième est plus spécifique encore.

Les conditions requises en matière d'information représentent l'autre variable qui permet à Ouchi de poser la question des différentes modalités de coordination de l'organisation. Elle comprend les prix-vecteurs d'information, et les règles explicites qui permettent de prendre des décisions de routine. Toutes les décisions exceptionnelles doivent être renvoyées à la hiérarchie et à des traditions relevant de règles implicites. Il n'existe pas de formes pures de coordination, elles ne sont pas exclusives l'une de l'autre.

Ainsi les différentes formes de coordination sont subordonnées aux conditions de réalisation des échanges. Les formes organisationnelles se substituent les unes aux autres quand elles échouent dans leur fonction de dénouement des transactions. La bureaucratie, en instaurant une relation d'emploi qui conduit à un contrôle formel de l'activité, se substitue au marché dès lors que les mécanismes de ce dernier deviennent déficients. Quand les transactions sont de plus en plus spécifiques ou complètement intégrées, la forme bureaucratique ne parvient pas à évaluer la contribution des agents et est remplacée par le clan. Ce dernier exerce un contrôle de ses membres en se fondant sur des critères subjectifs. L'auteur inscrit l'analyse

---

<sup>336</sup> GOULDNER A.W., 1961, « The norm of reciprocity », *American Sociological Review*, 25, p.161-179.

des conditions de réalisation des échanges dans deux dimensions : les conditions normatives exigées et les conditions requises en matière d'information. Chacune d'entre elles renvoie à des modes de coordination. Les premières ont trait à la réciprocité entre individus et à la présence d'une autorité légitime propres aux bureaucraties ainsi qu'aux valeurs et croyances communes spécifiques aux clans. Les secondes renvoient aux prix caractérisant le marché, aux règles explicites intéressant la bureaucratie et aux règles implicites mises en œuvre dans les clans.

Ouchi s'intéresse à la question du passage d'un mode de coordination à l'autre uniquement sur la base de ces conditions. Si les conditions de réalisation des échanges ne sont plus garanties dans un mode marché, la coordination bureaucratique prend en charge les transactions et si cette dernière est défaillante, le clan la remplace. Les conditions spécifiques aux modes de coordination sont les seuls critères explicatifs des évolutions de forme organisationnelles. Le risque inhérent à la bureaucratie se conçoit, dans ce cas, comme le fait d'être une forme inadaptée à la réalisation des transactions. Une bureaucratie est dépassée lorsque la réciprocité entre individus, l'autorité légitime, et la formalisation des règles sont toutes trois déficientes.

### 5.2.2 Dérives du mode de coordination bureaucratique.

Gouldner<sup>337</sup> adopte une toute autre approche en fondant son étude sur le cas d'une mine de gypse aux États-Unis de 1948 à 1951. Cette entreprise connaît au cours de cette période des changements de management. L'ancien directeur fondait sa relation aux ouvriers dans un registre paternaliste et indulgent en comptant sur leur coopération et leur loyauté. A sa disparition, il est remplacé par un manager qui décide de modifier ce mode de coordination. Se substituent alors de nouvelles règles comme des mesures disciplinaires, un contrôle accru des ouvriers, la limitation des changements d'équipes, et la suppression de la salle de repos.

Cette enquête permet d'identifier trois types de bureaucratie : la bureaucratie de façade, la bureaucratie centrée sur la punition et la bureaucratie représentative. En observant un panneau sur le site indiquant qu'il est interdit de fumer et en constatant que les ouvriers ne respectent pas cette règle, il comprend que la direction tolère ce comportement car elle est imposée par

---

<sup>337</sup> GOULDNER A.W., 1954, *Patterns of Industrial Bureaucracy*, Free Press, p.282

une entité externe au groupe formé par la direction et les ouvriers : la compagnie d'assurance. Dans le cas où un agent de la compagnie se rend sur place, la direction transmet rapidement l'information et la règle est momentanément respectée. Cette règle n'est donc destinée qu'à satisfaire un élément extérieur au groupe et ne correspond pas aux besoins rationnels et aux valeurs de l'organisation tels qu'ils sont perçus par les membres. Il s'agit dans ce cas d'une bureaucratie de façade<sup>338</sup> (« Mock bureaucracy »). Son non respect ne génère pas de conflit entre la direction et ses employés et contribue à tisser des liens de solidarité entre ces deux groupes. La bureaucratie centrée sur la punition est celle où les règles exclusivement favorables au management sont appliquées sous la contrainte de mesures disciplinaires, et celles qui ne bénéficient qu'aux ouvriers sont imposées par les syndicats. Le pouvoir de sanction de chacune des parties construit la conformité des règles. La bureaucratie représentative est celle où les règles servent les intérêts de tous et ont le soutien du management et des ouvriers.

Les différentes formes prises par la bureaucratie reposent sur des règles. Pour chacune d'entre elles, l'auteur répond aux cinq questions suivantes: qui est à l'origine de la règle ?, quelles valeurs les légitiment ?, quelles valeurs sont violées lorsque ces règles s'appliquent ?, quels sont les facteurs explicatifs de la non observance des règles ?, quels sont les effets de ces règles sur les statuts des membres de l'organisation ?

L'origine de la règle varie selon la forme prise par la bureaucratie. Dans une bureaucratie de façade, la règle est imposée au groupe par une entité externe et n'est donc pas perçue comme appartenant au système de valeurs de l'entreprise. La bureaucratie par punition comporte des règles dont l'initiative a été prise par la direction ou les ouvriers et constitue, pour le groupe qui ne les a pas imposées, une punition. Dans une bureaucratie représentative, elles sont initiées par tous les groupes, management et employés, comme c'est le cas pour les règles de sécurité dans la mine de gypse.

Les valeurs légitimant ces règles sont de nature différente pour chaque forme bureaucratique. Aucun groupe ne peut légitimer les règles d'une bureaucratie de façade à travers son système de valeurs, car personne n'a pris part à son élaboration. Dans une bureaucratie par punition, le

---

<sup>338</sup> Certains auteurs, comme ROJOT (in *Théorie des organisations*, 2003, ESKA, p. 38), traduisent ce terme par fausse bureaucratie. Nous préférons à ce terme la bureaucratie de façade car dans ce cas précis, l'organisation s'approprie les principes de la bureaucratie sans pour autant fréquemment les appliquer.

groupe qui est à l'origine d'une règle la considère comme légitime, et elle représente pour l'autre groupe un moyen d'éviter un conflit. Le système imposé par les syndicats pour répartir le travail dans la mine ne repose pas sur le système de valeurs de la direction qui le conçoit comme une manière de limiter les contestations. Quand les règles sont initiées par tous comme c'est le cas dans une bureaucratie représentative, tous les groupes les légitiment selon un système de valeurs différent. Dans la mine, les règles de sécurité reposent sur un système de valeurs fondé sur la rationalisation de la production, tandis que pour les ouvriers, elles s'appuient sur des valeurs de santé, de propreté et de maintien du salaire.

Des valeurs peuvent être violées selon la structure bureaucratique quand certaines règles s'appliquent. Dans une bureaucratie de façade, leur application peut comme c'est le cas dans la mine de gypse introduire une inégalité entre les membres des différents groupes. En effet, si la règle d'interdire de fumer est appliquée, alors les ouvriers doivent s'y conformer, tandis que le personnel travaillant dans les bureaux peuvent plus facilement y déroger. Pour la bureaucratie par punition, le groupe à qui la règle est imposée voit ses valeurs violées par l'autre groupe, tandis que l'application des règles dans une bureaucratie représentative se fait sans que les valeurs d'aucune partie ne soient lésées.

Les règles dans les bureaucraties peuvent ne pas être suivies, et les raisons diffèrent selon les différentes formes de bureaucratie. Ce comportement est induit par la nature humaine dans les bureaucraties de façade. Il est intentionnel et s'assimile à une conception volontaire de la déviance dans les bureaucraties de punition. La transgression des règles dans les bureaucraties représentatives est l'expression de leur ignorance ou de la méconnaissance des conséquences de comportements déviants. Il s'agit alors d'une conception utilitaire de la transgression.

Les règles ont un impact sur les statuts des membres de l'organisation. Les règles d'une bureaucratie de façade ont un effet paradoxal, car leur application tend à limiter les différences de statuts alors que leur transgression les renforce. Les règles d'une bureaucratie de punition font perdre une partie de leurs statuts au groupe qui les subit et en font gagner à l'autre.

Gouldner conduit son analyse de la bureaucratie sur la question centrale des règles, elles sont suivies ou pas, légitimes ou non, facteurs ou non de renforcement de statuts, porteuses de valeur ou pas.

Le passage de la forme bureaucratique de façade à la bureaucratie de punition a pour origine le changement de direction. Cependant, il convient de noter qu'au moment où le nouveau directeur prend son poste, de nouvelles machines viennent d'être achetées. Gouldner considère que la nouvelle direction se sert de ce prétexte pour imposer de nouvelles règles. Or comme le souligne Burawoy<sup>339</sup>, ce nouvel équipement a pour effet de rendre plus fragmentées et intenses les conditions de production et explique le changement de forme bureaucratique. L'environnement économique joue aussi sur cette évolution car cette période est marquée par une intensification de la concurrence et un fort taux de chômage entraînant un contexte plus difficile pour le personnel de production. La substitution d'une bureaucratie de punition à une bureaucratie de façade repose donc plus probablement sur un nouveau modèle de production dans un environnement devenu plus concurrentiel.

Deux ans après le début de l'enquête de Gouldner, les tensions provoquées par le changement progressif de forme bureaucratique ont pour conséquence une grève sauvage. Les modalités de ce changement laissent apparaître une démarche de rationalisation de l'activité de la part de la direction. Il en va ainsi du recours aux nouvelles machines, du remplacement d'une partie des cadres et d'un contrôle accru. La vitesse des machines varie et aucune limite supérieure n'est envisagée (les quotas de production ne pouvant pas être anticipés). Cette variabilité amène les cadres à être au plus près de la production générant une supervision supplémentaire. Dans le même temps le personnel d'encadrement est en partie remplacé, car il ne correspondait pas aux nouvelles exigences de management. L'organisation informelle s'en ressent, les liens d'amitié entre cadres et ouvriers tendant à disparaître. La motivation au travail des ouvriers diminue, le turnover s'accroît et leur motivation à obéir aux ordres s'émousse. L'ensemble des effets d'une rationalisation de la production fait disparaître peu à peu l'ancienne forme de management fondée sur l'indulgence.

Pourtant des mécanismes destinés à limiter les tensions croissantes auraient pu s'initier. Le premier d'entre eux est celui du bouc-émissaire : des ouvriers focalisent leurs agressions sur des cadres qu'ils identifient comme étant la source des tensions. Cependant, le remplacement des cadres prive ceux qui restent de bouc-émissaire. Le deuxième mécanisme est fondé sur les alertes que les cadres demandent aux ouvriers de lancer en cas de problèmes avec les

---

<sup>339</sup>BURAWOY M., 1982, « The Written and the Repressed in Gouldner's Industrial Sociology », *Theory and Society*, 11, p.831-51.

machines. Il est censé réduire les tensions en apparence, mais son application dans le cadre d'un désintérêt croissant des ouvriers pour leur travail a pour effet d'accroître les tensions. Le troisième repose sur les relations personnelles entretenues entre les ouvriers et leurs superviseurs directs qui permettent de protester de manière informelle, mais comme nous l'avons vu, elles tendent à disparaître.

Un cercle vicieux se met en place : plus les tensions augmentent, plus le contrôle de la part de la direction s'intensifie et plus les tensions se renforcent. La rationalisation est pour la direction une solution à l'intensification de la concurrence, mais devient un problème où les caractéristiques d'une bureaucratie de punition se développent. Les ouvriers cessent alors d'obéir aux nouvelles règles.

Cette étude<sup>340</sup> conduit Gouldner à formuler une théorie générale des tensions des groupes. Il définit les attentes qui ont été frustrées et les conditions qui mènent à cette situation. Toutes les plaintes ne sont pas traitées par cette théorie, seules celles qui portent sur les relations entre individus intéressent la théorie des tensions dans les groupes. Les tensions s'accroissent dès lors que les attentes des uns ne sont pas respectées par les autres<sup>341</sup>. La multiplicité des origines des tensions suggère que les systèmes sociaux ne sont pas caractérisés par leur stabilité et qu'ils comportent des forces déstabilisatrices. En ce sens, Gouldner s'inscrit en opposition à l'approche de Parsons<sup>342</sup> qui, dans son « théorème de l'inertie », considère qu'un système social une fois stabilisé va tendre à le demeurer. Pour l'auteur, le conflit constitue une interaction sociale au même titre que la coopération.

Gouldner contribue donc aux analyses de la bureaucratie en menant une étude de terrain sur une mine de gypse à la fin des années quarante aux États-Unis. Il retire de son enquête qu'il existe trois formes bureaucratiques qui s'articulent autour de règles définies. Son

---

<sup>340</sup> GOULDNER A.W., 1954, *Wildcat Strike*, Antioch Press.

<sup>341</sup> C'est le cas si ces attentes sont vagues, variables, incohérentes, illégitimes ou non légitimées, ignorées ou violées et si l'un des interlocuteurs ne s'intéresse pas à l'approbation de l'autre, si les attentes des uns sont transférées aux autres, s'il existe de la méfiance entre les individus, si les pouvoirs des uns sont différents de ceux des autres, si l'habileté à satisfaire son interlocuteur est inégal ou s'il n'est pas possible d'accéder aux demandes des individus dans une période de temps spécifié.

<sup>342</sup> PARSONS T., 1951, *The Social System*, Free Press, p.204

questionnement sur leurs origines, leur légitimité, les valeurs qu'elles portent ou qu'elles détruisent, et les statuts qu'elles modifient, le conduit à définir la bureaucratie de façade, la bureaucratie de punition et la bureaucratie représentative. Le passage d'une bureaucratie de façade à une bureaucratie de punition est initié dans la mine de gypse par une rationalisation des conditions de production qui revêt une double apparence. D'une part, l'acquisition de nouvelles machines rend variables et donc imprévisibles ces conditions et nécessite une surveillance accrue de la part du management de la mine. D'autre part, l'organisation informelle (qui s'inscrit dans des relations interpersonnelles entre les cadres et les ouvriers) disparaît car l'ancien management est remplacé par de nouveaux individus. Dans ce contexte, les mécanismes comme l'identification des boucs-émissaires, les alertes, les relations interpersonnelles qui habituellement permettent de limiter les tensions, ne sont plus opérants car l'organisation a changé de mode de management. Une grève sauvage se déclenche et mène l'auteur à introduire une théorie des tensions dans les groupes. Les frustrations des attentes des individus sont à l'origine des tensions. Les facteurs déclencheurs de tensions sont en interaction à l'intérieur de l'organisation et également avec leur environnement externe. Les systèmes sociaux ne sont donc pas porteurs de stabilité d'autant plus que la coopération et le conflit représentent deux modes d'interactions.

Pour Gouldner, le risque d'une bureaucratie s'observe, sinon dans l'émergence d'une bureaucratie de façade, du moins dans le passage de cette forme bureaucratique à celle d'une bureaucratie de punition. Il s'agit du risque de soulever des tensions dans les groupes telles que l'organisation cesse de fonctionner. La réaction qu'il appelle ne consiste pas à éradiquer toutes formes de conflits qui font partie de la vie des structures, mais plutôt de limiter les attentes déçues de leurs membres en faisant porter l'attention sur les conditions d'apparition de leurs frustrations. La prise en compte des attentes des individus dans leurs interactions est l'axe majeur de la réflexion de Gouldner. Sinon, la rationalisation des méthodes de production conduit paradoxalement à l'inefficience organisationnelle. Le risque est donc celui de s'engager dans les changements organisationnels parce que l'on vise à atteindre une forme de rationalité.

La critique adressée par Gouldner à la bureaucratie est novatrice dans son appréhension du risque, car si les attentes déçues des individus sont les conséquences de la recherche de la rationalité, elles constituent des obstacles à la réalisation des objectifs des structures. Quand la rationalité envisage seulement de manière hiérarchique les relations entre individus, c'est-à-



dire en ne s'intéressant pas aux interactions au sein des groupes, elle ne remplit plus sa fonction première.

Jusqu'à présent, le jeu des acteurs et le changement organisationnel ont été appréhendés indépendamment l'un de l'autre dans l'analyse des dysfonctionnements bureaucratiques. Le moment est venu des les aborder conjointement.

### 5.3 Le risque de la bureaucratie associé aux comportements des individus conjointement aux changements organisationnels.

Le risque de la bureaucratie peut avoir une double origine : le comportement des individus et les changements organisationnels. Dans cette approche, Merton, Blau, Crozier, Montagna, Adler et Borys expriment des points de vue différents.

#### 5.3.1 La bureaucratie dépassée par ses règles et les bureaucrates.

Merton<sup>343</sup> s'interroge sur les structures bureaucratiques qu'il inscrit dans un idéaltype wébérien présenté dans un cadre social rationnel et formel. Une caractéristique majeure de ce type de structure réside dans les statuts hiérarchiques qui entraînent un certain nombre d'obligations pour les membres inscrits dans des règles formelles. La fonction occupée par un individu dicte son autorité et le caractère formel des comportements et des relations entre individus est propre à leur fonction. Ainsi, la présence de ce formalisme associée à l'autorité permet à l'organisation de limiter les conflits liés à des comportements opportunistes. Toutefois si des conflits apparaissent, les modalités de contrôle et de sanctions sont inscrites dans la réglementation mise en place par l'autorité. La fonction assignée à chacun est liée à des compétences mesurables objectivement comme par exemple dans le cadre d'un examen. Les règles sont générales, si bien que tout problème particulier auquel est confronté un individu doit rentrer dans une catégorie spécifique au regard de critères déterminés. Les

---

<sup>343</sup> MERTON R.K., 1940, « Bureaucratic Structure and Personality », *Social Forces*, Vol.18,n°4, p.560-568.

techniques appliquées ne peuvent pas faire l'objet de débat public de manière à préserver l'organisation de critiques de groupes réservées voire hostiles à son action. Sa politique générale peut être discutée publiquement.

Un membre d'une bureaucratie n'est pas élu, il est désigné par un supérieur ou se voit conférer une responsabilité à l'issue d'une compétition impersonnelle. Cependant, si la bureaucratie est plus souple, son élection est possible et témoigne de la volonté des membres de l'organisation de le voir accéder à de nouvelles fonctions.

Pour Merton, le principal intérêt d'une bureaucratie est qu'elle élimine toutes relations fondées sur l'irrationnel et personnelles pour atteindre un degré élevé de précision, de rapidité et de contrôle dans les actes.

Pour autant, la structure bureaucratique comporte des aspects négatifs soulignés par différents auteurs et repris par Merton. Le premier d'entre eux est celui de l'« incapacité qualifiée » (*trained incapacity*) qui consiste pour un individu à appliquer de manière inappropriée à une situation nouvelle une compétence particulière qui s'est révélée efficace par le passé. En effet, des conditions nouvelles peuvent ne pas avoir été reconnues par le sujet ou encore ne pas lui être apparues comme fondamentalement différentes des situations sur lesquelles il a dû intervenir. Sa qualification devient alors une incapacité qualifiée. Ce concept initialement présenté par Veblen<sup>344</sup> dans un sens strict où l'incapacité se manifeste dès lors que l'objectif visé par le comportement de l'individu n'est plus pécuniaire, voit son sens s'élargir dans la lecture que Burke<sup>345</sup> fait de Veblen<sup>346</sup> et qui est rapportée par Merton.

La deuxième critique mise en avant par Merton est celle de Dewey dans sa notion de psychose professionnelle (*occupational psychosis*) telle qu'elle est interprétée par Burke<sup>347</sup>. La répétition des mêmes tâches chez les individus entraîne des préférences, des antipathies qui vont à l'encontre des objectifs que la bureaucratie s'assigne sur la conformité des comportements.

---

<sup>344</sup> VEBLEN T., 2006 [1914], *The Instinct of Workmanship and the State of the Industrial Arts*, New York, Cosimo Classics, p.347.

<sup>345</sup> BURKE K., 1935, *Permanence and Change*, New York, New Republic, p.50.

<sup>346</sup> Voir à ce sujet, ZILIAK S.T. , MC CLOSKEY D.N. , 2008, *The Cult of Statistical Significance : How the Standard Error Costs Us Jobs, Justice and Lives*, The University of Michigan Press, p.238-239.

<sup>347</sup> BURKE K., 1935, *ibidem*, p.50.

A la différence de Weber pour qui la bureaucratie est caractérisée par ce qu'elle permet d'atteindre, pour Merton, il existe une ambivalence car ce mode de coordination se qualifie également par ce qu'elle ne permet pas d'atteindre. La discipline garante du respect de l'autorité ne peut se réaliser que si tous les membres de l'organisation adhèrent à des règles de fonctionnement pour accomplir des tâches de routine. Les sentiments qu'ils développent pour respecter les règles les amènent à transférer les objectifs de l'organisation vers un comportement spécifique pour se conformer aux règles. Le respect de ces dernières qui à l'origine, est conçu comme un moyen devient une fin et on assiste ainsi à un déplacement des objectifs. Ce transfert rend les membres de l'organisation difficilement adaptables à des situations nouvelles.

En somme, l'incapacité professionnelle repose sur la structure même de la bureaucratie. Cette dernière instaure des principes d'organisation stricts dans son application car il faut se conformer aux règles et adopter des réponses fiables. Les règles de fonctionnement deviennent alors des objectifs et non des moyens adaptés à une situation donnée, et conduisent les membres de l'organisation à ne pas s'adapter en cas de changement de situations. Ainsi le mode de coordination bureaucratique peut générer des réponses efficaces dans certains cas et inefficaces dans d'autres. Une réponse adaptée peut toutefois perdurer si les membres gardent en mémoire la raison pour laquelle les règles existent. Ils sont alors en mesure de les interpréter.

L'adéquation aux règles sert de fil conducteur au déroulement de la carrière du bureaucrate, car elle dicte les promotions par l'ancienneté, le niveau des retraites et les augmentations de salaires qui s'avèrent être les outils du respect de la discipline. Cette modalité de contrôle de l'activité a pour effet pervers d'engendrer des comportements conservateurs tournés vers la technique. Merton souligne le caractère fortement symbolique des règles qui incitent d'autant plus les membres de l'organisation à les comprendre plutôt comme des objectifs que des moyens.

Par ailleurs, une autre caractéristique de la bureaucratie mène à des effets identiques. Les bureaucrates s'inscrivent dans une même destinée en partageant des centres d'intérêts communs, et ce d'autant plus que les rivalités internes sont minimisées en raison du faible degré de concurrence entre les membres. Selon l'auteur se développe un esprit de corps des bureaucrates qui visent alors à privilégier leurs intérêts et non ceux de leurs clients. Dans certaines organisations, l'adhésion aux règles relève d'un processus de sanctification car leurs

membres appréhendent leur mission dans le cadre d'une légitimité morale et non plus dans le registre de l'expertise technique. De surcroît, les cas particuliers de certains clients ne peuvent pas être pris en compte, puisque le problème de ces derniers doit rentrer dans une catégorie prévue par les règles. Une source de conflit repose donc sur l'appréciation de son statut que se fait le bureaucrate dans sa relation à son client. Il se conçoit lui-même comme une figure d'autorité qui tend à dominer son interlocuteur extérieur. En cas de conflit, ce dernier éprouve des difficultés à se faire entendre en raison d'un esprit de corps qui conduit le plus souvent les bureaucrates à se rallier aux décisions prises par l'un d'entre-eux. Le client souhaite une personnalisation de la relation tandis que la structure de la bureaucratie s'articule autour de la dépersonnalisation des liens. Le conflit prend donc directement sa source dans une caractéristique de la bureaucratie.

En conclusion sur ce point, il convient de rappeler que Merton souligne la pertinence de la prévision de Weber sur la tendance à une bureaucratisation croissante des sociétés occidentales. Il émet l'hypothèse que cette évolution réside dans le mode de recrutement et les modalités de promotion des bureaucrates. Les structures bureaucratiques ne seraient-elles pas conduites à sélectionner des individus dont la personnalité est réceptive à des règles de soumission à l'autorité et la promotion par l'ancienneté, c'est-à-dire en minimisant la concurrence entre membres ne renforcerait-elle pas ce trait de caractère ? L'auteur inscrit son analyse dans la lignée de l'idéaltype wébérien dont il met en avant trois caractéristiques majeures : la hiérarchie et les règles formelles destinées à limiter les comportements opportunistes des individus dans une organisation et l'absence de relations interpersonnelles qui conditionnent la rationalité des comportements au sein des bureaucraties. Ces caractéristiques conduisent ce type de structure à agir avec précision, rapidité et contrôle des situations.

Les bureaucraties ne sont pas exemptes de dysfonctionnements. Merton distingue l'incapacité professionnelle veblénienne qui permet de comprendre comment les agents vont à avoir une réponse inappropriée aux situations nouvelles, de la psychose professionnelle où les individus sont amenés (par la répétitions de tâches) à prendre des décisions contraires aux objectifs de l'organisation. Merton identifie cinq origines à ces dysfonctionnements qui ont pour caractéristique commune l'appréciation de leurs rôles et des règles que se créent les bureaucrates. Si les règles sont en premier lieu conçues pour atteindre les objectifs de

l'organisation, leur respect est un facteur de promotion et deviennent des fins en soi. Cette substitution des objectifs aux moyens se fait au détriment de toute capacité d'adaptation des bureaucrates et constitue la première origine de dysfonctionnements. L'esprit de corps développé entre bureaucrates les conduit à privilégier leurs pairs plutôt que leurs clients. Ils se sentent investis d'une légitimité morale censée guider leur action. Leur expertise technique, déclarée primordiale, bascule de fait au second plan. La dépersonnalisation des relations entre les clients et les agents de la bureaucratie prévient toute tentative de traiter des cas particuliers. Enfin, la cinquième et dernière source de dysfonctionnements porte sur l'appréciation que le bureaucrate se fait de son rôle en tant que figure d'autorité qui le conduit à ne pas traiter avec l'intérêt qui leur est dû les demandes inattendues de ses interlocuteurs extérieurs.

Merton considère donc que le risque bureaucratique est inhérent à la structure de cette organisation. Cette dernière est vectrice de règles, de normes de comportements qui portent en elles des germes de dysfonctionnements majeurs. L'incapacité des bureaucrates à s'adapter à des situations sortant de la routine font émerger un paradoxe pour l'organisation : l'impossibilité d'atteindre les objectifs organisationnels parce que les règles édictées sont scrupuleusement suivies par les individus. La bureaucratie a pour risque la bureaucratie elle-même.

### 5.3.2 Les conditions de bon fonctionnement bureaucratique ou une approche des risques « par la négative ».

Un autre lecteur de Weber, Blau, s'intéresse à la dynamique de la bureaucratie. Il met en évidence que les changements inhérents à telles structures ne sont pas seulement des modifications de procédures, mais également des modifications d'objectifs des organisations bureaucratiques.

Pour cet auteur, Weber conçoit la bureaucratie selon une double optique. Elle est à la fois un mode de coordination maximisant l'efficacité des administrations, et une organisation sociale spécifique dotée de caractéristiques définies. Dans ce second registre, les bureaucraties sont appréhendées par des stratégies institutionnelles destinées à réaliser des objectifs administratifs. Elles permettent de mettre en œuvre des processus liés à une expertise et à un mode de coordination spécialisé pour résoudre des problèmes, les faisant passer de

l'exceptionnel à la routine. Selon les cultures, les structures sociales conduisent à mener ces processus selon différentes modalités. Ainsi Blau met en exergue la nécessaire coordination à travers le contrôle par la hiérarchie des bureaucrates dans l'Allemagne du temps de Weber, où une éducation peu développée rendait peu efficiente toute autre forme de coordination. Lorsque les cultures sont orientées vers l'éducation comme pour les États-Unis des années cinquante, une forme de contrôle par délégation semble plus efficiente. Dans les sociétés fondées sur des traditions anciennes, les changements de processus sont moins fréquents que dans des cultures reposant sur des valeurs plus récentes.

Des forces internes et externes présidant aux changements dans les organisations sont distinguées. Les organisations ont des besoins qui sont au cœur de leur développement, car c'est leur expression qui permet de lier les conséquences des méthodes bureaucratiques existantes avec les pratiques en devenir. Les procédures mises en œuvre génèrent des dysfonctionnements qui entraînent l'apparition de nouvelles pratiques. Blau cite l'exemple des agences pour l'emploi aux États-Unis, dans lesquelles l'introduction de fichiers statistiques a pour effet de faire apparaître des améliorations nécessaires, et dans le même temps engendre de la concurrence entre les différents services. À son tour, cette concurrence interne freine la productivité, en particulier vis-à-vis des clients handicapés. L'apparition d'une nouvelle procédure va à l'encontre des objectifs d'efficacité de l'organisation. Cependant dans un second temps, en réponse à ce problème, de nouvelles procédures sont mises en place pour restaurer l'efficacité de cette administration. Des opérateurs spécialisés en assistance aux handicapés se voient attribuer la fonction d'obliger les autres opérateurs à trouver des emplois à cette catégorie d'utilisateurs. Par ailleurs, des entretiens réguliers sont dispensés dans certains services pour réduire les tendances concurrentielles et entraînent une augmentation de leur productivité. Le besoin de la bureaucratie de retrouver une efficacité organisationnelle a pour effet de la faire évoluer, c'est-à-dire d'instaurer de nouvelles procédures. Les dysfonctionnements seuls ne sont pas à même de générer de quelconques modifications.

Ainsi, dès lors que les besoins n'existent pas, aucun changement organisationnel n'est possible. Blau donne l'exemple de conflits avec les clients dans cette même administration. Les bureaucrates voient leur capacité de placement contrarié quand leurs interlocuteurs déclinent des propositions d'emplois à des niveaux faibles de salaires. Ils font pression sur leurs clients en laissant entendre que ces refus pourraient avoir des conséquences sur leurs

indemnités de chômage. Ces comportements génèrent des tensions manifestes et des dysfonctionnements pour les deux catégories d'acteurs, clients et bureaucrates. Ces derniers tentent de les minimiser en critiquant et en tournant en dérision les refus des chômeurs sans pour autant modifier les réponses qui leurs sont apportées. Ce dysfonctionnement n'a pas pour conséquence de créer un besoin pour l'organisation et donc il ne donne pas lieu à un changement organisationnel.

En somme, pour Blau, le changement organisationnel ne s'opère que lorsque l'organisation est confrontée à de nouveaux besoins initiés par des dysfonctionnements. Une étude fondée sur des consultations qu'il a menées dans une agence fédérale américaine le conduit à dresser plusieurs constats. Les agents préfèrent s'adresser à leurs pairs plutôt qu'à leurs supérieurs quand il s'agit de s'assurer de la validité de leurs décisions. Cette consultation entre pairs a pour effet de distinguer deux catégories d'agents : ceux qui sont régulièrement sollicités lesquels deviennent des experts, et ceux qui sont en constante demande. Cette pratique génère alors de nouvelles relations interpersonnelles, les experts sont peu à peu moins consultés car ils finissent par occuper un statut informel de supérieurs et les consultations entre pairs non experts se renforcent. De nouvelles pratiques, les consultations entre pairs, ont conduit les agents non experts à s'inscrire dans une relation de réciprocité destinée à la préservation de liens sociaux au sein de l'organisation. Les statuts d'égalité se recréent car des mécanismes alternatifs de coopération se sont instaurés.

En effet, si la coopération entre membres conduit dans un premier temps à resserrer le lien social, elle a pour conséquence d'initier la création de deux nouveaux statuts qui affectent la cohésion du groupe. La coopération n'est donc pas une condition pour assurer la cohésion de l'organisation, il faut en plus que les individus soient considérés comme des entités à part entière et non comme appartenant à un groupe. Ainsi ils sont à même d'entrer en interaction pour nouer des liens sociaux (ils se différencient en tant qu'individus et non sur un plan statutaire). L'auteur qualifie cette approche d'égalitaire, et il pense qu'elle permet aux individus d'adhérer aux objectifs du groupe, surtout dans le cadre d'organisations où le principe d'autorité n'est pas valorisé.

Cette approche est aussi pertinente pour les bureaucraties, car s'il est vrai que la recherche de performance efficiente passe par une communication entre les différents niveaux d'autorité, cette dernière n'est qu'une condition nécessaire et non suffisante. Un contrôle et une supervision efficiente reposent sur l'anticipation des problèmes éventuels qui peuvent

apparaître dans l'organisation. L'autorité n'a pas toujours de prise sur les tensions entre agents, sur leur inquiétude dans l'exercice de leurs fonctions. Le développement de relations interpersonnelles et les pratiques informelles peuvent les limiter. La rationalité, pour s'opérer, doit être en partie fondée sur la capacité de l'autorité de permettre à de telles relations de s'établir et également sur l'égalité des agents sources d'initiatives.

Toutefois, si l'approche égalitaire demeure un facteur d'efficacité, la persistance des statuts est un corollaire de l'autorité qui dans des organisations de taille importante doit superviser l'activité des groupes spécialisés. L'exercice de l'autorité s'inscrit dans un consensus et n'est pas appréhendée comme arbitraire par les subordonnés. C'est précisément cette absence d'arbitraire qui permet aux différents statuts de perdurer et donc à l'autorité de se maintenir. L'approche égalitaire ne va donc pas à l'encontre de l'exercice de l'autorité, elle lui est nécessaire. Le sentiment d'égalité peut disparaître si des niveaux hiérarchiques intermédiaires inutiles à l'efficacité organisationnelle apparaissent. Leur existence-même risque d'annihiler l'égalité entre les employés si ces derniers ne sont considérés que comme des exécutants qui doivent obéir aux ordres de la hiérarchie intermédiaire. A moins que la hiérarchie intermédiaire ne soit perçue comme collaborant directement avec l'autorité et non pas agissant *per se*.

L'ajustement des agents aux aléas de l'organisation repose sur des prérequis dont la formulation émane de son étude de deux agences gouvernementales américaines. L'analyse de l'agence de l'emploi le conduit à identifier deux groupes. Le premier qu'il appelle A est celui caractérisé par la présence d'employés vacataires tandis que le second, B, n'en dispose pas. Il remarque que des ajustements coopératifs sont possibles dans le groupe B mais n'apparaissent pas dans le groupe A, qui est soumis à une concurrence entre membres. Cette observation le conduit à dégager cinq prérequis aux ajustements coopératifs.

La première condition est celle de la sécurité de l'emploi, car pour que les agents puissent adopter des comportements coopératifs, il est nécessaire qu'ils se sentent assurés dans leur fonction. La liberté pour un individu de prendre des initiatives pour s'ajuster à des situations nouvelles dans un cadre coopératif est à ce prix. D'autres conditions sont nécessaires pour que les ajustements soient réalisés en cohérence avec les objectifs de l'organisation. Ainsi l'inclination professionnelle des employés à la réalisation des fonctions qu'ils assument, constitue la deuxième condition. C'est-à-dire que tout ajustement coopératif n'est possible que



si les individus adhèrent aux normes et aux valeurs de l'organisation, si bien que remplir leur fonction conduit à une satisfaction des agents. Une troisième condition réside dans la présence de groupes de travail définis, auxquels les membres doivent être loyaux, car l'absence de loyauté au groupe rend impossible la réalisation de comportements coopératifs. L'inexistence de conflits entre les groupes de travail et le management est la quatrième condition dans la mesure où ces conflits peuvent mener à une absence de coopération entre les employés. Enfin, la cinquième et dernière condition est liée à l'identification de besoins organisationnels qui perturbent l'exercice de la fonction des agents et pour qui la coopération devient alors nécessaire.

Blau précise que ces cinq conditions ne sont sans doute pas exhaustives mais que sans elles, aucune forme d'ajustement coopératif ne peut se produire dans les deux agences gouvernementales qu'il étudie.

Les groupes coopératifs et soudés sont à même de faire face aux besoins rencontrés par l'organisation car il leur est souvent nécessaire de contourner les règles mises en place ou de faire appel à des normes non officielles. Un individu seul ne pourrait pas le faire. Un contrôle informel s'exerce au sein de ces groupes et, en cas de comportements déviants, l'individu peut être frappé d'ostracisme et donc se retrouver dans l'impossibilité de nouer des relations interpersonnelles avec les autres. Cet isolement rend difficile à cet agent de remplir sa tâche car comme nous l'avons vu, face à des situations professionnelles inhabituelles, les interactions entre individus permettent de faire baisser les tensions.

La cohésion au sein des groupes ne se décrète pas. Blau considère que la sécurité de l'emploi ainsi que les modalités d'avancements dans la fonction publique sont des facteurs conduisant à la renforcer. Elle ne garantit pas que les ajustements mis en œuvre par les membres ne se fassent pas au détriment des intérêts de l'organisation. Encore faut-il que ces ajustements ne mènent pas à des situations conflictuelles avec le management. La comparaison entre des organisations privées et des organisations publiques montre que la violation des règles dans une structure publique peut conduire à en renforcer l'efficacité.

En résumé, Blau, identifie dans un premier temps la cause majeure du changement organisationnel : des dysfonctionnements qui conduisent à de nouveaux besoins. Puis la poursuite de son analyse le mène à souligner la présence nécessaire de mécanismes

coopératifs pour renforcer le lien social et permettre aux individus (en se distinguant dans des statuts différents) de reconnaître leurs pairs. Cette approche égalitaire est une condition pour que les agents rentrent en interactions tout en adhérant aux objectifs de l'organisation. Cela n'est possible que si l'autorité bureaucratique permet cette approche égalitaire en inscrivant son action dans un consensus et en ne s'appuyant pas sur des décisions arbitraires. Enfin l'auteur met en évidence cinq prérequis non exhaustifs pour que des ajustements entre individus se réalisent au bénéfice de l'efficacité organisationnelle. Ils ont trait à la sécurité de l'emploi des agents, à leur adhésion aux normes et aux valeurs de l'organisation, à la loyauté au sein des groupes de travail, à l'absence de conflits entre ces groupes et le management, et enfin à l'identification des besoins organisationnels par les employés.

A la lecture de Blau, nous sommes amenés à émettre plusieurs hypothèses relatives aux différentes dimensions du risque portées par la bureaucratie. La première dimension réside dans l'incapacité d'une organisation d'évoluer parce que cela signifie qu'elle n'est pas capable d'identifier ses besoins. Ce risque a pour origine l'absence de coopération des agents, initiée par exemple par l'insécurité de l'emploi et qui les conduit à poursuivre l'application de règles strictes ne correspondant pas aux besoins. La deuxième dimension du risque a trait aux comportements opportunistes que les individus sont susceptibles d'adopter en suivant des règles non formelles pour s'adapter aux situations nouvelles. Enfin la troisième et dernière dimension du risque est que le développement de statuts intermédiaires par l'autorité légitime induise des règles fondées sur l'arbitraire.

### 5.3.3 La bureaucratie immobilisée par les jeux d'acteurs.

La question des dysfonctionnements de la bureaucratie est au cœur des travaux de Crozier. Tout comme Gouldner, il dénonce que cette forme d'organisation soit étudiée sous ses aspects négatifs. Il considère que les dysfonctionnements méritent d'être mis en perspective pour améliorer l'organisation.

Dans son ouvrage<sup>348</sup> de 1963, il étudie le cas d'une agence comptable à Paris et celui d'un monopole industriel. Sa démarche est en rupture avec les théoriciens des dysfonctionnements

---

<sup>348</sup> CROZIER M., 1963, *Le phénomène bureaucratique*, Paris, Éditions du Seuil.

bureaucratiques. Il s'agit pour cet auteur de mettre en évidence les caractéristiques des bureaucraties en tant qu'éléments rationnels d'un système d'organisation, et non comme des dysfonctions.

Sa critique repose essentiellement sur l'absence de prise en compte des phénomènes de pouvoir et de gouvernement des organisations. Sa méthode repose sur une analyse des comportements humains. Une organisation, pour fonctionner de manière coopérative et contrôlée, nécessite que les membres agissent en conformité, par contrainte ou sur la base de leur bonne volonté. Pour que l'organisation puisse atteindre ses objectifs, un gouvernement doit agir.

Dans les organisations modernes, le personnel est formé au respect des normes à travers l'éducation qu'il reçoit. La performance des techniques de prévision des comportements conduit les organisations à tolérer une absence de conformité temporaire de la part de ses membres. Aux contraintes traditionnelles des organisations et aux idéologies de castes du XIX<sup>ème</sup> siècle, se sont substituées, dans la seconde moitié du XX<sup>ème</sup> siècle, des contraintes indirectes et rationnelles telles que l'organisation de la production, des circuits de communication, et l'aménagement des postes de travail. Le respect de la conformité n'apparaît plus comme une contrainte punitive mais plutôt comme une exigence nécessaire à la bonne marche de la structure.

La recherche de la conformité peut mener à une rigidité de l'organisation lorsque les employés l'utilisent contre la direction pour préserver leur autonomie. Dans ce cadre, toutes vellétés de changement sont rendues difficiles car elles nécessitent une prise d'initiative et une faculté d'invention qui ne sont pas compatibles avec une organisation trop rigide. Une absence d'incertitude tout comme trop d'incertitude renforce la rigidité de la structure car dans ces deux cas extrêmes, les membres des organisations cherchent à échapper à la réalité.

Crozier définit l'organisation bureaucratique comme une « organisation qui n'arrive pas à se corriger en fonction de ses erreurs »<sup>349</sup>. Ses modes d'action, telles l'impersonnalité des règles et la centralisation des décisions, relèvent de son équilibre interne si bien que tout dysfonctionnement conduit au renforcement de la règle et non à sa suppression.

---

<sup>349</sup> CROZIER M., *ibidem*, p.229.

L'organisation bureaucratique comporte quatre caractéristiques majeures qui forgent ce que l'auteur appelle « le cercle vicieux bureaucratique ». Elles ont pour trait commun de mettre en avant la rigidité des routines. La première d'entre elles concerne les règles impersonnelles. Elles régissent les diverses fonctions et dictent les choix de personnes. Dans les cas analysés par l'auteur, les promotions sont régies selon les règles de la fonction publique, à savoir par un concours ouvert à tous et par l'ancienneté. Une appréciation de la qualité du travail et de l'efficacité des employés n'est pas retenue dans leur promotion, de manière à ne pas laisser à l'arbitraire juger des prestations rendues par chacun. Le supérieur hiérarchique a une fonction limitée à la vérification de l'application des règles. Cet état de fait permet à chacun, employés et direction de se protéger des pressions éventuelles dirigées à leur encontre. Toutefois, le suivi de règles impersonnelles conduit à isoler les individus les rendant indépendants les uns des autres et les conduisent à ne pas prendre des initiatives. Dans la réalité, un minimum d'incertitude permet aux membres des organisations une certaine souplesse dans le cadre de l'application des règles.

La deuxième caractéristique mise en exergue par Crozier porte sur la centralisation des décisions et constitue un corollaire à la précédente dans la mesure où toutes les décisions qui ne sont pas inscrites dans des règles impersonnelles doivent être prises par des dirigeants à l'abri de toute pression. Cela a pour conséquence première l'éloignement du pouvoir central des lieux d'exécution de leurs décisions. La deuxième conséquence est que les décisions, en s'éloignant du terrain et de l'environnement de l'organisation, ne permettent pas de traiter des problèmes d'adaptation aux changements qui sont plus visibles à un niveau proche de leur occurrence.

La troisième caractéristique réside dans l'isolement de chaque catégorie hiérarchique et la pression du groupe sur l'individu. Des règles impersonnelles associées à une centralisation des décisions ont pour effet de faire émerger des niveaux hiérarchiques imperméables les uns aux autres et communiquant faiblement entre eux. Il est difficile aux membres de l'organisation de constituer des groupes informels et chaque niveau hiérarchique composé de pairs exerce une pression sur l'individu. Par définition, chaque strate ne comporte que des égaux et les conflits prennent naissance entre les différents niveaux hiérarchiques (et non pas à l'intérieur d'une même catégorie de pairs). Le comportement des individus est dicté par les intérêts de son groupe. Le groupe de pairs constitue un mode de régulation des comportements quand ces derniers ne sont pas organisés par les règles impersonnelles. La

pression d'un même niveau hiérarchique construit des normes de comportement au sein des groupes de telle sorte que l'individu est inféodé à un déterminisme collectif. L'existence même de ces strates permet à chacun de ne pas prêter attention aux objectifs généraux de l'organisation et de faire porter son effort à la tâche qui lui est assignée à son niveau hiérarchique.

La quatrième caractéristique met l'accent sur le développement de relations de pouvoir parallèles. Des zones d'incertitudes demeurent, et c'est au cœur de ces zones que des relations de pouvoir (avec pour corollaire la dépendance entre individus) et des conflits vont voir le jour. Le contrôle de zones d'incertitude conduit certains membres des organisations à exercer un pouvoir parallèle sur ceux qui sont susceptibles d'être lésés par les conséquences liées à cette incertitude. Ce développement peut donc se produire dans la ligne hiérarchique ou en dehors d'elle, comme cela est le cas pour les groupes d'experts. Cette dernière catégorie de personnel ne fait pas l'objet de contrôle, et ce d'autant plus que sa mission est définie dans un cadre général sans que des tâches précises ne lui soient assignées.

Pour Crozier, la conséquence des quatre caractéristiques de l'organisation bureaucratique réside dans le développement de cercles vicieux. Les frustrations, les mauvais résultats renforcent l'impersonnalité et la centralisation de la structure qui permettent à l'organisation d'évoluer dans un équilibre stable. En effet, les difficultés générées par la rigidité de la structure, la faible communication entre les strates et avec l'extérieur sont utilisées par chacun pour renforcer sa position de pouvoir. L'apparition des privilèges acquis par ces niveaux hiérarchiques entraîne à son tour des pressions pour les combattre, en l'occurrence l'impersonnalité et la centralisation des décisions qui conduisent à plus de rigidité dans la structure. Le cercle vicieux est ainsi instauré, et permet à l'organisation de se stabiliser. L'auteur précise que « les dysfonctions sont devenues un des éléments essentiels de l'équilibre »<sup>350</sup>.

La problématique du changement devient donc la question centrale adressée à ce type de structure. L'évolution ne peut s'opérer que si l'organisation subit des dysfonctionnements graves qu'elle ne parvient pas à maîtriser et qui pourraient affecter sa pérennité. Les dysfonctionnements ne peuvent donc se manifester et durer que dans certaines limites. La crise est donc le déclencheur du changement dans un système bureaucratique. La rupture

---

<sup>350</sup> CROZIER M. , *ibidem*, p.239.

opérée doit être brutale et doit affecter l'organisation dans son ensemble pour préserver le caractère impersonnel des règles. Ce mouvement est initié par le sommet et irradie toutes les strates si bien qu'il a pour corollaire un renforcement de la centralisation des décisions.

La crise vécue par la structure revêt un double aspect : c'est à la fois elle qui suscite le changement et c'est également ce dernier qui constitue une crise pour la bureaucratie. A cette occasion, certaines exceptions au fonctionnement habituel du système peuvent se manifester comme les initiatives personnelles des individus, l'arbitraire des décisions et des relations de dépendance entre membres. Ces exceptions ne sont tolérées que tant qu'elles apparaissent comme des solutions incontournables à la résolution de la crise. Elles ont aussi pour mérite de montrer les inconvénients d'une autorité directe sur les individus. L'origine des crises est interne, telle que l'introduction d'une nouvelle technologie par exemple, ou elle peut prendre sa source dans l'environnement de l'organisation, comme les guerres, les bouleversements économiques sociaux ou politiques.

Certaines organisations développent des dispositifs pour limiter les effets des crises. Les administrations publiques françaises recourent à la constitution des grands corps. Compte tenu de leur mode de recrutement et de promotion spécifiques ainsi que du prestige associé à leur fonction, leurs membres sont en capacité d'initier des réformes importantes. En cas de difficultés majeures, la résolution des problèmes relève du niveau politique. En somme il n'est pas possible pour les organisations bureaucratiques de s'adapter à des changements et se transformer sans crise.

Les traits d'une personnalité bureaucratique sont étudiés. Le ritualisme en est une des caractéristiques principales déjà mise en évidence par Merton. S'il perdure dans les organisations modernes, c'est parce qu'il permet aux différents niveaux hiérarchiques de renforcer leur pouvoir en préservant une liberté d'action. D'autres comportements se manifestent comme le retrait, la rébellion, la capacité d'innovation (même si cette dernière constitue un mythe) et l'identification d'un individu au pouvoir d'un groupe auquel il n'appartient pas.

Le retrait est un comportement aussi important que le ritualisme dans une structure bureaucratique, car il permet aux individus de ne pas s'attacher à l'organisation dont ils sont membres. Il consiste à ne pas chercher à influencer des décisions et à s'inscrire dans une conformité de façade. Crozier souligne que la pression du groupe est de nature à décourager ce type d'attitude. Une perte d'influence de certains membres peut parfois les conduire à

adopter un comportement de rebelle pour reconquérir leur position. Les attitudes de ritualisme coexistent avec celles de retrait et de rébellion.

L'innovation ne concerne que les individus qui pensent pouvoir accéder à des niveaux élevés de pouvoir. Elle se conçoit pour eux comme un moyen conduisant à assumer un rôle souvent inaccessible. Elle a parfois pour effet de générer de la rébellion de la part des subordonnés. Ainsi en France, les préfets assument des fonctions qui les conduisent de temps à autre à introduire des pratiques innovantes dans leur administration. Leurs subalternes, en réaction, se réfugient dans un ritualisme et s'opposent au nom du respect des règles aux demandes de leur hiérarchie. S'insurgent ainsi dans la fonction publique la catégorie des petits fonctionnaires et le corps préfectoral. Une promotion au rang de fonctionnaire moyen entraîne une attitude de soumission de la part de l'insurgé qui se voit offert cette évolution professionnelle. Plus l'innovation est importante et moins les fonctionnaires sont amenés dans ce cas à s'inscrire dans un comportement de retrait.

L'étude de Crozier lui permet donc d'appréhender différents traits de la personnalité du bureaucrate dans la fonction publique. Les comportements des membres de l'organisation dépendent de la strate de pouvoir à laquelle ils appartiennent. L'étude du monopole d'État permet d'identifier un trait supplémentaire de personnalité : l'attitude conservatrice et pratique. Les ingénieurs techniques et les ouvriers d'entretien se rallient à ce registre de comportement, car la réalisation de leur tâche s'articule autour de la compréhension des comportements humains et des normes techniques. Ce dernier trait s'oppose au ritualisme bureaucratique fondé sur l'application de règles, même si elles ne résolvent pas les problèmes posés sur le terrain.

Au final, les situations de crise et d'innovation entraînent des comportements de soumission et de rébellion, alors que les situations de routine dictent des attitudes de conservatisme et d'idéalisme marquées par le ritualisme.

Crozier s'interroge sur la permanence des organisations bureaucratiques en mettant en évidence les avantages de ce mode de coordination pour l'individu. Il considère qu'il associe indépendance et sécurité. Les règles sont de nature à protéger les individus dans l'organisation car elles leur laisse le choix d'intérioriser les buts de la structure, d'adopter un comportement de retrait ou de s'engager pleinement dans leurs tâches. La rigidité bureaucratique participe à cette protection car elle les entraîne dans le cercle vicieux de la bureaucratie. Enfin, elle a pour avantage de faire perdurer certaines valeurs individualistes des sociétés préindustrielles.

La recherche de l'autonomie et de l'arbitraire individuel étaient des valeurs privilégiées par les nobles, ouvriers et paysans de l'ancienne France.

Cependant la sécurité et la protection dont bénéficient les bureaucrates sont génératrices d'anxiété car elles les éloignent de la réalité et les rend incapable d'évaluer leur travail. Crozier souligne que «ce que les bureaucrates gagnent en sécurité, ils le perdent en réalisme»<sup>351</sup>. Le système social auquel cette structure aboutit est rigide et confine les individus dans un point de vue partiel du monde dans lequel la lutte pour le pouvoir constitue un objectif central.

L'analyse portée par Crozier permet de situer le phénomène bureaucratique dans un cadre plus large que ne le font les sociologues fonctionnalistes. Si cet auteur emprunte le même chemin que les fonctionnalistes, c'est à dire en concentrant son attention sur les dysfonctionnements de la bureaucratie comme éléments de l'équilibre complexe de ce type de structure, il envisage ce phénomène comme une réponse sociale à la question du changement<sup>352</sup>.

Dans cette optique, il met en évidence la façon dont les bureaucraties appréhendent les changements tout en esquissant des pistes pour savoir comment les systèmes de cet ordre peuvent changer. Il s'agit alors de s'interroger sur la permanence de ces structures. Il considère que leur rigidité tend à se réduire alors que dans le même temps, les sociétés modernes s'orientent vers plus de formalisme. Ce paradoxe s'explique par la diminution du degré d'exigence des organisations vis-à-vis des individus qui en retour adopte des positions plus souples puisqu'ils sont moins amenés à se servir des règles pour se protéger.

Ainsi, la bureaucratie se diffuse dans le monde moderne sans que l'on assiste à l'accroissement de ses dysfonctionnements. La condition première de la permanence du phénomène bureaucratique réside dans l'affaiblissement de la rigidité dans les organisations. Pour autant, le renforcement de la rationalisation dans ces structures se fait sous l'effet de cercles vicieux bureaucratiques. Ces derniers persistent car ils s'entendent comme le fruit conjugué de deux forces en opposition. D'une part, une première force provient de groupes qui cherchent à conserver leur pouvoir et pour qui le progrès technique est susceptible de

---

<sup>351</sup> CROZIER M., *ibidem*, p.256

<sup>352</sup> CROZIER M., *ibidem*, p.350



l'affaiblir et d'autre part une seconde force animée par des groupes qui tentent d'exercer une domination rationnelle sans que le progrès n'ait été encore légitimé. Au fur et à mesure que le progrès technique se diffuse, les compétences techniques de l'expert tendent à se confondre avec la rationalité mise en place et conduit à sa perte de pouvoir.

En conclusion sur cet aspect, Crozier n'analyse pas la bureaucratie en tant que phénomène négatif. Les dysfonctionnements sont identifiés à travers cinq caractéristiques principales : des règles impersonnelles, la centralisation des décisions, l'isolement de chaque strate hiérarchique et la pression des pairs sur l'individu et enfin des relations de pouvoir parallèles. Il montre que les dysfonctionnements permettent au système bureaucratique d'atteindre un équilibre stable. Contrairement à ce que défendent les auteurs fonctionnalistes, le risque porté par le phénomène bureaucratique n'est pas celui des dysfonctionnements. Il a pour origine le comportement des bureaucraties face au changement.

Tout d'abord, le risque est celui de ne pouvoir penser le changement que lorsque les organisations sont confrontées à des crises majeures. Il est du reste paradoxal que si la crise induit le changement, le changement soit aussi perçu comme une crise du système. La perte du rapport à la réalité du bureaucrate est un facteur explicatif central pour comprendre l'appréhension du changement.

La deuxième forme de risque est relative aux traits de la personnalité bureaucratique. Les comportements de soumission-rébellion sont associés aux crises et aux innovations, tandis que la routine entraîne des attitudes conservatrices et ritualistes. Les traits de personnalité du bureaucrate dans la routine s'opposent au changement, si bien que ce dernier ne peut être que brutal c'est-à-dire se produire hors de la routine et affecter toute l'organisation.

La troisième forme de risque d'une bureaucratie réside dans les luttes pour le pouvoir auxquelles se livrent leurs membres et qui les conduisent à rendre secondaire l'objectif de l'organisation.

La quatrième et dernière forme de risque qui transparaît de l'analyse de Crozier repose sur la permanence d'éléments de pouvoir charismatiques dans nos sociétés modernes. Ce phénomène explique pourquoi des cercles vicieux et des privilèges perdurent.

### 5.3.4 La bureaucratie d'experts.

Montagna<sup>353</sup> aboutit à des conclusions de nature différente en étudiant huit cabinets d'audit et d'expertise comptable<sup>354</sup>. Chacun d'entre eux est composé de trois lignes hiérarchiques différentes à savoir celle des experts comptables, celle des experts en management non comptables et celle d'une fonction support administrative. Chaque cabinet comporte quatre domaines d'activités. Les comptables ont pour principale activité l'audit et de manière secondaire une expertise fiscale. Le troisième domaine d'activité est celui de conseil en organisation, gestion du personnel et conseils en management. Le quatrième a trait à la gestion administrative du cabinet, principalement les recrutements et la gestion du personnel.

Une pré-étude est menée à travers un questionnaire adressé aux bureaux de New York des huit grands cabinets. Elle s'intéresse à leurs quatre domaines d'activités et à chaque fonction à l'intérieur de ces domaines. Suivent ensuite des entretiens menés dans six firmes. En analysant cette pré-étude, Montagna cherche à comprendre comment ces grandes organisations professionnelles parviennent à éviter un accroissement de la bureaucratization. En effet, la gestion administrative recouvre 12% du temps de travail des professionnels, et la structure de décision est très centralisée autour d'une organisation avec à sa tête un président dirigeant le comité exécutif. Ce dernier est constitué par des associés exerçant une fonction de direction de chaque domaine d'expertise du cabinet. L'auteur explique ce phénomène par deux raisons. D'une part l'autorité hiérarchique est concentrée au sommet de l'entreprise qui définit la politique générale à mettre en œuvre. D'autre part le travail est effectué chez le client en petits groupes de travail. L'associé dont dépend la mission sélectionne ses équipes sur la base de leur compétence et de leur capacité à collaborer. Les membres des groupes de travail changent d'affectation et dépendent d'associés différents plusieurs fois dans l'année selon les clients. La centralisation des décisions ne nuit pas au travail des cabinets professionnalisés.

---

<sup>353</sup> MONTAGNA P.D., 1968, « Professionalization and Bureaucratization in Large Professional Organizations », *The American Journal of Sociology*, Vol.74, n°2, September, p.138-145.

<sup>354</sup> Il s'agit des cabinets suivants : Arthur Andersen & Co. ; Ernst & Ernst ; Haskins & Sells ; Lybrand, Ross Bros. & Montgomery ; Peat, Marwick, Mitchell & Co. ; Price Waterhouse & Co. ; Touche, Ross, Bailey & Smart ; Arthur young & Co.

La question de la taille et du degré de centralisation est traitée par l'auteur en utilisant les méthodologies de Rushing<sup>355</sup> et de Blau<sup>356</sup>. Il montre que les huit cabinets comptables ont un fort degré de professionnalisation et de centralisation associés à une administration peu importante. Si la professionnalisation et la centralisation peuvent coexister<sup>357</sup> au sein d'une même structure, c'est parce qu'il existe des moyens modernes d'administration qui préservent l'autonomie des membres de l'organisation. Ces moyens conduisent à éviter une supervision directe de leur travail.

Dans le cas des cabinets comptables, les règles et les procédures externes sont édictées par l'association professionnelle CPA (*Certified Public Accountants*). Ces règles sont intégrées aux fonctionnements internes des cabinets. La bureaucratie telle que la définit Montagna, c'est à dire la rigidité, la routine et la sur-conformité aux règles est encadrée par un organisme extérieur.

Toutefois, cela entraîne une formalisation des règles non écrites qui conduit à un changement de la nature de la profession. Cette dernière, fondée sur une expertise intellectuelle, se transforme en une pure technique mécanique. Un associé souligne que « le client ne demande pas quoi faire mais comment le faire puisque le corpus du savoir devient plus détaillé et plus facile à interpréter »<sup>358</sup>. L'incertitude de l'expertise est remplacée par la certitude des règles et des procédures. Montagna explique le développement de nouvelles activités au sein des cabinets d'audit comme une réponse à une perte du pouvoir de l'expert. Pour que ce dernier retrouve sa place, il semble donc nécessaire que des domaines d'incertitude puissent être l'objet de sa mission. C'est le cas des activités comme l'expertise fiscale et le conseil en management.

Montagna généralise les résultats de son étude en trois points. Le premier résultat concerne le degré de professionnalisation. Plus l'organisation est professionnalisée, plus elle est centralisée et moins sa composante administrative est importante. La deuxième assertion porte sur les conséquences de l'augmentation de la taille et la complexité de la structure qui

---

<sup>355</sup> RUSHING W.A., 1966, « Organizational Size and Administration : The Problems of Causal Homogeneity and a Heterogeneous Category », *Pacific Sociological Review*, IX, Fall, p.100-108.

<sup>356</sup> BLAU P.M., HEYDEBRAND W.V., STAUFFER R.E., 1966, *ibidem*.

<sup>357</sup> Voir à ce sujet BLAU P.M., 1955, *ibidem*, p.185.

<sup>358</sup> MONTAGNA P.D., *ibidem*, p.143, traduction personnelle.

entraînent la création d'une bureaucratie centrée sur la punition. La troisième généralisation est liée à la rationalisation d'une partie de l'organisation et au développement d'un autre service, lorsque les procédures sont standardisées et que les règles sont édictées par l'association professionnelle sous-jacente à la structure. Ces développements entraînent des dysfonctionnements car ils peuvent s'opérer trop rapidement pour que l'organisation puisse mettre en place une administration adaptée et pour que l'association professionnelle envisage des nouvelles règles et des normes pertinentes pour les innovations liées au nouveau service créé.

Cet auteur montre que les organisations de grande taille parviennent à éviter un renforcement de la bureaucratie en concentrant une autorité hiérarchique à leur tête et en faisant travailler leurs membres en groupes de travail autonomes. Le faible degré de bureaucratisation s'accompagne d'une professionnalisation importante avec une centralisation élevée. La présence d'un organisme professionnel chargé de dicter les règles et les procédures applicables conduit à évincer l'expert au profit du technicien. L'expert développe alors de nouveaux champs d'activité qui peuvent perturber le fonctionnement de l'organisation.

La bureaucratisation n'est donc pas une caractéristique des grandes structures. Elle peut être limitée à condition d'associer, dans une même organisation, une concentration de l'autorité et une autonomie dans l'organisation du travail. Pour autant, il semble que la préservation d'une expertise conduit à éviter ce que de nouvelles activités ne viennent modifier l'équilibre de l'organisation. Paradoxalement, la bureaucratie appréhendée à travers la figure de l'expert ne serait-elle pas garante du bon fonctionnement de l'organisation ? La conclusion de Montagna met en évidence la professionnalisation au risque d'une faiblesse de la bureaucratie.

Le risque de la bureaucratie est alors celui de son degré de faiblesse dans une organisation donnée car sans elle, les experts peuvent être amenés à se diriger vers d'autres activités insuffisamment formalisées par la structure. Trop peu de bureaucratie n'est donc pas nécessairement profitable aux organisations.

### 5.3.5 La solution à la bureaucratie dans la bureaucratie : l'usage raisonné de la formalisation.

Adler et Borys<sup>359</sup> mettent l'accent sur les résultats de la bureaucratie selon qu'elle contribue au développement des individus ou adopte des modalités coercitives d'exercice du pouvoir. Ils cherchent à concilier les deux types de conséquences de ce mode de coordination. Ils centrent leur analyse sur la formalisation dans les bureaucraties en distinguant leurs effets négatifs et leurs effets positifs. Une étude des aspects négatifs de la bureaucratie est tout d'abord proposée. Ils résident dans la perte d'autonomie des individus en raison de la fonction coercitive exercée par la structure sur ses agents. Cette fonction est assumée par des experts comme le précise Mintzberg<sup>360</sup> dans son analyse des « machines bureaucratiques », ou encore elle est le produit de l'asymétrie de pouvoir et des divergences d'intérêts économiques comme le souligne Clawson<sup>361</sup>. Rousseau<sup>362</sup> montre, à partir d'une étude menée dans différents services d'une usine électronique et dans une station de radio, que la formalisation des tâches a un impact négatif sur le bien-être des employés au travail. Elle est associée à des absences, à du stress psychologique et physique, à un turnover élevé, à un manque de satisfaction des employés et à une faible innovation. Les employés, dans ce type d'organisation, sont à la recherche d'autonomie et s'ils sont enclins à appliquer les innovations, ils ne recherchent pas à en être les concepteurs.

L'aspect plus positif de la formalisation est qu'elle apporte une utilité technique à l'organisation. Elle contribue à renforcer la coopération entre les individus. En encourageant la performance des tâches, elle conduit les employés à se sentir fiers de leur travail<sup>363</sup>. La formalisation a pour effet de réduire le stress quand les employées voient lever des ambiguïtés grâce à elle, et limite ainsi les conflits. Elle peut avoir des effets positifs sur la capacité

---

<sup>359</sup> ADLER P.S. and BORYS B. , 1996, « Two Types of Bureaucracy : Enabling and Coercive », *Administrative Science Quarterly*, 41, p.61-89

<sup>360</sup> MINTZBERG H., 1979, *ibidem*..

<sup>361</sup> CLAWSON D., 1980, *Bureaucracy and the Labor Process*, New York, Monthly Review Press.

<sup>362</sup> ROUSSEAU D.M., 1978, « Characteristics of departments, positions and individuals : Contexts for attitudes and behavior », *Administrative Science Quarterly*, 23, p. 521-540.

<sup>363</sup> DEMING W.E. , 1986, *Out of the Crisis*, Cambridge, MA., MIT Center for Advanced Engineering Study.

d'innovation des agents dans les industries manufacturières en confiant à la routine des tâches répétitives et en leur laissant ainsi du temps pour s'atteler à cet objectif<sup>364</sup>.

La théorie de la contingence à laquelle font appel Adler et Borys montre que les aspects positifs et négatifs de la formalisation reposent en fait sur des conditions particulières. Elle propose<sup>365</sup> notamment qu'une sélection appropriée des employés permet de neutraliser les effets défavorables de la formalisation sur la motivation des agents.

La démarche d'Adler et Borys permet de distinguer les bonnes règles des mauvaises en identifiant les différentes formes de normes et leur cadre d'application. Ils s'appuient sur une revue de littérature portant sur la technologie, en dressant un parallèle entre les formalisations en vigueur dans ce domaine et celles du registre bureaucratique (comme si la formalisation s'apparente à une technologie organisationnelle).

Les bonnes règles sont celles qui conduisent les employés à appréhender de manière plus efficace les aléas de l'organisation, car elles renforcent leur capacité à tirer des leçons des expériences passées en préservant la mémoire de la structure. Dans le même registre, Blau<sup>366</sup> considère que les bonnes procédures sont celles qui conduisent les professionnels à répondre aux besoins de leurs clients. Les mauvaises règles s'inscrivent dans une formalisation coercitive qui a pour objet de faire obéir les employés récalcitrants ou pour le moins réticents à se conformer aux procédures. Les règles, bonnes ou mauvaises, comportent des caractéristiques qui vont permettre aux auteurs de les catégoriser. Elles répondent de fait à deux approches, l'une consiste à déqualifier les agents tandis que l'autre conduit à recourir à ses compétences. Quatre principaux traits distinctifs sont mis en avant et comprennent la réparation, la transparence interne, la transparence globale et la flexibilité.

Dans le cadre d'une réparation, une formalisation déqualifiante implique une séparation des tâches de routines avec celles destinées à réparer les machines. Elle est le résultat d'un manque de confiance de la direction vis à vis de ses employés, qui sont suspectés de comportements opportunistes. Tout évènement inattendu dans le cycle de production

---

<sup>364</sup> BANDURA A., 1977, « Self-Efficacy : Toward a Unifying theory of behavioral change », *Psychological Review*, 54, p. 191-215.

<sup>365</sup> BOWEN D.E. and LAWLER E.E., 1992, « The empowerment of service workers : What, why, how and when », *Sloan Management Review*, 33 (3), p. 31-40.

<sup>366</sup> BLAU P.M., *ibidem*.

engendre le recours à un expert spécialisé. Les procédures permettent de constater si l'agent est en conformité ou non avec elles. Une formalisation tournée vers l'utilisation des qualifications, suscite un climat de confiance au sein des équipes et une réparation peut même passer inaperçue. Les consignes sont clairement établies pour permettre aux équipes de production de résoudre par elles-mêmes des problèmes éventuels et de développer des opportunités d'amélioration.

La transparence interne est envisagée différemment selon les approches. Dans une approche déqualifiante et donc coercitive, les machines sont conçues pour ne pas reposer sur les qualifications des utilisateurs. Les caractéristiques des machines sont présentées dans un langage de spécialiste, prévenant ainsi toute velléité de s'y intéresser. Les procédures revêtent le plus souvent la forme d'une liste auquel l'employé doit se conformer. Elles s'inscrivent dans une plus grande transparence lorsqu'elles font appel au savoir faire des agents, car elles décrivent les composants des outils de production et indiquent les meilleures pratiques. Les notices sont rédigées dans un langage compréhensible par les employés. Ces derniers peuvent comprendre la logique de fonctionnement des règles, et donc la rationalité qui les sous-tend.

La transparence globale se conçoit comme l'appréhension du système global dans lequel évoluent les agents. Elle est asymétrique dans un mode de fonctionnement coercitif, car elle est perçue comme un risque à minimiser. En effet, les tâches sont définies de manière stricte et toute volonté d'élargir son domaine d'action est contestée par la direction. Seule l'information directe dont l'employé a besoin pour remplir sa fonction est fournie. Dans une approche qualifiante, il est mis l'accent sur les informations nécessaires pour que les individus interagissent et identifient des dysfonctionnements du système. Les employés ont une perception de leur fonction dans la globalité de l'entreprise.

La flexibilité constitue également un attribut définissant les deux catégories de formalisation. Ainsi, une formalisation coercitive conduit à une flexibilité limitée de la machine car les employés entrent des paramètres et laissent cette dernière « prendre les décisions » sans qu'ils aient la possibilité d'intervenir. Au contraire, lorsque la formalisation repose sur une approche qualifiante, la machine suggère des solutions que les agents choisissent car cette procédure sous-tend que les opportunités de décision ne sont pas des risques mais peuvent conduire à des améliorations des conditions de production.

Après avoir caractérisé chacune des approches, Adler et Borys s'interrogent sur la manière dont sont créés les procédures. L'approche déqualifiante ne fait pas appel aux utilisateurs pour

concevoir les machines, mais à des experts car elle ne considère pas que ces derniers puissent être d'une quelconque aide. Dans une approche qualifiante, au contraire, les utilisateurs sont au cœur du processus de conception des machines, car ils sont susceptibles d'apporter des suggestions d'amélioration.

L'application de nouvelles technologies dans les entreprises peut modifier ou non leur organisation. Certaines innovations sont des vecteurs de changement, d'autres sont neutres de ce point de vue. Les auteurs distinguent les technologies liées à des machines et celles relatives à l'organisation. Les machines sont souvent élaborées à l'extérieur des organisations et achetées auprès de fournisseurs, alors que les technologies organisationnelles sont conçues en interne. Pour autant, leurs modalités d'application ne sont pas nécessairement liées à leur nature. Une technologie organisationnelle peut être introduite dans l'entreprise de manière coercitive alors que l'usage d'une machine peut relever d'une approche plus qualifiante.

La distinction entre procédures coercitives et qualifiantes conduit Adler et Borys à dresser une typologie des organisations. Deux axes présidant aux distinctions de ces formes sont privilégiés. Il s'agit d'une part du degré de formalisation des procédures et d'autre part des deux catégories de formalisation. Quatre types d'organisations sont ainsi mis en perspective. À un degré faible de formalisation et une approche qualifiante correspond une forme organique. Un degré élevé de formalisation associé à une formalisation qualifiante définit une bureaucratie qualifiante. Lorsque le degré de formalisation est faible dans une approche coercitive, l'organisation est une autocratie tandis que si ce degré est élevé, la forme mécaniste lui est associée.

Le graphique suivant met en évidence cette typologie.



		TYPE DE FORMALISATION	
		Qualifiante	Coercitive
DEGRE DE FORMALISATION	Faible	<b>Organique</b>	<b>Autocratique</b>
	Fort	<b>Bureaucratie qualifiante</b>	<b>Mécaniste</b>

**Figure 5. 1 : Typologie des organisations selon l'analyse d'Adler et Borys**

Sources : ADLER P. S., and BORYS B., 1996, « Two Types of Bureaucracy: Enabling and Coercive », *Administrative Science Quarterly*, vol 41, n°1, p.78.

Ces matrices permettent d'éviter deux problèmes liés à une lecture unidimensionnelle des formes organisationnelles qui, traditionnellement, opposent les formes bureaucratiques et mécanistes. Le premier problème est celui de la conclusion tirée de cette opposition : la formalisation est un mal acceptable et les organisations doivent avoir pour objectif leur limitation. En effet, dans cette approche, la formalisation est appréhendée comme un obstacle à la motivation et à la satisfaction des employés. Or les études empiriques présentées montrent que ce n'est pas la formalisation en elle-même qui entraîne ces effets, mais la catégorie de formalisation qui est en jeu. Le deuxième problème de l'approche unidimensionnelle est qu'elle rend difficile l'analyse d'organisations où se mêlent des tâches de routine et des opérations qui ne le sont pas. Pour un même employé, des tâches relevant d'une routine ne peuvent pas être organisées à la fois par la coercition, l'approche mécaniste, la bureaucratie, et les tâches non routinières être administrées de manière organique.

La typologie ainsi dégagée permet de faire disparaître ce dilemme, puisque dans le cadre d'une approche qualifiante, différents degrés de formalisation sont possibles. Nous sommes alors en présence d'une organisation ambidextre dans laquelle l'innovation est le fruit des

caractéristiques organiques, et où les exigences de contrôle et d'efficacité sont structurées par la bureaucratie qualifiante<sup>367</sup>.

Le choix entre ces formes dépend de la présence de certaines forces. Celles qui conduisent à une formalisation coercitive sont les asymétries de pouvoir dans les organisations et l'absence de vérification de la réalité. En effet, les asymétries de pouvoir entre les cadres et les employés permettent à une coercition par la voie hiérarchique de s'exercer. L'absence de confrontation à la réalité d'un marché externe, c'est-à-dire à des clients ou à des concurrents, est un facteur important pour que des méthodes de management coercitives s'appliquent (dans la mesure où des ajustements adaptatifs ne peuvent pas influencer les comportements).

La décentralisation du pouvoir, des connaissances, des techniques et des récompenses sont pour les auteurs autant de conditions nécessaires pour permettre à une organisation qualifiante de structurer les tâches relevant de la routine. L'exemple de l'industrie américaine en témoigne<sup>368</sup>.

Les forces qui entraînent l'émergence d'organisations qualifiantes sont analysées. La première d'entre elles appartient à l'ordre de la culture américaine qui tend de nos jours à privilégier l'approche qualifiante et non la démarche coercitive. La deuxième provient de l'environnement concurrentiel accru des entreprises qui conduit les firmes à trouver des opportunités pour améliorer la performance. Cette recherche peut modifier la répartition des pouvoirs dans les organisations, et incite les employés à faire preuve d'initiative, ce qui n'est pas possible dans le cadre de la coercition. Les auteurs appuient leurs propos sur le mode de management de constructeurs automobiles japonais et de l'industrie des semi-conducteurs aux États-Unis. La troisième force réside dans l'automatisation des processus qui permet de laisser aux machines les tâches de routine et de dégager du temps aux employés pour se former à des compétences nouvelles nécessaires au traitement des tâches non routinières. Les auteurs soulignent qu'au fur et à mesure que l'automatisation s'accroît, il est probable que le degré de formalisation diminue, et ce phénomène est à l'avantage d'un management par la qualification. Dans une même organisation les forces incitant à la coercition et celles qui sont

---

<sup>367</sup> Voir à ce sujet MC DONOUGH E.F, III, and LEIFER R., 1983, « Using simultaneous structures to cope with uncertainty », *Academy of Management Journal*, 26, p.727-735.

<sup>368</sup> LAWLER E. E., III, MOHRMAN S.A., LEDFORD G.E. Jr., 1995, *Creating High Performance Organizations*, San Francisco, Jossey Bass.

des facteurs de qualification peuvent coexister. Le choix d'une formalisation ou d'une autre relève de la domination dans l'organisation de facteurs structurels privilégiant une catégorie de forces.

Pour Adler et Borys, le risque d'une bureaucratie est défini comme étant celui d'un type de formalisation : la formalisation coercitive qui conduit selon son degré à des formes d'organisations autocratiques ou mécanistes. Elle conduit à un mal-être des employés et à leur confinement à des tâches routinières prévenant toute forme d'initiative. L'innovation ne peut provenir que de la hiérarchie. Les conditions d'occurrence de ce mode de management sont identifiées à travers l'identification de forces qui s'articulent autour d'une asymétrie de l'information et de l'absence de prise en compte par l'entreprise de ses concurrents et de ses clients.

La formalisation qualifiante est le mode de management pour lequel Adler et Borys plaident : une solution à la bureaucratie dans la bureaucratie. En effet, selon son degré, elle conduit à des structures organiques ou à une bureaucratie qualifiante. Elle permet des ajustements adaptatifs tendant vers la recherche d'une performance initiée aussi par l'innovation dont peuvent faire preuve les employés. Les forces qui induisent ce type de formalisation, si certaines d'entre-elles relèvent du discours, sont liées à une intensification de la concurrence et de l'automatisation.

Au final, Adler et Borys ont permis de dépasser « le pathos métaphysique » que Gouldner<sup>369</sup> dénonçait en son temps. La bureaucratie peut aussi être envisagée comme une forme de coordination efficace sans pour autant induire une servitude.

---

<sup>369</sup> GOULDNER A. W, 1955, « Metaphysical pathos and the theory of bureaucracy », *American Political Science Review*, 49, p. 496-507.

## 5.4 Une synthèse des approches du risque de la bureaucratie

Les théories que nous avons analysées s'inscrivent dans deux problématiques distinctes du risque de la bureaucratie qui méritent d'être synthétisées. Le tableau suivant nous permet de dégager les principaux axes tirés de cette investigation, dont il conviendra de mesurer l'applicabilité au marché étudié.

Auteurs	Les risques des bureaucraties liés aux comportements des individus	Les risques des bureaucraties associés aux changements organisationnels
Michels R.	Objectifs de l'organisation détournés au profit des dirigeants. Stratégies des dirigeants pour rester en place.	Aucun
Selznick P.	Sous-groupes des organisations visant à atteindre leurs objectifs plutôt que ceux de la structure. But de l'organisation limité par les objectifs propres de ses membres	Aucun
Hirschman A.O. et Birch A.H.	Membres potentiellement en conflit avec l'organisation. Recours de l'organisation à des mesures de coercition et de répression	Aucun
Hall R.H.	Relation inverse entre la bureaucratization et la professionnalisation validée sur la base de critères structurels et comportementaux. Relation corrélée entre professionnalisation et bureaucratization évaluée par la compétence technique	Aucun
Scott R.W.	Conflits entre professionnels et organisations bureaucratiques car principes de fonctionnement différents sur l'organisation du travail et le contrôle par l'autorité.	Aucun
Ouchi W.G.	Aucun	Passage à la forme organisationnelle clan si risque de non réalisation des transactions quand absence de conditions normatives (réciprocité entre individus et autorité hiérarchique légitime) et de conditions requises en matière d'information (règles explicites)

Gouldner A.W.	Aucun	Tensions et de conflits lors du passage d'une bureaucratie de façade (règles pour satisfaire des éléments extérieurs) à une bureaucratie de punition (la hiérarchie rationalisée comme une fin en soi).
Merton R.K.	Incapacité qualifiée des individus (compétence inappropriée à une situation nouvelle).  Psychose professionnelle (non-conformité des comportements et prise décisions incompatibles avec les objectifs de l'organisation)	Impossibilité de s'adapter aux changements (règles érigées en fin en soi)
Blau P.	Comportements opportunistes des agents par la création de règles non formelles (à l'occasion de situations nouvelles).	Absence d'ajustements coopératifs en cas de changement organisationnel.  Pas de maintien de l'autorité légitime possible si le développement de statuts intermédiaires induit des règles fondées sur l'arbitraire
Crozier M.	La personnalité bureaucratique comme facteur de risque.  Déclassement des objectifs de l'organisation face aux luttes de pouvoir.	Les dysfonctionnements en tant qu'éléments d'équilibre du système (non perçus comme un risque <i>per se</i> ).  Un cercle vicieux bureaucratique caractérisé par une rigidité des routines entraînant une perte du rapport à la réalité.  La crise comme seul facteur de changement. Il est brutal et affecte toute l'organisation.  Un cercle vicieux qui perdure en raison de la permanence d'éléments de pouvoirs charismatiques
Montagna P.D.	Un faible degré de bureaucratisation possible si autorité hiérarchique avec groupes autonomes et professionnalisation élevée.  Place faite aux techniciens.	Bureaucratie centrée sur la punition (effet de taille et de complexité accrus)  Hiatus entre développement de règles informelles (dues au développement de nouvelles activités) et retard de la réglementation professionnelle.
Adler P.S. et Borys B.	Formalisation coercitive et mal-être des employés (Perte d'autonomie des individus) avec un confinement à une routine.  La bureaucratie qualifiante avec des ajustements adaptatifs comme solution.	Formalisation coercitive et blocage de l'innovation (non prise en compte de l'univers concurrentiel, absence d'initiative).  L'initiative hiérarchique comme solution.

**Tableau 5. 1 : Une typologie du risque de la forme bureaucratique**

La bureaucratie, lorsqu'elle est appréhendée à travers les effets du comportement des individus et des changements organisationnels, montre la diversité des origines du risque qu'elle suscite. Ce dernier va des dysfonctionnements provenant de comportements déviants des individus à l'application à l'excès des règles, à une relation inverse entre bureaucratisation et professionnalisation en passant par le blocage de l'innovation, des situations conflictuelles et de crise.

Cette investigation théorique fournit un cadre d'analyse qui doit permettre d'éclairer nos observations réalisées sur le marché des euro-obligations.

## 5.5 Le marché des euro-obligations au risque de la bureaucratie

Six principaux thèmes émergent donc de la typologie du risque de la bureaucratie. Trois sont issus du comportement des individus et trois du changement organisationnel. Chacun d'entre eux constitue, d'après notre typologie, un facteur explicatif du risque de la bureaucratie du marché euro-obligataire. Au regard des théories examinées ici, l'individu n'est pas pris isolément, mais comme agent interagissant avec d'autres au sein d'un même groupe partageant les mêmes objectifs. Nous avons étudié le marché des euro-obligations à travers des catégories d'acteurs (ou de membres) qui représentent des groupes d'individus. Ils peuvent être, comme sur tout marché financier, des emprunteurs, des investisseurs et des intermédiaires financiers. Aussi, substituons-nous dans l'analyse qui suit le terme acteur (ou membre) au terme individu.

### 5.5.1 Les risques de la bureaucratie provenant du comportement des individus : comportements déviants, application à l'excès des règles et relation inverse entre bureaucratisation et professionnalisation.

Des comportements déviants des individus se sont-ils déjà manifestés au sein de ce marché ? Comment le marché prévient-il ces comportements ?

Il faut souligner que les comportements déviants des investisseurs sont à l'origine du développement des nouveaux compartiments monétaires. La création même du marché (c'est-à-dire en premier lieu sa dénomination puis sa régulation) est imputable à ce type de comportement. Le recours à un marché délocalisé du dollar à long terme qui n'existait pas encore en témoigne. En effet, des mesures de contrôle des marchés de capitaux domestiques en Europe de l'ouest et aux États-Unis entraînent l'ouverture du marché euro-obligataire en deutschemarks, en florins et le développement du marché en dollars. Les investisseurs délaissent les marchés domestiques au profit du marché euro-obligataire. Ils s'adaptent à des nouvelles situations de marché en adoptant des comportements opportunistes : trouver des fonds à long terme dans la monnaie qu'ils souhaitent à un moindre coût en s'affranchissant des réglementations nationales.

Les difficultés de compensation entre les deux centrales sur le marché secondaire relèvent d'un comportement déviant. Chacune d'entre-elles préfère garder son propre réseau de clients et retarde tout rapprochement en distinguant les titres fongibles pour Euro-clear et non fongibles pour Cedel et en faisant perdre un jour d'intérêt aux investisseurs en cas de transactions entre les deux systèmes. Elles agissent ainsi en tant que sous groupes de l'organisation mus par leurs propres intérêts en délaissant ceux de l'organisation pour qui une parfaite compatibilité entre les deux centrales assurerait une bonne liquidité du marché secondaire et donc contribuerait à une pérennisation du marché. L'association professionnelle A.I.B.D. et les utilisateurs des deux systèmes mettent plus de huit ans à faire instaurer un système de compensation électronique entre Euro-clear et Cedel.

La « bureaucratisation » du marché des euro-obligations relève avant tout d'une intention de contrôle des pratiques. Elle est à la fois la conséquence et l'origine d'un processus de régulation. Conséquence car elle émerge du développement d'un corpus de règles. Mais cause car elle devient progressivement une fin en soi. Le fait de considérer les pratiques de dumping sur le marché gris comme la manifestation d'intérêts propres « contraires » à ceux du marché est significative du renversement de logique : servir ses intérêts est préjudiciable à l'organisation. La coordination par l'ajustement d'intérêts individuels semble définitivement exclue du modèle. Le dumping est alors conçu comme un comportement déviant, qui a pour effet de surenchérir les frais de stabilisation répercutés à l'ensemble des *underwriters* et de donner le signal d'une mauvaise estimation du prix par le chef de file. Il nuit donc à l'*organisation* elle-même, et pourtant permet à ceux qui le pratiquent d'éviter des problèmes

éventuels de placement des titres. Pour répondre à ce dysfonctionnement, de nouvelles procédures de placement sont mises en œuvre par les eurobanques sous l'égide de leur association professionnelle. Les *bought deal* et les *fixed-price reofferings (F.P.R.O.)* constituent des parades à ces comportements déviants, puisque dans le cas du *bought deal*, les titres sont pré-placés auprès d'investisseurs institutionnels à un prix prédéterminé, et que le *F.P.R.O.* consiste à ne pas vendre en dessous d'un seuil déterminé. A son tour, cette technique est détournée par un comportement déviant dès lors que les eurobanques, pour décrocher des contrats, proposent aux émetteurs des prix de titres éloignés des conditions du marché. La recherche de parts de marché les conduit donc à privilégier leurs intérêts plutôt que ceux de l'organisation dans son ensemble. En effet des classements semestriels des parts de marché par compartiment monétaire sont publiés et sont interprétés par les acteurs du marché comme une marque d'expertise susceptibles d'augmenter leur chiffre d'affaire dans le futur. Paradoxalement, des pratiques destinées à prévenir des comportements déviants entraînent à leur tour d'autres comportements du même type. Cependant, le *F.P.R.O.* a cessé d'être utilisé car il limite les marges des chefs de file ou engendre des pertes.

Les emprunteurs peuvent également adopter des comportements déviants en mettant en concurrence les banques à travers des *competitive bids*, et en accordant leur confiance à des intermédiaires qui leur proposent des prix avantageux sans rapport avec la réalité du marché. En conséquence les titres ne trouvent pas preneurs au prix fixé, et sont achetés à un prix inférieur après dissolution du syndicat. Les managers perçoivent une rémunération sans avoir pu placer les titres au prix fixé, et le chef de file rachète les titres pour éviter une dégradation des cours. L'objectif de recherche du prix le plus avantageux vient à l'encontre des objectifs de l'organisation.

Initialement conçus pour des émetteurs fréquents, les *pot deals* permettent de prévenir des surestimations de leur capacité de placement pour les membres du syndicat. Ils sont une réponse de l'organisation à des pratiques pouvant lui nuire et entraîner des problèmes de placement.

Enfin, au-delà des nouvelles techniques mises en place pour contrecarrer les comportements déviants, l'organisation par l'intermédiaire de l'association professionnelle I.C.M.A. se réserve le droit d'engager des procédures disciplinaires à l'encontre des membres qui ne respectent pas les statuts, les règles internes ou encore dont le comportement porte préjudice aux intérêts des membres.



L'organisation « marché » bureaucratisée aboutit ainsi à un paradoxe : la recherche d'intérêts individuels n'est plus motrice, mais bien génératrice de comportements nuisibles à la réalisation des objectifs de l'ensemble. En cela, le cadre d'analyse fourni par les théories des dysfonctionnements bureaucratiques permet de comprendre qu'une organisation de la sorte privilégie l'inflation régulatrice comme réponse à l'émergence d'objectifs internes contraires aux siens. Quelle que soit la nature des acteurs, les règles sont vues comme des fins en soi. Les comportements déviants ne consistent pas dans la plupart des cas à frauder, mais bien à contourner l'ordre établi.

L'application à l'excès des règles constitue un autre risque issu du comportement des acteurs. Ce comportement ne semble pas s'appliquer fréquemment au marché des euro-obligations. Sa seule manifestation réside dans le dénouement tardif des opérations sur le marché secondaires qui entraîne des retards de livraison en 1969.

Il est à noter que la relation inverse entre le degré de bureaucratisation et celui de professionnalisation n'est pas vérifiée.

Les intermédiaires financiers, une partie de l'organisation, se professionnalisent. La structuration de la professionnalisation se manifeste par des attributs de structure et de comportements au sens de Wilensky<sup>370</sup>. Le premier d'entre eux est la création d'une profession à plein temps correspondant à des besoins sociaux bien présents, puisque des services entiers parfois organisés par compartiments monétaires des banques d'affaires se sont créés pour se consacrer à cette activité. Les besoins sociaux auxquels ils répondent sont ceux du financement à long terme en eurodevises pour les États et les entreprises. Le deuxième attribut de structure, celui de la création d'une école de formation, est également mis en place par l'I.C.M.A. en partenariat avec l'université de Reading ainsi que des programmes modulaires dispensés par ses membres. Le troisième attribut se manifeste dans la création et l'évolution de l'association professionnelle de l'A.I.B.D., puis l'I.P.M.A., et enfin l'I.C.M.A qui régit les bonnes pratiques et les conditions d'entrée des banques. Le quatrième attribut est celui du code éthique formalisé à travers le *rule book* respecté par tous les membres. La

---

<sup>370</sup> WILENSKY H.L., *ibidem*.

présence d'attributs de comportements est aussi validée. En effet, l'I.C.M.A est une référence pour tous les intervenants du marché. Elle rend un service aux investisseurs, aux émetteurs et aux banques adhérentes en édictant des règles, en formalisant les procédures, en servant d'interlocuteurs représentant la profession auprès de pouvoirs publics comme ce fut le cas avec la circulaire MIFID. Le contrôle de l'activité, s'il obéit en partie à des réglementations nationales, est réalisé par des pairs puisqu'une activité contrevenant aux règles édictées par l'association professionnelle peut faire l'objet d'une saisie du conseil de discipline (composé de membres de l'association professionnelle). Le sens du dévouement à la tâche n'est pas mesurable ici mais on peut supposer qu'en son absence, le marché rencontrerait des dysfonctionnements. Enfin, le professionnel bénéficie d'une autonomie relative car s'il inscrit son action dans le cadre des règles dictées par l'I.C.M.A., il est à même de prendre des décisions sans pour autant en référer à l'organisation.

Le degré de bureaucratisation, quant à lui, a été analysé dans notre précédent chapitre. Rappelons que le marché s'est doté de règles de fonctionnements, s'est caractérisé par une spécialisation des intermédiaires financiers, par un accroissement de la spécificité de ses actifs et qu'il est marqué par une autorité hiérarchique importante. La professionnalisation accrue des intermédiaires financiers s'est donc accompagnée d'un renforcement de la bureaucratie de l'organisation. Il ne rentre pas ici dans notre propos de tester, comme l'ont fait certains auteurs, quelles variables de bureaucratisation semblent les plus corrélés aux attributs de professionnalisation. Il s'agit plutôt de constater que, sur le marché euro-obligataire, le mouvement de professionnalisation des intermédiaires financiers n'a pas conduit à une débureaucratiation de l'organisation. L'accroissement de la compétence technique dévolue aux intermédiaires semble avoir été le vecteur majeur de ce phénomène. C'est donc une bureaucratie professionnelle qui se met en place dans le cas présent, bureaucratie où la professionnalisation engendre l'expertise légitimatrice de l'autorité des membres.

Le risque de la bureaucratie issu des comportements des acteurs est donc pour l'essentiel celui de comportements déviants caractérisés par la recherche d'objectifs propres aux sous-groupes de l'organisation dommageable à l'ensemble de la structure. L'application à l'excès des règles et le risque d'une relation inverse entre la bureaucratisation et la professionnalisation ne sont pas vérifiés sur le marché euro-obligataire.

### 5.5.2 Les risques de la bureaucratie associés aux changements organisationnels : le blocage de l'innovation, les conflits, les crises, et la coercition.

Le blocage de l'innovation constitue un risque de la bureaucratie. Rappelons qu'il a pour origine une bureaucratie fondée sur une formalisation coercitive prévenant toute initiative laissée aux membres, car seule l'autorité hiérarchique est en capacité d'innover.

Notons tout d'abord que le marché euro-obligataire est issu lui même d'une innovation financière car il correspond à un besoin de financement à long terme en eurodevises. Puis comme nous l'avons montré dans le chapitre 1, le marché euro-obligataire a su répondre aux stimuli externes de son environnement et aux stimuli internes en offrant des produits de plus en plus variés et sophistiqués, et en proposant des nouvelles procédures de placement, accentuant tout au long de son évolution une spécificité des actifs.

Quelles que soient les différentes phases de son évolution, cette organisation bureaucratique a recours à l'innovation sous différentes formes. Les nombreuses innovations financières sont une réponse à la volatilité des taux d'intérêts et des taux de change. L'organisation du marché secondaire est également une innovation structurelle du marché. Les différentes modalités de placement des titres (des placements traditionnels au *pot deal*, *F.P.R.O.* et *bought deal*) qui se sont développées relèvent d'innovations de procédures. L'évolution de l'association professionnelle témoigne de ce phénomène, simple regroupement de banques intervenantes sur le marché, elle se transforme pour devenir une institution de référence dictant ses règles, proposant des formations, engageant des procédures disciplinaires et représentant le marché. Rappelons que des intervenants directs ou indirects peuvent y adhérer : intermédiaires financiers, investisseurs et analystes. Elle joue un rôle essentiel dans une structuration des tâches nécessaires aux ajustements adaptatifs dans une bureaucratie qualifiante.

Ces évolutions ont sans doute été rendues possibles parce que le marché euro-obligataire se développe en conservant une infrastructure autonome, et en s'affranchissant de toutes formes d'interventionnisme des États. Les innovations peuvent aussi se comprendre comme une réponse bureaucratique à un risque de la bureaucratie : elles s'articulent autour d'une complexification des produits, des techniques et des procédures.

Les conflits et les crises susceptibles de se produire constituent une autre forme de risque de la bureaucratie face aux changements organisationnels. Les conflits peuvent se produire entre membres de l'association professionnelle ou encore entre investisseurs et émetteurs. À la

différence de l'organisme qui l'a précédé – l'I.P.M.A. qui ne disposait pas de pouvoirs de sanctions – l'I.C.M.A. prévoit dans son *rule book* l'existence de conflits éventuels entre les membres. Il est d'abord tenté de les régler de manière informelle dans le cadre de procédures de conciliation, et de manière formelle par l'arbitrage d'une cour interne dont les certaines conclusions peuvent se contester auprès d'un tribunal. Les conflits explicitement envisagés par l'I.C.M.A. portent sur les transactions, les différends liés aux statuts, aux règles internes de fonctionnement et aux recommandations de l'association.

Les procédures disciplinaires peuvent être engagées par l'association elle-même si une faute professionnelle portant sur les statuts, les règles internes ou un ensemble de comportements préjudiciables aux intérêts de l'association, est suspectée.

Les dossiers et les délibérés des commissions traitant des conflits n'étant pas accessibles au public, nous n'avons pas pu analyser en détails cette question. Il n'en demeure pas moins que le risque de conflits entre membres existe bien et que les modalités du règlement des conflits sont formalisées par l'I.C.M.A.

L'évolution du marché caractérisée par la croissance de sa taille et sa complexité ne s'est-il pas traduit par le passage d'une bureaucratie de façade à une bureaucratie de punition ? En effet, ce n'est qu'au cours de la troisième phase de développement que l'association professionnelle est en capacité d'exercer un pouvoir de sanction vis à vis de ses membres. La hiérarchie de cette structure s'est de plus en plus rationalisée autour de procédures formalisées, ce qui aurait contribué à ce changement. La permanence, dans l'association professionnelle, de la notion de réciprocité entre membres, de l'autorité légitime qu'elle constitue et des règles explicites, prémunit probablement l'organisation de se transformer en clan et lui permet de demeurer une bureaucratie.

Les crises auxquelles a fait face le marché euro-obligataire sont brutales et affectent ponctuellement toute l'organisation. Elles peuvent provenir de facteurs internes ou externes.

Deux manifestations de crises relatives à des facteurs internes ressortent : d'une part les incidents liés à une mauvaise détermination des prix des titres dans les contrats d'émission, et les conflits dus à des problèmes d'organisation. Dans une course effrénée à la part de marché pour les eurobanques ou au meilleur prix pour les émetteurs, le prix proposé sur le marché primaire peut ne pas correspondre aux conditions de marché. La crise se manifeste par la vente de titres à un prix inférieur au prix prévu par contrat, et au rachat des titres par le chef

de file détériorant sa marge. Autrement dit, la transaction ne peut pas s'effectuer au prix décidé par ce dernier, et la crise se traduit par la rupture avec un terme du contrat. Elle est dommageable directement aux intermédiaires financiers à travers leurs marges et elle nuit à la réputation de l'émetteur sur le marché. Cette pratique, parce qu'elle suscitait justement des crises, s'est effacée au profit d'autres techniques de placement permettant de la prévenir : un risque de la bureaucratie au profit d'une autre expertise bureaucratique. Les crises associées aux problèmes d'organisation sont essentiellement liées à la structuration du marché secondaire. L'accroissement des délais de livraisons physiques de titres jusqu'en 1968 (dû à l'accroissement des volumes de titres échangés) rend incontournable l'organisation du marché secondaire, car ces délais entraînent des pertes d'intérêts pour les investisseurs. La tentative d'automatisation des transactions sur le marché secondaire dans le cadre du système Eurex, à la fin des années soixante-dix, ne peut pas perdurer en raison de son inadaptation aux renversements brusques de tendances.

Les crises provenant de facteurs externes sont liées à renversement de structure de taux d'intérêts, à des attaques spéculatives sur les monnaies et à des crises plus ponctuelles du système financier. Ainsi, le financement des positions longues des eurobanques se réalise par emprunt sur le marché à court terme des eurodevises jusqu'à la fin des années soixante. L'inversion de la structure des taux d'intérêts (*i.e.* les taux courts deviennent supérieurs aux taux longs) provoque des ventes massives de titres de la part d'eurobanques qui ne peuvent plus se financer, et contribuent à la baisse des cours. Cette crise est brutale dans la mesure où des intermédiaires de petites tailles disparaissent du marché. Les crises monétaires et financières ont pour effets une baisse des prix sur les marchés euro-obligataires secondaires et retardent les émissions prévues dans les compartiments monétaires concernés.

Nous avons établi que la bureaucratisation du marché euro-obligataire ne s'accompagnait pas d'une déprofessionnalisation, bien au contraire. A cet égard, le cadre d'analyse fourni par la bureaucratie d'experts (Montagna, 1968) se révèle particulièrement éclairant. Dans le paragraphe précédent, nous avons rappelé les conditions dans lesquelles les instances régulatrices du marché venaient à innover pour répondre à des comportements déviants. L'approche par le changement organisationnel apporte un élément d'analyse complémentaire : les membres « experts » de l'organisation développent de nouvelles activités (ou pratiques), et avec elles, de nouvelles règles de comportement que la normalisation n'a pas encore intégrées. Ce hiatus conduit à un renforcement de la régulation

et à une complexification du système de sanctions. L'organisation « marché » peut se muer en bureaucratie centrée sur la punition. Ce risque résulte de l'absence de deux autres : la permanence de l'innovation et l'absence de déprofessionnalisation l'entretiennent.

## Conclusion du chapitre 5

Dans ce chapitre, nous avons mis en évidence les risques inhérents à une organisation bureaucratique. Notre revue de littérature nous conduit à dresser une typologie des risques de la bureaucratie. Deux catégories de risque sont avancées par les auteurs : d'une part le risque lié aux comportements des acteurs et le risque associé au changement organisationnel. Le risque lié aux comportements des acteurs se manifeste par des comportements déviants, par l'application à l'excès des règles et par une relation inverse entre bureaucratisation et professionnalisation. Le risque associé au changement organisationnel se traduit par un blocage de l'innovation, par des conflits et par des crises.

La confrontation de cette typologie à l'évolution et l'organisation du marché euro-obligataire nous amène à différents résultats que nous synthétisons dans le tableau suivant. Nous y relevons très simplement quels risques relevés dans les cadres théoriques sont avérés sur le terrain étudié.

Typologie du risque	Manifestation du risque	Présence	Absence
Le risque de la bureaucratie liée aux comportements des acteurs	Comportements déviants	x	
	Application à l'excès des règles	(x)	
	Relation inverse entre bureaucratiation et professionnalisation		x
Le risque de la bureaucratie associé aux changements organisationnels	Blocage de l'innovation		x
	Conflits	x	
	Crises	x	
	Bureaucratie de punition	x	

**Tableau 5. 2 : Le risque de bureaucratie du marché euro-obligataire selon les comportements des acteurs et les changements organisationnels**

Le risque de la bureaucratie se manifeste sur le marché euro-obligataire pour le comportement des acteurs par des comportements déviants. L'application à l'excès des règles ne s'est pas manifestée sur la période étudiée. La bureaucratiation de l'organisation et la professionnalisation d'un de ses sous-groupes, les intermédiaires financiers, se sont développées de manière concomitante, la bureaucratiation du marché favorisant la professionnalisation des eurobanques (développement de compétences techniques).

Le risque de la bureaucratie s'inscrit au regard du changement organisationnel par des conflits et des crises. L'innovation n'est pas entravée, mais elle suscite, dans une bureaucratie d'experts, un développement du corpus de règles et des systèmes de sanction.

## Conclusion de la partie 2

Dans cette deuxième partie, nous avons porté l'étude historique du marché des euro-obligations (de 1963 à 2008) à la lumière de la théorie des organisations.

Dans un premier temps, nous avons montré que le marché est légitimement assimilable à une organisation comme une autre. Nous avons pour cela identifié les causes de son existence en nous appuyant sur des cadres d'analyse dont l'objet commun est d'appréhender les organisations comme des lieux de transaction particuliers. L'organisation-marché permet à ses membres d'atteindre un objectif commun (*i.e.* le financement et l'investissement à long terme en eurodevises). Il est aussi une réponse à leur déficience cognitive dans un cadre de nœuds de relations contractuelles complexes. Les conditions d'existence de cette organisation-marché sont à rechercher dans le partage d'un intérêt commun et dans une interdépendance entre le marché primaire et le marché gris. Son mode de coordination adaptatif requiert en effet des apprentissages sur la formation des prix (que le marché gris fournit) et sur les règles en évolution constante de son association professionnelle.

Dans un deuxième temps, nous mettons en évidence les formes organisationnelles adoptées par le marché au cours de son évolution. L'organisation prend successivement une forme marché puis une forme firme (à l'exception de l'interprétation tirée de Williamson pour laquelle cette morphologie est hybride avant d'aboutir à une hiérarchie). Les changements de forme sont à mettre au crédit des intermédiaires financiers.

Enfin, le mode de coordination mis en œuvre dans cette forme « ultime » du marché euro-obligataire est analysé. Il semble que le modèle le plus adapté à la situation étudiée soit celui d'une bureaucratie d'experts. Elle présente des risques relatifs au comportement déviant des individus et au changement organisationnel, qu'il s'agisse de situations conflictuelles ou de crises.





# Conclusion

Notre travail de recherche a été conçu pour atteindre un triple objectif. Il s'est agi, tout d'abord, d'appréhender le marché euro-obligataire au-delà du cadre de l'entité transactionnelle. Cet objectif a été atteint en considérant ce marché comme une organisation. Nous y sommes parvenus en rapprochant les observations historiques réalisées dans un premier temps avec les cadres d'analyse qui permettent de caractériser une organisation. Le marché ne se limite pas à un lieu de levée de fonds et de concentration d'expertise technique. Il peut-être appréhendé dans une dimension où s'observent, par exemple, des relations hiérarchiques et des actions de coordination. Le deuxième objectif de notre recherche consistait à déterminer la forme adoptée par l'organisation-marché (ou le *marché comme organisation*). Nous avons pu dégager les formes organisationnelles successives empruntées par cette dernière en opérant un rapprochement de notre étude empirique avec un corpus des théories transactionnelles de l'organisation. En définitive, nous avons utilisé les cadres conceptuels qui analysent l'internalisation de la transaction pour montrer que, sur le marché euro-obligataire, le contrat-firme se substitue progressivement à la convention de marché. Enfin le dernier objectif que nous nous étions fixée était de s'interroger sur les raisons qui ont conduit à des modifications de forme, et à dégager les risques encourus par cette adoption. Nous mettons en évidence les raisons du passage d'une forme organisationnelle à l'autre, selon les phases de développement du marché. Puis, la forme ultime d'organisation firme observée dans notre étude suscite, dans son mode de coordination bureaucratique, des risques que nous analysons. Les résultats auxquels nous aboutissons méritent d'être rappelés pour en dégager les principaux enseignements d'un point de vue théorique ainsi que pour les régulateurs et les entreprises. Nous dégagerons les principales limites de notre travail, pour enfin nous attacher à dresser des perspectives à notre recherche.

## Résultats de la recherche

Les résultats de notre recherche s'inscrivent dans une double logique. Il s'est agi de décrire le marché obligataire, son évolution et ses pratiques, et de comprendre son fonctionnement au cours de l'histoire ainsi restituée. S'il est vrai que le marché des euro-obligations a connu au cours des 45 dernières années un développement considérable, non seulement dans la croissance des volumes échangés, dans le développement des innovations financières, mais

aussi dans la spécialisation des intermédiaires financiers, la confrontation d'un marché financier à la théorie des organisations nous permet de dépasser ce simple constat. Pour autant, il a été nécessaire, dans un premier temps, d'approcher ce marché financier par une étude historique, alliant une présentation des événements et une optique de longue durée (conférée par les pratiques).

En ce qui concerne la finalité descriptive, l'étude événementielle nous montre que trois phases de développement ont caractérisé la vie du marché euro-obligataire. Il s'est agi d'identifier des traces de son développement qui permettent de dégager trois phases : une étape de création et d'organisation (1963-1968) ; une période d'adaptation à la volatilité des taux d'intérêts et des taux de change (1969-1983) ; un palier de maturité caractérisé par l'influence des intermédiaires financiers (1984-2008). Les résultats obtenus montrent que si l'origine géographique des emprunteurs est restée concentrée dans les pays de la zone O.C.D.E., elle s'est peu à peu étendue à d'autres pays de la même zone. Dans le même temps, la nature des emprunteurs s'est spécialisée au profit des institutions financières et d'autres entreprises alors que l'activité d'émission était à l'origine dominée par les États. Les monnaies de dénomination des emprunts, marquées par la prédominance du dollar, se sont diversifiées et l'euro devient dans la dernière phase la monnaie la plus utilisée. Ce mouvement s'est accompagné par un recours à une plus grande variété de types de taux, conformément au développement des innovations financières qui ont accentué la spécificité des titres. La concentration des vingt premiers chefs de file a considérablement baissé, et dans le même temps leur origine géographique s'est diversifiée. Les centrales de compensation vont progressivement coopérer entre-elles de manière à renforcer leur interopérabilité. Le premier résultat de notre travail réside donc dans la réalisation d'une étude complète retraçant en trois phases et sur 45 ans l'évolution du marché euro-obligataire.

Dans la même optique, nous proposons une analyse structurée des pratiques mises en œuvre sur le marché des euro-obligations. C'est là notre deuxième résultat de recherche. À côté des procédures d'émission classiques, de nouvelles techniques apparaissent pour satisfaire les émetteurs fréquents et les investisseurs institutionnels. Elles sont caractérisées par des simplifications de procédures et par une rapidité accrue d'accès au marché. Quelle que soit la procédure retenue, elle porte la marque de l'ordre hiérarchique du chef de file. Cet ordre s'impose aussi dans les clauses des contrats régissant les relations entre les membres du

syndicat bancaire, et se reflète dans la structure des commissions dont le niveau dépend de la place occupée par les intermédiaires dans la hiérarchie. Le pouvoir croissant de l'association professionnelle de référence s'exprime à travers sa capacité à dicter des sanctions aux membres qui ne respecteraient pas les bonnes pratiques fondées sur les normes et les standards qu'elle édicte. Cette association s'affiche également comme représentante des intérêts du marché auprès des pouvoirs publics. Une classification hiérarchique ascendante montre que la spécialisation géographique des chefs de file recouvre des phases temporelles parfois différentes et plus nombreuses que celles envisagées dans les phases de développement du marché. Elle met en évidence que nous assistons à une spécialisation géographique des intermédiaires et à une déconcentration de l'activité due à l'arrivée de nouveaux entrants sur le marché.

Les résultats suivants sont propres à la compréhension organisationnelle du marché. Le troisième résultat de notre recherche est d'avoir identifié les causes de son existence en tant qu'organisation. A l'origine de l'organisation-marché, on trouve un objectif commun (la recherche d'un investissement et d'un financement à long terme en eurodevises), la compensation d'une déficience cognitive de ses membres, et la présence de relations contractuelles complexes. Le marché n'est pas qu'un lieu où se nouent et se dénouent des transactions, mais il est également une organisation dans laquelle des membres aux fonctions différenciées interagissent.

Le quatrième résultat de notre recherche réside dans la mise en évidence des formes organisationnelles prises par le marché euro-obligataire au cours des trois phases de son développement. Pendant la période de création et d'organisation, il adopte la forme marché. Puis il passe à une forme firme au sens de certains auteurs, ou à une forme hybride pour Williamson à la deuxième phase d'adaptation aux turbulences monétaires et de taux d'intérêt. Enfin, dans la dernière phase caractérisée par un rôle accru des intermédiaires, il revêt ce que l'on peut appeler une forme firme quel que soit le corpus théorique envisagé.

Le cinquième résultat de notre travail consiste à avoir associé à la forme ultime de l'organisation-marché – la forme firme – un mode de coordination bureaucratique. Cette dernière s'est construite autour de l'expertise des intermédiaires financiers, laquelle repose sur le développement de produits et de techniques innovants. La conjugaison d'un savoir

spécialisé et d'un leadership affirmé de l'association professionnelle sont les fondements du caractère bureaucratique de l'organisation firme.

Le sixième et dernier résultat auquel nous sommes parvenue est relatif aux risques inhérents au mode de coordination bureaucratique pour le marché euro-obligataire. Nous avons mis en évidence deux catégories de risque. La première, liée au comportement des acteurs, se manifeste par des comportements déviants. La seconde, relative aux changements organisationnels, s'illustre par des conflits, des crises, et le développement d'un système de sanctions.

Les résultats de notre recherche relèvent à la fois du registre de la description et de celui de la compréhension du marché euro-obligataire. Les deux premiers résultats obtenus décrivent trois phases d'évolution du marché et la structuration des pratiques. Les quatre résultats suivants permettent de comprendre que le marché est une organisation qui adopte une forme ultime firme. Cette dernière sous-tend un mode de coordination bureaucratique qui présente des risques avérés de comportements déviants, de conflits et de crise. Nos résultats nous conduisent à évaluer la portée de notre recherche.

## Intérêt de la recherche

En contribuant à la description et à la compréhension du marché euro-obligataire, notre recherche revêt à la fois un intérêt pour la recherche appliquée, la théorie et la pratique.

Notre premier apport revient à la recherche appliquée<sup>371</sup> : il est d'avoir actualisé la description de l'étude historique du marché des euro-obligations dans son évolution et ses pratiques, puisqu'aucune étude n'était parue en français sur l'ensemble de ces questions depuis près de vingt ans. Les publications<sup>372</sup> récentes en anglais sur notre terrain de recherche ont pour

---

<sup>371</sup> Par recherche appliquée, nous entendons les investigations visant à identifier les usages de travaux théoriques.

<sup>372</sup> Voir par exemple FABOZZI F. et CHOUDHRY M, 2003, *The handbook of European fixed income securities*, Hoboken N.J. Wiley.

préoccupation principale les techniques mises en œuvre, et pour la plupart, elles laissent de côté la question de l'histoire événementielle du marché qui est évoquée de manière anecdotique<sup>373</sup>. Seul un article<sup>374</sup> relativement récent, s'est intéressé à cette question mais à la différence de notre travail, l'étude du marché est fondée sur une base unique privée détenue par le groupe Euromoney (Bondware Database) et sur une période plus limitée dans le temps (1980-2000) sans appréhender des phases de développement du marché et ses pratiques. La mise en évidence rétrospective de ces périodes revêt un double intérêt. Elle permet en premier lieu de situer le contexte dans lequel les acteurs du marché interviennent, et de comprendre les logiques qui sont alors les leurs. En second lieu, elle entretient une réflexion sur l'évolution du marché des euro-obligations, des pratiques qui alimentent la place, et elle permet d'anticiper certains comportements d'acteurs. Les anticipations demeurent cependant limitées si l'on n'ajoute pas à la description contextuelle un cadre d'analyse compréhensif de ces comportements.

La portée de notre recherche doit aussi se mesurer à l'échelle théorique. Elle s'apprécie d'abord dans le fait de ne plus concevoir le marché euro-obligataire comme un simple lieu de transaction, mais comme une organisation. La théorie transactionnelle s'est évertuée à montrer qu'une organisation est un lieu de transaction mais, paradoxalement, elle ne s'est pas intéressée à montrer qu'un lieu de transaction peut être ou devenir une organisation. S'il est permis de recourir à la théorie des ensembles, la catégorie des lieux de transaction et celle des organisations ne sont pas disjointes, et la deuxième n'est pas un simple sous-ensemble de la première. L'hypothèse d'une intersection est plus probable : le marché étudié ne peut pas être assimilé uniquement à un lieu d'exercice de la rationalité dans le cadre d'une optimisation de contrat. Il regroupe des membres dont la logique répond à des modes d'agir diversifiés.

Le deuxième apport théorique réside dans l'association d'une forme organisationnelle à chaque phase de développement du marché. Du moment où l'on admet qu'un marché est une organisation, on comprend qu'il puisse emprunter successivement différentes formes (hybride ou firme). Celles-ci ne sont donc pas dictées par la finalité organisationnelle, mais bien par la

---

<sup>373</sup> Voir à ce sujet MOORE P., 2001, *Autostrade to the superhighway: the future of the global debt markets*, London, Euromoney books and I.S.M.A., p.3-18.

<sup>374</sup> CLAES A et alii, 2002, *ibidem*.

nature des relations entretenues entre les membres. A leur tour, en revanche, elles peuvent engendrer un déplacement d'objectifs pour l'organisation dans son ensemble. Il n'est pas impossible à un marché de reléguer au second plan les transactions qu'il permet de réaliser pour consacrer ses ressources à l'entretien de relations d'une autre nature : la professionnalisation, l'autorégulation, et l'expertise développées sur le marché euro-obligataire deviennent des fins en soi au détriment de l'objet initial qu'est l'emprunt.

Le troisième apport conceptuel consiste à avoir montré qu'il existait une complémentarité des cadres d'analyse des théories de l'organisation et de l'approche sociologique, en distinguant la forme organisationnelle du mode de coordination. Si les économistes pensent que la forme induit un mode de coordination, les sociologues pour la plupart restent sur le mode de coordination et s'interrogent moins sur la motivation économique d'une forme organisationnelle. Notre travail de recherche établit donc le lien entre les deux approches. Il suscite une interrogation : la caractéristique d'un travail en sciences de gestion n'est-elle pas de permettre de jeter un pont entre deux dimensions de la sorte ? Le recours à cette discipline conduit à envisager l'organisation (entreprise ou marché) comme un lieu de transactions et un espace où il existe un impératif de coordination.

Une typologie du risque bureaucratique constitue le quatrième apport de cette recherche. Nous avons pu identifier que ce dernier était issu du comportement des membres de l'organisation et des changements organisationnels.

Enfin, la contribution conceptuelle de ce travail réside dans la qualification de la bureaucratie étudiée en « bureaucratie d'experts ». Une organisation-marché dans laquelle la détention d'un savoir permet à certains de ses membres d'instaurer de nouvelles pratiques induisant des comportements qui n'ont pas encore été intégrés par les normes peut être dénommée comme telle. La bureaucratie d'experts développée sur le marché euro-obligataire suscite à terme une bureaucratie de punition.

L'intérêt pratique de notre recherche concerne en particulier le régulateur et les entreprises qui cherchent à se financer sur les marchés. Le régulateur doit prendre conscience qu'une organisation autonome s'est instaurée – une sorte d'État dans l'État – et que toute tentative de régulation externe à cette dernière est vouée à un échec à plus ou moins long terme. Le marché est susceptible de contourner des normes externes, notamment par le biais d'innovations qui s'imposent à lui, car il est contrôlé par des normes internes édictées par la profession. « [...] Les pratiques managériales sont également constitutives des attentes de la



Société et ainsi induisent des boucles de rétroaction d'influence récursive »<sup>375</sup>. La bureaucratie professionnelle « court après » les pratiques nouvelles que la régulation externe suscite. Plus l'État ou les institutions supranationales chercheront à contrôler de telles organisations, plus elles renforceront la bureaucratisation professionnelle, une bureaucratisation caractérisée par l'incomplétude ou le retard de sa normalisation face aux pratiques nouvelles. Qu'en déduire si ce n'est que de telles organisations entretiennent une « marge d'incontrôlabilité », un espace suscité par la régulation externe et non encore incorporé dans les dispositions de normalisation interne ? Nous sommes en présence d'entités dont les modes de fonctionnement et de régulation tendent vers l'autarcie. Nous ne sommes pas loin d'une situation que Weber décrivait déjà en son temps à propos des bourses européennes : « [---] les opérateurs professionnels, à la manière d'une corporation, se sont emparés eux-mêmes du commerce, et ils sont les seuls à fixer les usages, c'est-à-dire les conditions selon lesquelles, une fois pour toutes, les transactions seront conclues à la bourse, sans que l'État ou quiconque ait le droit de s'immiscer dans leurs affaires. Ils forment une sorte d'aristocratie de l'argent—du commerce boursier »<sup>376</sup>. A la différence près que nous avons montré que les intermédiaires financiers opéraient dans le cadre d'une organisation bureaucratique, dans laquelle les règles instaurées par la profession dominant, et non pas dans un système de valeurs comme c'est le propre d'une corporation.

L'intérêt de notre recherche pour les entreprises est double. D'une part, on peut se demander si ces dernières peuvent continuer à considérer que le marché financier est un lieu de levée de fonds qui se comporte comme l'idéaltype du marché. Au contraire, le marché euro-obligataire n'est-il pas assimilable aujourd'hui à une boîte noire de fournisseur de fonds ? Les conséquences pratiques de l'existence d'une telle boîte noire ne porteraient-elles pas sur les coûts et les contraintes qu'ils font peser sur le financement ? Par ailleurs, les entreprises se finançant sur ce marché pourraient prendre conscience que la réussite ou l'échec d'une levée

---

<sup>375</sup> BERLAND N. et LOISON M.C., 2008, « Fabricating management practices: —Responsible Care” and corporate social responsibility », *Society and Business Review*, Vol.3, Issue 1, p. 52.

<sup>376</sup> WEBER M., 2010, *La Bourse*, Paris Éditions Allia, p.63, première traduction française, texte original publié en 1894 in Göttingen Arbeiterbibliothek.

de fonds dépend non seulement de l'attractivité du titre, mais aussi d'un processus bureaucratique. Une recherche future examinant des émissions spécifiques permettrait d'apporter des éléments de réponse à ces questions. Enfin, les entreprises se placent dans une relation de dépendance à des fournisseurs de fonds, dépendance induite par la détention des compétences et par une forme d'opacité du marché. Leur politique de financement doit intégrer, au même titre que l'évolution de la conjoncture et que la politique économique des États, une nouvelle contrainte : l'évolution de l'organisation-marché sur lequel elles se procurent des capitaux. L'entreprise ne devrait-elle pas appréhender, dans son processus de financement, un marché financier comme le marché euro-obligataire en tant qu'organisation institutionnalisée ?

Notre travail de recherche présente également des limites qu'il convient d'examiner.

## Limites de la recherche

La première des limites de notre recherche est inhérente à nos données statistiques. Tout d'abord, les statistiques issues de la B.R.I. caractérisant le marché de 1998 à 2008 comme l'origine géographiques des emprunteurs, leur nature, les monnaies de dénomination des emprunts, les types de taux utilisés, ne relèvent pas du même ensemble homogène que les données de l'O.C.D.E. traitant des années 1963 à 1997. Les données de la B.R.I. recouvrent un ensemble plus large, car elles intègrent sans les dissocier les observations du marché des obligations étrangères à celles des euro-obligations. L'O.C.D.E. pratique cette distinction. Cette dernière cesse toutes publications statistiques concernant le marché euro-obligataire au delà de l'année 1997 et nous avons dû nous tourner vers d'autres sources. Comme nous l'avons précisé en introduction, nous avons été amenée à retenir les statistiques de la B.R.I. qui, si elles ne sont pas totalement en adéquation avec notre objet de recherche (*i.e.* une recherche uniquement dédiée au marché euro-obligataire), nous permettent de concilier un code de déontologie reposant notamment sur une méthodologie explicite et disponible ainsi que sur la fiabilité des données offertes par cette source. Ce choix pose tout de même la question de la cohérence de notre base de données sur les onze dernières années d'observations et constitue une première limite à notre recherche. La cohérence des données entre des sources qui procurent des informations différentes suscite quelques interrogations

sur les principes de collecte de données. Les informations liées aux activités des intermédiaires financiers proviennent d'une base de données privée, SDC Platinum, qui recense les euro-émissions en se fondant sur les déclarations des banques. Le volume d'émissions global annuel indiqué par cette base ne correspond pas à celui de l'O.C.D.E. ou de la B.R.I., qui récupèrent principalement ses données sur la base des déclarations faites par les banques auprès de leur Banque Centrale. Si cette hétérogénéité n'a pas suscité directement de problèmes pour la conduite de notre recherche, elle interpelle sur le degré de cohérence des données entre elles. L'appréhension quantitative de la globalité du marché s'est donc effectuée de manière partielle au regard de l'homogénéité des informations statistiques disponibles. Ce dernier point caractérise la deuxième limite de notre recherche.

Une troisième limite a trait à la confidentialité de nombreuses données sur le marché des euro-obligations. Les informations disponibles sur les investisseurs restent générales, et ne permettent pas d'identifier leur origine géographique ou leur nature. Cette catégorie de membres de l'organisation n'a donc pas fait l'objet d'une étude directe. Elle a été approchée par le biais de la fiscalité, et des dispositions de protection mises en place par les professionnels du marché. De la même manière, il n'a pas été possible d'analyser une émission particulière, tant certaines informations (comme par exemple le niveau des commissions, leur répartition ou parfois les noms des investisseurs) semblaient constituer des obstacles à toute divulgation d'un dossier d'émission. Nos interlocuteurs professionnels ont préféré nous orienter vers les normes et les standards édictés par l'I.C.M.A. Les pratiques sont envisagées dans leurs grands principes sur la base du manuel de référence publié par l'association professionnelle, d'articles de la presse financière et d'ouvrages spécialisés, sans que nous puissions nous appuyer sur des exemples précis et dresser par exemple une typologie des pratiques par compartiment monétaire. Les difficultés de collecte de données confidentielles ont introduit un biais dans notre étude des investisseurs et des pratiques. Ce biais est la troisième limite de notre recherche. Notre travail suscite aussi des perspectives de recherche centrées sur l'institutionnalisation du marché, l'impact de crises financière sur un marché bureaucratique et l'extension de la globalisation bureaucratique.

## Perspectives de recherche

En somme, que ce soit pour l'État régulateur ou l'entreprise, le marché peut se définir comme une contrainte, « [...] une séquence d'activités standardisées qui ont des raisons tenues pour acquises [...] au double sens de ce qu'elles sont à la fois traitées comme des parties relativement fixe d'un environnement social et expliquées comme des éléments fonctionnels de cet environnement »<sup>377</sup>. Un prolongement futur de notre travail de recherche portant sur l'institutionnalisation du marché nous permettrait de caractériser les liens entre une organisation bureaucratique et, d'une part ses potentiels régulateurs, d'autre part les entreprises. En effet, le marché euro-obligataire n'a-t-il pas avant l'heure adopté les principales caractéristiques actuelles des marchés financiers ? Dès ses premières années de développement, il est globalisé, indépendant du contrôle direct des États, et les intermédiaires financiers forgent progressivement des normes et des standards. Il est en un sens précurseur des tendances actuelles. Plus généralement, cette recherche future pourrait nous aider à comprendre les difficultés auxquelles sont confrontés les États dans leur tentative de régulation des marchés financiers. La dérégulation des marchés financiers n'a-t-il pas eu comme effet pervers d'initier une dialectique entre dérégulation étatique et régulation du marché par le marché ? Ce mouvement n'a pas abouti à une concurrence débridée sur les marchés financiers mais n'aurait-il pas fait émerger le marché comme une institution qui impose ses règles et ses standards à ses parties prenantes, c'est-à-dire l'État et les entreprises ? Par ailleurs, la « marge d'incontrôlabilité » évoquée plus haut n'est-elle pas aujourd'hui irréversiblement présente ? La libéralisation des marchés n'entraîne-t-elle pas l'apparition d'une organisation bureaucratique dont l'efficacité demeurera de ce fait systématiquement incomplète ?

Il semblerait que l'institutionnalisation probable du marché a permis la coexistence de deux institutions : l'État *et* le marché. Pour autant, « le marché est-il une institution ? C'est bien le cas au sens canonique de l'institution quand on pense au marché comme « marché régulateur », mais est-ce le cas quand on considère le marché comme forme sociale ? »<sup>378</sup>. Les difficultés actuelles des institutions étatiques pour revenir à une régulation s'expliquent sans doute par ce que les marchés ne sont pas perçus comme des institutions mais comme de

---

<sup>377</sup> ROJOT J., *ibidem*, p.429.

<sup>378</sup> PESQUEUX Y, 2007, *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF, p.115.

simples lieux de transaction. La décision récente d'interdire les ventes à découvert en Allemagne ou les préoccupations actuelles de l'A.M.F. sur les « abus de marché » en témoignent.

Une autre piste de recherche consiste à s'intéresser à l'impact de la crise financière récente pour étudier comment une organisation bureaucratique peut réagir en pareil cas. Nous pourrions analyser les capacités d'adaptation d'une bureaucratie à un changement brutal. Nous serions alors amenée à déterminer si une crise provoque une modification des normes et des standards, ou si le marché reste au contraire prisonnier de ses processus bureaucratiques. La dimension professionnelle du phénomène étudiée demeure à explorer.

Un accord a été signé le 22 juin 2010 entre l'I.C.M.A. et le N.A.F.M.I.I. (*National Association of Financial Market Institutional Investors*), l'association chinoise d'autorégulation sur les marchés de gré à gré. Tout comme son homologue européen, l'I.C.M.A., la N.A.F.M.I.I. s'est donné pour mission d'assurer une autodiscipline du marché, de promouvoir les innovations financières et d'édicter des règles et des standards applicables à tous ses membres. L'accord en question vise à harmoniser les pratiques entre les deux marchés et à partager une expertise professionnelle. Cette convention témoigne de l'extension de la globalisation bureaucratique. Une recherche future permettrait d'en évaluer les conséquences.





## Bibliographie

- ADLER P.S. et BORYS B., 1996, « Two Types of Bureaucracy: Enabling and Coercive », *Administrative Science Quarterly*, 41, p.61-89.
- ALCHIAN A. et DEMSETZ H., 1972, « Production, information costs, and economic organization », *American Economic Review*, Vol. 62, p.777-795.
- ANDERSON T., 1981, « The growing war between Cedel and Euro-Clear », *Euromoney*, p.35-42.
- ANTONELLI C., 1986, « Structural impacts of telematics on automobile and textile and clothing industry », *Rapport FAST*, Com51/OSPRI, juillet, p.1-27.
- ARROW K., 1969, « The organization of economic activity: Issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation », in *The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: the PPB System*, vol. 1. Joint Economic Committee, 91<sup>st</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Session. Washington D.C.:U.S. Government Printing Office, p.47-64.
- ARRUNADA B., GONZALEZ M. and LOPEZ B., 1996, « The Role of Competition in Controlling Team Production: The Case of Fishing Industry W.P. », University Pompeu Fabra, Barcelona, p.1-39.
- ATTALI J., 1986, *Un homme d'influence Sir Siegmund G. Warburg 1902-1982*, Paris, Le Livre de Poche.
- BANDURA A., 1977, « Self-Efficacy: Toward a Unifying theory of behavioral change », *Psychological Review*, 54, p.191-215.
- BARNARD C.I., 1968, *The functions of executive*, 30th anniversary ed., Cambridge, Harvard.
- BATESON G., 1984, *La Nature et la Pensée*, Ed. du Seuil.
- BATESON G., 1971, *La Cérémonie du Naven*, Ed. de Minuit.
- BATTEN J., ELLIS C., HOGAN W., 2002, « Scaling the volatility of credit spreads: Evidence from Australian dollar Eurobonds », *International Review of Financial Analysis*, vol.11, p.331-344.
- BEAUMIER J., 1988, *La galaxie Paribas*, Paris, Plon.
- BEKERMAN G., 1981, *Les euro-dollars*, Paris, Que sais-je ?
- BEKERMAN G., 1977, « Le marché euro- obligataire », *Revue Banque*, n °362, mai, p. 541.
- BERLAND N. et LOISON M.C., 2008, « Fabricating management practices: –Responsible Care” and corporate social responsibility », *Society and Business Review*, Vol.3, Issue 1, p.41-56.
- BIENAYME A., 1986, « Compte-rendu de l’ouvrage de O. Williamson : The Economic Institution of Capitalism », Ed. Free Press, 1985, *Analyses de la Sedeis*, n°51.
- BIRCH A.H., « Economic Models in Political Science : The Case of Exit, Voice and Loyalty », *Journal of Political Science*, 5 jan., p.65-82.
- BIS, 2003, « Guide to the international financial statistics », *Papers*, n°14, February, p.1-51.



- BIS, 1997, « Appendix: What is left of the traditional distinction between eurobonds, foreign bonds and domestic bonds? », « International Banking and Financial Market Developments », *Papers*, February 1997, p.21-25.
- BITO C. et FONTAINE P., 1989, *Les marchés financiers internationaux*, Paris, P.U.F., Que sais-je ?
- BLAU P.M., HEYDEBRAND W.V., STAUFFER R.E., 1966, « The Structure of Small Bureaucracies », *American Sociological review*, XXXI, April, p.179-191.
- BLAU P.M. et SCOTT R.S., 1962, *Formal Organizations*, San Francisco, Scott, Foreman.
- BLAU P.M., 1957, « Formal Organization: Dimensions of Analysis », *The American Journal of Sociology*, vol.63, n°1, p.58-69.
- BLAU P.M., 1955, *The Dynamics of Bureaucracy*, University Chicago Press.
- BLOCH M., 1949, *Apologie pour l'histoire ou métier d'historien*, Cahier des Annales 3, Paris, Armand Colin.
- BOISOT M., 1994, *Information and organizations*, Harper Collins Publishers.
- BOLUSSET Y., 1981, « Euro Clear et Cedel : deux organismes de clearing internationaux », *La Revue Banque*, n° 404, mars 1981, p. 313-319.
- BOUQUIN H., 2004, *Le contrôle de gestion*, Paris, PUF.
- BOWEN D.E. and LAWLER E.E. , 1992, « The empowerment of service workers : What, why, how and when », *Sloan Management Review*, 33 (3), p. 31-40.
- BRADY S., 1992, « Eurobond Market Gets Trigger Happy », *Euromoney*, Mars, p.35.
- BRAUDEL F., 1979, *Civilisation matérielle, Economie et Capitalisme*, Paris, Armand Colin, t.3.
- BRAUDEL F., 1949, *La méditerranée et le monde méditerranéen à l'époque de Philippe II*, Paris, Armand Colin, rééd 1976, t.2.
- BUCKLEY A., 2004, *Multinational Finance*, Financial Times, Prentice-Hall.
- BURAWOY M., 1982, « The Written and the Repressed in Gouldner's Industrial Sociology », *Theory and Society*, 11, p.831-51.
- BURKE K., 1935, *Permanence and Change*, New York, New Republic.
- CHANDLER A.D. Jr., 1989, *Stratégies et structures de L'entreprise*, Paris, Organisation.
- CHANDLER A.D., 1977, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge Mass., Harvard University Press.
- CHAPLINSKY S. et RAMCHAND L., 2004, « The impact of SEC Rule 144A on Corporate Debt Issuance by International Firms », *Journal of Business*, vol.77 n°4, p.1073-1097.
- CHARREAUX G., 1999, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, sous la direction de G. Koenig, Economica, p.61-141.
- CHOUDHRY M., 2004, *Corporate bonds and structured financial products*, Elsevier Finance
- CHOUDHRY M., 2001, *The Bond and Money Markets: strategy; trading, analysis*, Butterworth-Heinemann.

- CLAES A., CEUSTER (De) M.J.K. and POLFLIET R., 2002, « Anatomy of The Eurobond Market: 1980-2000 », *European Financial Management*, Vol.8, n°3, p.373-386.
- CLAWSON D., 1980, *Bureaucracy and the Labor Process*, New York, Monthly Review Press.
- COASE R.H., 1997, *La firme, le marché et le droit*, Paris, Diderot Editeur.
- COASE R.H., 1992, « The Institutional Structure of Production », *American Economic Review*, vol.82, n°4, p.713-719.
- COASE R.H., 1937, « The Nature of Firm », *Economica*, New Series, vol.16.
- COMMONS J.R., 1934, *Institutional Economics*, Madison, University of Wisconsin Press.
- COMMONS J.R., 1924, *Legal Foundations of Capitalism*, New York, Macmillan.
- COOPER R.N., 1965, « The Interest Equalization Tax :An Experiment in the Separation of Capital Markets », *FINANZARCHIV Neue Folge*, Band 24, Heft 3, Dezember, p 447-471.
- COTTA A., 1979, *Réflexions sur la grande transition*, Paris, P.U.F.
- COTTA A., 1969, *Les choix économiques de la grande entreprise*, Paris, Dunod.
- COURCHENE. T. in MC RAE J. and DESBOIS M., 1988, *Traded and non Traded Services*, The Institute For Research on Public Policy
- CRABBE, 2005, « Medium-Term Notes », in F.J. FABOZZI, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 7<sup>th</sup> edition, New-York, McGraw-Hill, p.339-350.
- CROCHAT M., 1969, *Le marché des eurodevises*, Paris, Les Editions de l'Épargne.
- CROZIER M., 1963, *Le phénomène bureaucratique*, Paris, Éditions du Seuil.
- DE BECKKER R., 1984, « An History of the Eurobond market: the first 21 years », *Euromoney*, Londres.
- DEMING W.E., 1986, *Out of the Crisis*, Cambridge, MA., MIT Center for Advanced Engineering Study.
- DUFLOUX C. et KARLIN M., 1987, « Une innovation financière internationale récente : les "bull and bear bonds" », *La Revue Banque*, n°475, septembre 1987, p. 824-830.
- DUFLOUX C. et KARLIN M., 1987, « Le marché financier international : innovations, risques et réflexions », *La Revue Banque*, n°473, juin 1987, p.591-595.
- DUFLOUX C., 1984, « De nouvelles euro-obligations pour attirer les investisseurs », *La Revue Banque*, n°435, Janvier, p.50-71.
- DUFLOUX C., 1983, « L'imagination créatrice des banquiers sur le marché euro-obligataire », *La Revue Banque*, n°425, p.915-919.
- DUFLOUX C., 1983, « L'innovation au service des emprunteurs », *La Revue Banque*, n°425, février, n°425, p.170-185.
- DUFLOUX C., 1980, « Crise actuelle et innovations récentes sur le marché financier international », *La Revue Banque*, n° 395, mai, p.618-624.
- DURKHEIM E., 1893, *De la division du travail social*, PUF, Paris, 2004.
- EINZIG P., SCOTT QUINN B. S., 1977, *The eurodollar system*, London, Macmillan, 6 th edition.

- EINZIG P., 1969, *The Euro-Bond Market*, London, Macmillan.
- EISENHARDT K., 1989, « Building Theories from Case Study Research », *The Academy of Management Review*, vol.14, n°4, October, p.532-550.
- EVANS G., 1989, « Is Trax off the rails ? », *Euromoney*, août, p.9-11.
- ESHO N., KOLLO M. and SHARPE I., 2006, «Eurobond Underwriter Spreads», *Accounting and Finance*, vol.46, March, p.71-95.
- EVERAERE C., 1993, « Des coûts au investissements de transaction. Pour un renversement de la théorie de Williamson », *Revue Française d'Economie*, vol n°8, n°3, p.149-203.
- EVRARD Y., PRAS B., ROUX E., 2003, *MARKET : Etudes et recherches en marketing*, Paris, 3 ème éd., Dunod.
- FABOZZI F., DRAKE P., POLIMENI R., 2007, *The complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability*, John Wiley and Sons.
- FABOZZI F. and CHOUDHRY M., 2003, *The Hanbook of European Fixed Income Securities*, John Wiley and Sons.
- FABOZZI F., 2000, *The Hanbook of Fixed Income Securities*, MC Graw-Hill Professional.
- FIOL M., 2005, « Herbert A. Simon : faits et valeurs en contrôle de gestion », in BOUQUIN H., 2005, *Les grands auteurs en contrôle de gestion*, Paris, EMS Mangement et Société, p.237-251.
- FISCHER III F.G., 1988 *Eurobonds*, London, Euromoney Publications.
- FISHER III F. G., 1982, *International Bonds*, London, Euromoney Publications.
- FISHER III F.G., 1979, *The Eurodollar Bond Market*, Euromoney Publications.
- FOLLETT M.P, 1932, « The Process of Control », in Gulick L.H and Urwick L.F., eds, 1937, *Papers on the Science of Administration*, New York, Institute of Public Administration, Columbia University.
- GABRIE H., JACQUIER J.L., 1994, *La Théorie Moderne de l'Entreprise*, Paris, Economica.
- GALAMBOS L., 1975, *The Public Image of Big Business in America 1880-1940*, Baltimore, John Hopkins University Press.
- GALBRAITH J. K., 1992, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Éditions du Seuil.
- GALLANT P., 1992, *The Eurobond market*, 2<sup>nd</sup> ed., Cambridge, Woodhead Faulkner.
- GIROUX N., 1990, *Le retournement stratégique : le cas de la carte Visa-Desjardins*, thèse de doctorat en Administration, Université du Québec à Montréal, mars.
- GOULDNER A.W., 1961, « The norm of reciprocity », *American Sociological Review*, 25, p.161-179.
- GOULDNER A. W, 1955, « Methaphysical pathos and the theory of bureaucracy », *American Political Science Review*, 49, p. 496-507.
- GOULDNER A.W., 1954, *Patterns of Industrial Bureaucracy*, Glencoe, III, Free Press.
- GOULDNER A.W., 1954, *Wildcat Strike*, Antioch Press.
- HAIR J.E. , ANDERSON R.E. , THATAM R.L. , BLACK W. C. ,1998, *Multivariate Data Analysis*, 5 ed, Prentice Hall.

- HALL R. H., 1968, « Professionalization and Bureaucratization », *American Sociological Review*, vol 33, n°1, february., p.92-104.
- HARRIS S., & SUTTON R., 1986, « Functions of parting ceremonies in dying organizations », *Academy of Management Journal*, 29, p.5-30.
- HIRSCHMANN A.O, 1972, *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge Mass., Harvard University Press.
- HLADY-RISPAL, 2002, *La méthode des cas : application à la recherche en gestion*, De Boeck Université.
- HOWELLS P. et BAIN K., 2008, *The economics of money, banking and finance*, Pearson.
- HUDSON R., COLLEY A., LARGAN M., 2000, *The Capital Markets and Financial Management in Banking*, Lessons Professional Publishing.
- HUME D., 1740, *A Treatise of Human Nature*, D.F. and M.J. Norton (eds.), 2000.
- I.C.M.A., 2005, *I.P.M.A. Handbook : Recommendations, Standard Documentation, Guidance Notes*.
- JACQUEMONT A., 1976, *L'émission des emprunts euro-obligataires*, Paris, Librairies techniques.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H., 1979., « Rights and Production Functions : An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination », *Journal of Business*, Vol. 52, N° 4, 1979, p.469-506.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H., 1976, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Vol.3, n°4, p.305-360.
- JOFFRE P., 1999, « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à a fin du XX<sup>e</sup> siècle » in KOENIG G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Paris, Economica, p.143-170.
- JOFFRE P., 1987, « L'économie des coûts de transaction » in CHARREAUX, G., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Paris, Economica, p.79-102.
- JOHNSON R.S., 2004, *Bond Evaluation, Selection and Management*, Blackwell Publishing
- KAHN P., 1973, « Lex mercatoria et euro-obligations », *Law and International Trade*, Festschrift Für Clive M. Schmitthoff, Athenäum Verlag, p.215-241.
- KALDOR N., 1934, « The Equilibrium of the Firm », *Economic Journal*, 44, mars, p.60-76.
- KANT E., 1781, *Critique de la raison pure*, Quadrige Grands textes, PUF.
- KAPLAN J.J. et SCHLEIMINGER G., 1989, *The European Payments Union : financial diplomacy in the 1950's*, New-York, Oxford University Press.
- KATZ E., EISENSTADT S.N., 1960, « Some Sociological Observations on the Response of Israeli Organizations to New Immigrants », *Administrative Science Quarterly*, 5, p.113-133.
- KERR I.M, 1984, *A history of the Eurobond Market: the first 21 years*, London, Euromoney Publications.
- KIM Y.C., STULZ R., 1988, « The Eurobond Market and Corporate Financial Policy: A Test of The Clientele Hypothesis », *Journal of Financial Economics*, p.189-205.

- KLEIN B., CRAWFORD R.A., ALCHIAN A.A., 1978, « Vertical Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process », *Journal of Law and Economics*, vol. 21, p.297-326.
- KNIGHT F.H., 1933, *Risk, Uncertainty and Profit*, London School of Economics Series of Reprints, n°16.
- KNOEBER C., 1989, « A Real Game of Chicken: Contracts, Tournaments and the Production of Broilers », *Journal of Law, Economics and Organization*, p.271-292.
- KOENIG G., 1993, « Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles », *Revue de Gestion des Ressources humaines*, n°9, novembre, p.4-17.
- KUMPE T., BOLWIJN P. T., 1988, « Manufacturing : The New Case for Vertical Integration », *Harvard Business Review*, mars-avril, p.75-81.
- KWAW E., 1996, *The Law & Practice of Offshore Banking & Finance*, Greenwood Publishing Group.
- LA BRUSLERIE (de) H., 1990, *Gestion obligataire internationale : marchés et actifs financiers*, tome 1, Paris, Economica.
- LA BRUSLERIE (de) H., 1984, *Euro-Obligations et Marché International des Capitaux*, Paris, Clet.
- LA BRUSLERIE (de) H., 1982, *Le marché secondaire euro-obligataire et la gestion des titres à revenu fixe*, Thèse d'état, Université Paris IX Dauphine.
- LAWLER E. E., III, MOHRMAN S.A., LEDFORD G.E. Jr., 1995, *Creating High Performance Organizations*, San Francisco, Jossey Bass.
- LAWRENCE P.R. and LORSCH J.W., 1967, *Organization and environment: managing differentiation and integration*, Harvard Business School.
- LEMARCHAND Y., NIKITIN M., 1999, « Vingt ans d'histoire de la comptabilité », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, mai, p.123-135.
- LERBET G ; 1993, *Approche systémique et production de savoir*, Paris, l'Harmattan.
- LEROUX F., 1988, *Marchés internationaux de capitaux*, Paris, Éditions ESKA.
- LEROUX F. et ALBOUY M., 1982, « Les paniers monétaires optimaux et la réduction du risque de change », *Finance*, Octobre, Vol 3, n° 2 et n°2-3, p.241-257.
- LEVITT B. et MARCH J.G., 1990, « Chester I. Barnard and the Intelligence of Learning », in LEWIN K., 1996, « Economics and psychology: Lessons for our own day from the early twentieth century », *Journal of Economic Literature*, XXXIV, p.1293-1323.
- MACNEIL I.R., 2000, « Contracting Worlds and Essential Contract Theory », *Social and Legal Studies*, 9, p.431-437.
- MACNEIL I.R., 1978, « Contracts: adjustments of long-term economic relations under classical, neoclassical and relational contract law », *Northwestern University Law Review*, 72, p. 854-906.
- MACNEIL I.R., 1974, « The many futures of contracts », *Southern California Law Review*, 47 (May), p. 691-816.
- MALONE T., YATES J., BENJAMIN B., 1987, « Electronic markets and electronic hierarchies », *Communications of the ACM*, vol.30, n°6, june.

- MANZONI K., 2002, « Modeling credit spreads: An application to the Sterling Eurobond Market », *International Review of Financial Analysis*, vol.11, p.183-218.
- MARCH J. et SIMON H.A., 1958, *Organizations*, New York, John Wiley & Sons.
- MARR W.M., TRIMBLE J.L., 1993, « Eurobond Financing Bargains and the Clientele Hypothesis », *Journal of Business Research*, vol.27, p.201-214.
- MARSCHAK J., 1949, « Role of Liquidity under Complete and Incomplete Information », *Papers and Proceedings, American Economic Review*, Vol.39, p.182-195.
- MAZAUD J.F et MENZIES A., 2006, « Chapter 4 The bond markets :focus on senior Bonds, EMTNs, hybrids and high yield », in RHODES T., *Euromoney Encyclopedia of Debt Finance*, London, Euromoney Publications.
- MC DONOUGH E.F, III, and LEIFER R., 1983, « Using simultaneous structures to cope with uncertainty », *Academy of Management Journal*, 26, p.727-735.
- MEADE J.E., 1972, « The theory of labour-managed firms and of profit sharing », *Economic Journal*, n°82, Ithaca, New York, Cornell University Press, p.402-428.
- MELNIK A. et NISSIM D., 2006, « Issue Costs on the Eurobond Market: The Effects of Market Integration », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, p.157-177.
- MELNIK A. et NISSIM D., 2003, « Debt Issue Costs and Issue Characteristics in the Market for U.S Dollar Denominated International Bonds », *European Finance Review*, vol.7, p.277-296.
- MENARD C., 1997, « Le pilotage des formes organisationnelles hybrides », *Revue économique*, vol.48, n°3, mai, p.741-750.
- MENARD C., 1996, « On Clusters, Hybrids, and Other Strange Forms. The case of the French Poultry Industry », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, p.154-183.
- MERRILL LYNCH GLOBAL FIXED INCOME RESEARCH TEAM, « Size and structure of the World Bond Market », April 2002.
- MERTON R.K., 1940, « Bureaucratic Structure and Personality », *Social Forces*, Vol.18, n°4, p.560-568.
- METAIS J., 1979, « Le système international privé dans le déséquilibre monétaire international depuis 1974 », *Revue Économique*, vol.30, n°6, Novembre, p.1017-1066.
- MEYER J.W. and ROWAN B., 1977, « Institutionalized organizations: Formal structures as myth and ceremony », *American Journal of Sociology*, 83, p.340-363.
- MICHALET C. A., 1972, *Le marché des euro-obligations : un marché financier transnational*, in « Les Euro-obligations, Eurobonds », Travaux du Centre de Recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, Volume 1, Université de Dijon, Institut des Relations Internationales, Librairies Techniques, Paris.
- MICHEL R. 1971, *Les Partis Politiques*, Paris, Flammarion.
- MILES M.B., HUBERMAN A.M., 1984, *Qualitative data analysis-a source book of new methods*, Sage.
- MINTZBERG H. & MCHUGH A., 1985, « Strategy formation in an adhocracy », *Administrative Science Quarterly*, 30, p.160-197.

- MINTZBERG H., 1979, *The Structuring of Organizations*, Engelwood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall.
- MONGIN P., 1984, « Modèle rationnel ou modèle économique de la rationalité », *Revue Économique*, vol.35, n°1, janvier, p.9-64.
- MONTAGNA P.D., 1968, « Professionalization and Bureaucratization in Large Professional Organizations », *The American Journal of Sociology*, Vol.74, n°2, September, p.138-145.
- MOORE P., 2001, *Autostrade to the superhighway: the future of the global debt markets*, London, Euromoney books and I.S.M.A.
- MORTON M.S.S., 1991, *The Corporation of the 90s*, New York, Oxford University Press.
- MURPHY A., 2003, « An empirical analysis of the structure of credit risk premiums in the Eurobond market », *Journal of International Money and Finance*, vol.22, p.865-885.
- NORTH D.C., 1994, « Economic Performance Through Time », *American Economic Review*, vol.84, N°3, p.359-368.
- O.E.C.D., *International Financials Statistics Compendium: 1963-1997*.
- O'MALLEY C., 2007, « Eurobond Market Standardisation : The I.P.M.A. experience », 18 May, ICMA Presentation.
- OSBORN N., 1989, « The Unspoken Question: Eurobond Market, Is This Goodbye? », *Euromoney*, Septembre, p.38-43.
- OUCHI W.G., 1980, « Markets, Bureaucracies and Clans », *Administrative Science Quarterly*, Vol.25, n°1, March, p.129-141.
- PARK Y. S., 1974, *The Euro-Bond Market: Function and Structure*, New York: Praeger Publishers.
- PARSONS T., 1951, *The Social System*, Free Press.
- PARSONS T., 1947, « Introduction », in WEBER M., *The Theory of Social and Economic Organization*, 1947, A.M. Henderson and T. Parsons (trans.) and T. Parsons (ed.), Glencoe, III, Free Press and Falcon's Wing Press.
- PASCALLON P., 1989, *Le système monétaire international : théorie et réalité*, Paris, Éditions de l'Épargne.
- PESQUEUX Y., 2007, *Gouvernance et privatisation*, Paris, PUF
- PESQUEUX Y., 2002, *Organisations : modèles et représentations*, Paris, PUF.
- PETERSON M., DYER G., SHALE T., CURRIE A., *Remember this?*, Euromoney, June 1999, p.82-85.
- PIERCE C., 1931-1935, *Collected Papers edited by Charles Hartshome and Paul Weiss*, vol. V *Pragmatism and Pragmaticism*, Cambridge.
- PORTER G., LIVESAY H.C., 1971, *Merchants and Manufacturers: Studies in the Changing Structure of Nineteenth Century Marketing*, Baltimore, John Hopkins Press.
- QUINN B. S., 1976, *The new euromarkets*, London, Mac Millan.
- RICOEUR P., 1955, *Histoire et Vérité*, Paris, Le Seuil.

- ROBINSON A., 1934, « The problem of Management and the Size of Firms », *Economic Journal*, 44, june, p.242-257.
- ROBINSON J., 1932, *Economics is a Serious Subject*, Cambridge England, W. Heffer & Sons.
- ROJOT J., 2003, *Théorie des organisations*, ESKA, Paris.
- ROSA. J.J., 1983, *Le Rapport Rosa, Volume 1 : La macro-économie et l'Etat*, Paris, Bonnel, p.95-103.
- ROUSSEAU D.M., 1978, « Characteristics of departments, positions and individuals : Contexts for attitudes and behavior », *Administrative Science Quarterly*, 23, p.521-540.
- RUSHING W.A. ,1966, « Organizational Size and Administration : The Problems of Causal Homogeneity and a Heterogeneous Category », *Pacific Sociological Review*, IX, Fall, p.100-108.
- SANTOS J. et TSATSARONIS K., 2006, « The Costs of Barriers to Entry: Evidence from the Market For Corporate Eurobond Underwriting », *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliarios*, Edicao Especial, 15 Aniversario, p.35-63.
- SAUSSURE (de) F., 1966, *Cours de Linguistique générale*, Paris, Payot.
- SCHWARTZ H.,2002, « Herbert Simon and behavioral economics », *Journal of Socio-Economics*, Vol. 31, p.181-189.
- SCOTT W.R., 1990, « Symbols and Organisations:From Barnard to the Institutionalists », in WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press, p.38-55.
- SCOTT W.R., 1987, *Organizations: Rational, Natural and Open Systems*, 2d ed., Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall.
- SCOTT R.W., 1966, « Professionals in Bureaucracies-Areas of Conflict » in VOLLMER H.M. & MILLS D.L., 1966, *Professionalization*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, p.265-275.
- SCOTT W.R., 1965, « Reactions to Supervision in a Heteronomous Professional Organization », *Administrative Science Quarterly*, Vol.10, june, p.65-81.
- SELZNICK P., 1949, *TVA and the Grass Roots*, Berkeley University of California Press.
- SELZNICK P.,1948, « Foundations of the Theory of Organizations », *American Sociological Review*, vol.13, p.25-35.
- SIMON H.A., 1982, *Models of bounded rationality: Behavioral economics and business organization (Vol. 1 et 2)*, The MIT Press.
- SIMON H.A., 1978, « Rationality as process and as product of thought », *American Economic Review*, Vol.68, p.1-16.
- SIMON H.A., 1978, « Rational Decision-making in Business Organizations », Nobel Memorial Lecture, 8 décembre.
- SIMON H.A., 1962, « The architecture of complexity », *Proceedings of the American Philosophical Society*, vol.6, 106, p.467-482.



- SIMON H.A., 1957, *Administrative behaviour*, 2d ed., New York, Macmillan.
- SIMON H.A., 1957, *Models of Man*, New York, John Wiley & Sons.
- SIMON H.A., 1956, « Rational choice and the structure of the environment », *Psychological Review*, 63, p.129-138.
- SIMON H.A., 1955, « A Behavioral Model of Rational Choice », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 69, n°1, p.99-118.
- SIMON H.A., 1951, « A Formal Theory of the Employment Relationship », *Econometrica*, Vol 19, N°3, p.293-305.
- SIMON H.A., SMITHSBURG D.W., THOMPSON V.A., 1950, *Public Administration*, New York, Knopf.
- SIMON Y., 1993, *Techniques financières internationales*, Paris, Economica, 5ème ed.
- SKINNER B. F., 1931, « The concept of the reflex in the description of behavior », *Journal of General Psychology*, 5, p.427-458.
- SMITH R.C. et WALTER I., 1997, *Global Banking*, Oxford University Press.
- SOULIÉ D., 1992, *Analyse économique et stratégie d'entreprise*, Paris, Edicef/Aupelf.
- STAKE R., 1995, *The Art of Case Study Research*, Sage Publications.
- STEWART D.W., 1989, « Barnard as a Framework for Authority and Control », *Public Productivity Review*, Vol.12, N.4, p.413-422.
- STIGLER G.J., 1968, *The Organization of Industry*, Homewood, III.
- STRAUSS G., 1963, « Professionalism and Occupation Associations », *Industrial Relations*, II, n°3, may, p.7-31.
- TERRY B.J., 1997, *The international handbook of corporate finance*, Fitzroy Dearborn Publishers.
- TRIFFIN R., 1957, *Europe and the money muddle*, London, Oxford University Press.
- VAN DEN BOOGAERDE P., 1984, « The private SDR : an assessment of its Risk and Return », *I.M.F. Staff Papers*, Vol 31, n°1, mars.
- VANEK J., 1970, *The General Theory of Labor-managed Market Economics*, Ithaca, New York, Cornell University Press.
- VEBLEN T., 2006 [1914], *The Instinct of Workmanship and the State of the Industrial Arts*, New York, Cosimo Classics.
- VEYNE P., 1971, *Comment on écrit l'histoire*, Paris, Editions du Seuil.
- VOLLMER H.M. & MILLS D.L., 1966, *Professionalization*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall.
- WEBER M., 2010, *La Bourse*, Paris Éditions Allia, p.63, première traduction française, texte original publié en 1894 in Göttingen Arbeiterbibliothek.
- WEBER M., 1995, *Économie et société*, Agora Pocket, traduction de la 1<sup>ère</sup> édition de 1925.
- WILENSKY H. L., 1964, « The professionalization of everyone ? », *American Journal of Sociology*, Vol.LXX, September, p.137-158.
- WILLIAMSON O.E., 1994, *Les institutions de l'économie*, éd. InterEditions.

- WILLIAMSON O.E., 1991, « Comparative Economic Organization : The Analysis of Discrete Structural Alternatives », *Administrative Science Quarterly*, Vol.36, n°2, p.269-296.
- WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory : From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press.
- WILLIAMSON O.E., 1990, *Organization Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, New York, Oxford University Press.
- WILLIAMSON O.E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York, 1985.
- WILLIAMSON O.E., 1975, *Markets and Hierarchies :Analysis and Antitrust Implications*, New York, Free Press.
- WILLIAMSON O.E., 1971, « The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations », *American Economic Review*, Vol. 61, n°2, p.112-123.
- WOLFF S., 1996, « Evolution et stabilité des accords interentreprises dans les technologies de l'information : analyse et étude de cas », in *Les alliances stratégiques dans la technologie de l'information*, sous la direction de A. Mouline, Paris, Economica.
- WOOD P., 2007, *International loans, bonds, guarantees and legal opinion*, Sweet & Maxwell, note 10-026.
- YASUDA, A., 2005, « Do Bank Relationships Affect the Firm's Underwriter Choice in the Corporate-Bond Underwriting Market? », *Journal of Finance*, juin, p.1259-1292.
- YATES J., BENJAMIN R. I., 1991, « The Past and Present as a Window on the Future », in MORTON M.S.S., *The Corporation of the 90s*, New York, Oxford University Press, p.61-94.
- YIN R., 1990, *Case Study Research: Design and Methods*, Beverly Hill CA, Sage Publications, vol.5, 2<sup>nd</sup> ed. 1994.
- ZILIAK S.T., MC CLOSKEY D.N., 2008, *The Cult of Statistical Significance: How the Standard Error Costs Us Jobs, Justice and Lives*, The University of Michigan Press.



# Annexes



Annexe 1 – Statistiques financières internationales – Volume  
d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par  
origine géographique des emprunteurs – 1963-1997

Compendium O.C.D.E.

Compilation personnelle

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Argentina	0	0	0	0	25,1	50,2
Bahrain	0	0	0	0	0	0
Brazil	0	0	0	0	0	5
Bulgaria	0	0	0	0	0	0
Chile	0	0	0	0	0	0
China	0	0	0	0	0	0
Chinese Taipei	0	0	0	0	0	0
Colombia	0	0	0	0	7	0
Croatia	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	0	0	0	0
Ecuador	0	0	0	0	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	0	0	0	0	0	0
Hungary	0	0	0	0	0	0
India	0	0	0	0	0	0
Indonesia	0	0	0	0	0	0
Israel	0	5	0	0	15	0
Jamaica	0	0	0	0	0	0
Jordan	0	0	0	0	0	0
Kuwait	0	0	0	0	0	0
Latvia	0	0	0	0	0	0
Lebanon	0	0	0	0	0	0
Lithuania	0	0	0	0	0	0
Malaysia	0	0	0	0	0	0
Mauritius	0	0	0	0	0	0
Morocco	0	0	0	0	0	0
Oman	0	0	0	0	0	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0
Panama	0	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0	0
Philippines	0	0	0	0	0	0
Poland	0	0	0	0	0	0
Romania	0	0	0	0	0	0
Russian Federation	0	0	0	0	0	0
Singapore	0	0	0	0	0	0
Slovak Republic	0	0	0	0	0	0
Korea	0	0	0	0	0	0
Thailand	0	0	0	0	0	0
Trinidad & Tobago	0	0	0	0	0	0
Uruguay	0	0	0	0	0	0
USSR	0	0	0	0	0	0
Venezuela	0	0	0	0	0	25,1

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Non-oecd Unallocated	0	0	0	15	0	0
Non-oecd Total	0	5	0	39,9	109,6	145,5
AFDB	0	0	0	0	0	0
ASDB	0	0	0	0	0	0
EBRD	0	0	0	0	0	0
IBRD	100	100	100	200	200	269,5
IDB	0	0	0	65	30	43
IFC	0	0	0	0	0	0
Int Dev Inst total	100	100	100	265	230	312,5
Non OCDE Total mon calcul	0	5	0	15	47,1	80,3
Australia	0	0	50	25	105,9	24,9
Austria	10	18	12	37	72,3	66,3
Belgium	40	23,5	30	40	50	20
Canada	0	0	0	0	16	208,6
Denmark	7	117	47	35,6	72	50,8
Finland	5	26	11,2	0	24	37,6
France	0	0	30	0	157,2	105,6
Germany	0	0	0	0	0	0
Greece	0	0	0	0	0	25
Iceland	0	0	0	0	18	0
Ireland	0	0	0	19,6	0	0
Italy	35	50,6	20	60	65	75
Japan	20	162,3	0	0	0	165,2
Luxembourg	0	0	0	0	10	0
Mexico	0	0	0	45	85	131,9
Netherlands	11	6	28	48	43	203,9
New Zealand	0	0	20	25	40,1	34,4
Norway	12	92	78	11,5	56,3	24,4
Portugal	13	25	20	34	34	15
Spain	0	0	0	0	53	0
Sweden	0	0	71,2	34	30	0
Switzerland	0	0	0	0	0	0
Turkey	0	0	0	0	0	0
United Kingdom	0	0	0	40	51	133,9
United States	0	0	330,4	439,6	527,3	2131,6
Council Of Europe	4,5	5,5	7,5	6	0	0
EIB	0	25	20	40	100	25
EU	0	0	0	0	0	0
NIB	0	0	0	0	0	0
Oecd Unallocated	0	0	0	47,5	140	0
OECD total compendium	157,5	580,9	800,3	1107,7	1840,3	3479,4



	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Argentina	0	50	0	0	0	0
Bahrain	0	0	0	0	0	0
Brazil	10	15,5	0	121,3	25	25
Bulgaria	0	0	0	0	0	0
Chile	0	0	0	0	0	0
China	0	0	0	0	0	0
Chinese Taipei	0	0	0	0	0	0
Colombia	0	0	0	0	45	0
Croatia	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	0	0	0	0
Ecuador	0	0	0	0	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	0	0	15	0	50	50
Hungary	0	0	25	50	0	0
India	0	0	0	0	0	0
Indonesia	0	0	0	0	0	0
Israel	0	0	0	20	0	0
Jamaica	0	0	0	10	14	0
Jordan	0	0	0	0	0	0
Kuwait	0	0	0	0	0	0
Latvia	0	0	0	0	0	0
Lebanon	0	0	0	0	0	0
Lithuania	0	0	0	0	0	0
Malaysia	0	0	0	25,2	17,2	0
Mauritius	0	0	0	0	0	0
Morocco	0	0	0	0	0	0
Oman	0	0	0	0	25	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0
Panama	0	30	16	20	0	0
Peru	0	0	0	0	0	0
Philippines	0	0	0	50	0	17,2
Poland	0	0	0	0	0	0
Romania	0	0	0	0	0	0
Russian Federation	0	0	0	0	0	0
Singapore	0	0	0	51,5	30	0
Slovak Republic	0	0	0	0	0	0
Korea	0	0	0	0	0	0
Thailand	0	0	0	0	0	0
Trinidad & Tobago	0	0	0	0	0	0
Uruguay	0	0	0	0	0	0
USSR	0	0	0	0	0	0
Venezuela	0	13,3	0	39,8	7,5	0
Non-oecd Unallocated	0	0	15	60	0	0
Non-oecd Total	43,2	180,8	269,4	779,3	548,5	142,2

	1969	1970	1971	1972	1973	1974
AFDB	0	0	0	0	0	0
ASDB	15,6	0	20	0	0	0
EBRD	0	0	0	0	0	0
IBRD	367,7	349,5	388,8	91,6	0	0
IDB	32,4	34,3	47,4	0	0	0
IFC	0	0	0	0	0	0
Int Dev Inst total	415,7	383,8	456,2	91,6	0	0
Non OCDE Total mon calcul	10	108,8	71	447,8	213,7	92,2
Australia	115,3	93	121	250,1	0	130,1
Austria	29,8	0	15	0	93,3	242,7
Belgium	0	0	0	0	75	0
Canada	198,6	163,5	214,2	370,8	216,3	126,4
Denmark	111,2	92,5	143,8	297,5	109,4	40,1
Finland	31,2	49,1	96,5	235,3	85,7	15
France	116,1	242,8	242,9	171,8	103,7	206,7
Germany	0	0	0	0	0	0
Greece	0	0	0	45	15	0
Iceland	6,3	0	10	25	16	15,7
Ireland	46	42,5	40	30	29,5	77,6
Italy	105	362,4	122,5	65	25,4	50
Japan	261,6	108,5	125,1	31,5	35	152,7
Luxembourg	0	0	0	0	66,9	0
Mexico	45	20	30	80	61,3	0
Netherlands	196,9	243,8	118	247	169,7	347,1
New Zealand	24,9	0	44,9	65,2	0	0
Norway	0	91	76,7	92,9	57,5	48,7
Portugal	0	0	0	0	0	17,2
Spain	25	30	72,5	128,1	71,3	0
Sweden	0	65	81,4	171,1	88,2	25
Switzerland	60	0	51,7	0	0	11,6
Turkey	0	0	0	0	0	0
United Kingdom	237,4	232,5	490,8	765,6	999,6	142,9
United States	976,3	806,7	1106,8	2031	833,6	105
Council Of Europe	0	0	0	30,8	0	0
EIB	25	76,7	90	265,5	325,3	894,7
EU	0	0	0	0	0	0
NIB	0	0	0	0	0	0
Oecd Unallocated	20	36	137,3	96,8	68,9	36,9
OECD compendium total	2821,7	2927,1	3484,8	5619	3660,3	3253,9

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Argentina	0	0	43	198,7	262,4	25
Bahrain	0	0	0	0	0	0
Brazil	0	158,9	603,5	540,7	364,3	224,5
Bulgaria	0	0	0	0	0	0
Chile	0	0	0	0	35	82,2
China	0	0	0	0	0	0
Chinese Taipei	0	0	0	20	0	25
Colombia	0	0	0	0	0	55
Croatia	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	0	0	0	0
Ecuador	0	0	0	62	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	24,4	0	128,3	0	0	0
Hungary	40,5	25	174,6	0	0	50
India	0	0	0	0	0	30
Indonesia	0	0	0	54,2	25,4	0
Israel	2,5	30	60	120	200	130
Jamaica	0	0	0	0	0	0
Jordan	0	0	0	0	0	0
Kuwait	0	0	0	61,6	0	0
Latvia	0	0	0	0	0	0
Lebanon	0	0	0	0	0	0
Lithuania	0	0	0	0	0	0
Malaysia	0	10,2	43	20	30	0
Mauritius	0	0	0	0	0	0
Morocco	0	44,9	28,3	91,5	21,8	0
Oman	0	0	0	0	0	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0
Panama	0	13,9	25	171,9	50	25
Peru	0	0	0	0	0	0
Philippines	0	0	92,9	74,8	100	0
Poland	0	47	74,6	30	30	0
Romania	100	0	0	0	0	0
Russian Federation	0	0	0	0	0	0
Singapore	12	141,2	57,1	25	25	0
Slovak Republic	0	0	0	0	0	0
Korea	0	74,2	71,5	0	43,6	0
Thailand	0	0	0	24,6	130	0
Trinidad & Tobago	0	0	0	36,9	0	0
Uruguay	0	0	0	0	0	0
USSR	0	0	0	0	0	0
Venezuela	0	0	104,7	382,3	173,6	131,5
Non-oecd Unallocated	25	52,3	17,1	24	45	0
Non-oecd Total	615,3	930,4	2041,6	2869,3	1735,1	1072,6

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
AFDB	0	0	17,5	40	108,3	0
ASDB	19,3	28,2	42,1	127,9	54,7	0
EBRD	0	0	0	0	0	0
IBRD	0	197,9	75	0	0	500
IDB	0	0	0	0	0	0
IFC	0	0	0	0	0	0
Int Dev Inst total	19,3	226,1	134,6	167,9	183	500
Non OCDE Total mon calcul	204,4	597,6	1523,6	1938,2	1536,1	778,2
Australia	355,7	602,2	714,9	476,9	140	200,6
Austria	520,5	318,4	786	441	458,8	626,9
Belgium	0	114,7	33,9	0	1467,8	200
Canada	869,7	3104,9	1945,3	828,4	1417,8	1412,4
Denmark	120,9	359,9	338,9	412,8	223,7	331,9
Finland	258,3	176,7	148,5	334,1	381,7	146
France	1230,6	1313,4	1113,1	774,6	1309,7	1753,8
Germany	0	0	0	0	0	0
Greece	0	0	0	0	0	0
Iceland	20,1	33,9	40,9	0	10	0
Ireland	34,4	38,4	30	0	110	50
Italy	17	85	230	135	279,1	978,9
Japan	1115,7	1155,8	1194,6	1499,6	1404	1745,8
Luxembourg	0	132,9	455,2	265,2	67,8	27,9
Mexico	87,2	276,3	756,7	345,9	225	299,5
Netherlands	438,1	325,4	379,6	228,3	474,2	914
New Zealand	406,7	280,3	139,7	425,4	221,8	139,5
Norway	528,4	752,4	1390,5	1120,5	1015,1	465,4
Portugal	0	0	50	0	0	30
Spain	88,4	191,5	189,8	141,9	124,2	157,2
Sweden	560,5	587,7	854,9	241,9	614,4	1786,1
Switzerland	138,9	192,2	22,5	84	314,9	355
Turkey	0	23,8	0	0	0	0
United Kingdom	175,5	751,3	1583,5	776,2	968,7	1519,6
United States	267,5	405	1298,3	1264,8	2856,5	4395
Council Of Europe	28,6	68,1	44,6	126,5	122,4	0
EIB	412,5	532,6	462,4	1053	1197,2	633,5
EU	0	995,3	500	0	125,8	191
NIB	0	0	40	35	75,2	27,8
Oecd Unallocated	94,5	60	1022,9	151,6	298,8	76,5
OECD compendium total	8091,1	13548,7	16513,1	11923,5	16772,6	18821,6

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Argentina	150	0	0	0	0	0
Bahrain	30	0	0	100	150	0
Brazil	0	40	0	0	0	300
Bulgaria	0	0	0	0	0	0
Chile	30	0	0	0	0	0
China	0	0	0	0	352,2	433,2
Chinese Taipei	80	145	40	0	0	32,8
Colombia	20	35	15	0	0	0
Croatia	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	0	0	0	0
Ecuador	0	0	0	0	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	123,8	71,7	62,8	185,6	58,3	266,1
Hungary	20	0	0	0	408,4	290,5
India	281,7	185	60	215	325	195,5
Indonesia	50	325	287,5	50	0	300
Israel	117	110	135	0	22	0
Jamaica	0	0	0	0	0	0
Jordan	0	0	0	0	0	0
Kuwait	25	110	0	50	0	0
Latvia	0	0	0	0	0	0
Lebanon	0	0	0	0	0	0
Lithuania	0	0	0	0	0	0
Malaysia	0	750	540,5	950	1741,1	0
Mauritius	0	0	0	0	0	0
Morocco	0	0	0	0	0	0
Oman	0	0	0	0	0	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0
Panama	0	0	0	0	20	0
Peru	25	0	0	0	0	0
Philippines	0	30	0	0	0	0
Poland	0	0	0	0	0	0
Romania	0	0	0	0	0	0
Russian Federation	0	0	0	0	0	0
Singapore	55,6	125	70	0	155	242,8
Slovak Republic	0	0	0	0	0	0
Korea	280	100	441,5	729	1319,1	474,7
Thailand	55,2	20	195	172,8	800	50
Trinidad & Tobago	0	0	50	0	0	0
Uruguay	0	0	0	0	0	0
USSR	0	0	0	0	0	0
Venezuela	95	35	0	0	0	0
Non-oecd Unallocated	250	161,9	317,4	207,4	1299,7	986
Non-oecd Total	1718,3	2522,5	2644	3503,1	7981,1	3661,7

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
AFDB	0	0	0	193,8	0	145,2
ASDB	123,1	58,8	100	169,2	0	238,2
EBRD	0	0	0	0	0	0
IBRD	1379,9	2153	1504,4	1884,7	3239,5	2818,1
IDB	64,8	55	252,9	147,8	599,2	450,5
IFC	0	0	0	0	87,6	303,2
Int Dev Inst total	1567,8	2266,8	1857,3	2395,5	3926,3	3955,2
Non OCDE Total mon calcul	1688,3	2243,6	2214,7	2659,8	6650,8	3571,6
Australia	319,7	587,1	1201,3	2181,7	3792	7649,4
Austria	597,5	932,7	852,5	1690,8	2097,7	2606
Belgium	250,4	100	910,2	1626,8	2275,8	3938,9
Canada	5533,1	6957,9	3865,8	4488,4	7340,9	13933,4
Denmark	363,4	744,1	1772,7	3548,1	2706,7	8614,2
Finland	222,1	388,8	343,6	1061,1	1225,7	3022,3
France	2277,7	6917,3	6103,1	6962,6	10502,9	12719,6
Germany	0	0	0	0	0	0
Greece	30	50	0	150	644,2	67,6
Iceland	0	82,5	0	0	220	46,1
Ireland	419,3	559,9	826,3	736,1	1384,9	1741,7
Italy	1109,9	838,1	1204,4	3558,2	5133	4702,6
Japan	4624,9	4584,1	6952,5	11001,5	15077,9	25534,6
Luxembourg	15	270	0	119,2	139,8	105,7
Mexico	1727	1419,1	0	0	0	313,3
Netherlands	294,1	758,7	1111,6	1034	1101,7	2422,9
New Zealand	306,8	703,8	136,1	493	1191	3238,9
Norway	181,7	395,7	453,6	990,6	2199,4	5373,2
Portugal	20	140	55	200	185,1	190,1
Spain	298,1	334	986,3	1151,9	1182,5	1491,4
Sweden	947	1618,8	3359,8	3983,5	4593,9	4877
Switzerland	0	600	845,2	495,6	871,5	2247,1
Turkey	0	0	0	0	0	0
United Kingdom	1229,3	1089,6	1525,2	4735,7	15240,1	18712,7
United States	6110,2	13048,7	6114	21490,9	36095,7	38000
Council Of Europe	0	56,3	31,7	71,2	231,3	472,9
EIB	460,8	572,1	953	994,2	1590,3	2786,5
EU	140	200	2947,3	299,4	2234,5	1087,3
NIB	89,9	50	163,8	88,8	302,6	941,5
Oecd Unallocated	102,2	101,8	309,8	501,3	1825	1263,8
OECD compendium total	28008	45539,3	45596,9	75521,7	124635,9	180129,8

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	195	0	0	0	750	1519,3
Bahrain	0	80,6	0	25	0	0
Brazil	0	0	0	0	1461,6	2830
Bulgaria	0	0	98,9	0	0	0
Chile	0	0	0	0	0	0
China	833,5	717,4	0	0	0	761,7
Chinese Taipei	0	0	200	0	229	0
Colombia	50	0	0	0	0	0
Croatia	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	0	0	0	0
Ecuador	0	0	0	0	0	0
Guatemala	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	0	125,6	0	50	75	0
Hungary	109,9	342,3	399,2	627,6	849,9	741,5
India	312,1	405,4	375	297,6	0	0
Indonesia	50	221,1	175	825	372	345
Israel	35	20	0	0	0	0
Jamaica	0	0	0	0	0	0
Jordan	0	0	0	0	0	0
Kuwait	0	0	0	0	0	0
Latvia	0	0	0	0	0	0
Lebanon	0	0	0	0	0	0
Lithuania	0	0	0	0	0	0
Malaysia	133,1	60,1	200	0	290,2	0
Mauritius	0	0	0	0	0	0
Morocco	0	0	0	0	0	0
Oman	0	0	0	0	0	0
Pakistan	0	0	0	0	0	0
Panama	0	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0	0
Philippines	0	0	0	0	0	0
Poland	0	0	0	0	0	0
Romania	0	0	0	0	0	0
Russian Federation	0	0	0	0	0	0
Singapore	228	0	125	75	0	0
Slovak Republic	0	0	0	0	0	0
Korea	332,3	130	120	1031	1544,3	1060,3
Thailand	0	123,5	0	50	65	175
Trinidad & Tobago	0	0	0	0	0	100
Uruguay	0	0	0	0	0	100
USSR	0	260,3	818,4	297,6	0	0
Venezuela	0	757,7	0	203,1	581,3	830,4
Non-oecd Unallocated	161,4	40,1	105,4	403,2	85	706,1
Non-oecd Total	2440,2	3505,1	2775,8	4445,4	6841,3	9909

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
AFDB	221,7	107,4	259,4	133,8	505,5	812,8
ASDB	201,3	0	201	125,8	430,4	1431,3
EBRD	0	0	0	0	615,8	811,3
IBRD	4852	2690,3	5240,2	8858,9	6637,8	9979,1
IDB	113,1	0	243	989,4	2069,2	2966,4
IFC	100	369,3	278,1	300	600	148,4
Int Dev Inst total	5488,1	3167	6221,7	10407,8	10858,7	16149,5
Non OCDE Total mon calcul	2440,3	3284,1	2616,9	3885,1	6303,3	9169,3
Australia	5623,1	6499,4	6097,8	2941,8	3246,5	3651,9
Austria	3053,9	4780,3	4227,1	2679,8	3709,5	6604,5
Belgium	3333,4	2019,7	2870,8	2439,5	4388,8	1747,2
Canada	5380,8	9245,9	9226,1	4781,9	19427,6	15079,2
Denmark	3560	3275,4	3724,9	3407,2	687,4	4141,9
Finland	2293,5	3846,3	4903,9	5833,3	8346,2	12223,1
France	7428	13683,9	11618,3	14522,9	22838,4	28309,3
Germany	0	0	0	594,6	13713,1	16990,3
Greece	539,1	118,9	630,2	288	623,6	598,1
Iceland	68,7	0	180,7	0	0	138,8
Ireland	601,2	230,8	1279,3	619,6	41,4	1023,5
Italy	6978,1	6969,4	9245,8	12764,7	10166,8	7303,7
Japan	33877,6	39176,4	82789,2	44334,6	62456,6	50070,1
Luxembourg	35	81,3	196	63,4	0	0
Mexico	0	0	0	726,6	2012,4	2574,8
Netherlands	2358,9	3514,4	2433,6	1352,6	4485,2	5202,2
New Zealand	2428,9	1612,1	1178,8	953,3	131,9	81,3
Norway	3312,9	4488	2733,7	783,2	3219,9	4350,9
Portugal	613,1	1497,8	51,4	0	273,2	173,9
Spain	191,4	902,4	557,1	2993,5	2891,2	4719,2
Sweden	3966,9	7005,8	5456,7	4827,6	5604,8	11809,9
Switzerland	902,7	1580,8	873,9	1388,1	4442,9	2742,1
Turkey	180,1	919,6	1117,9	595,6	501,1	1106,1
United Kingdom	11156,9	23398,1	18058,2	18619,5	26784,4	28010,7
United States	19226,4	16344,5	15313,9	19627,4	19537,7	16630,8
Council Of Europe	785,7	243,3	668,3	1185,4	1822,3	1945,6
EIB	2566,6	4651,8	5199,9	6782,8	11222,7	13255,9
EU	1336	1498,2	358,1	425,8	2390,3	1180,5
NIB	605,7	1147,2	454,2	561,7	1254,3	423,4
Oecd Unallocated	1301,7	1862,2	2855,6	2194,9	2895,4	6533,1
OECD compendium total	132606,4	172197	203855,4	165280,3	240457,3	250021,5



	1993	1994	1995	1996	1997
Argentina	5647,2	4588	4160,4	12188,1	14288,9
Bahrain	0	0	60	60	200
Brazil	6120,4	3786,4	5694,2	10831,9	14264
Bulgaria	0	0	0	0	31,7
Chile	432,6	0	193,8	250	858,1
China	1861,3	1970,6	541	1570	4231,2
Chinese Taipei	36	1851,3	250	988,5	2242
Colombia	475	447	359,2	906,7	1455
Croatia	0	0	26	0	463,2
Czech Republic	375	400	0	542,4	386
Ecuador	0	0	10	0	625
Guatemala	60	0	0	0	150
Hong Kong	5025,9	3417,9	492,1	1685,4	3565,1
Hungary	2360,3	761,3	1142,6	326	136,5
India	445	790	800	615	1266,1
Indonesia	465	2194	874	1515	2077,6
Israel	0	0	0	300	200
Jamaica	0	0	0	0	200
Jordan	0	0	50	0	100
Kuwait	0	0	0	188,5	196,1
Latvia	0	0	40,8	0	0
Lebanon	0	400	350	460	1271,5
Lithuania	0	0	60	50	275
Malaysia	0	1615	282,3	2000	1031
Mauritius	0	0	150	0	0
Morocco	0	0	0	431,6	45,8
Oman	0	0	0	0	225
Pakistan	92,3	195	0	150	700
Panama	0	0	0	0	1315
Peru	0	100	0	0	200
Philippines	1230	1058,5	665	2590	1201,3
Poland	0	0	250	369,7	495,8
Romania	0	0	0	225	565
Russian Federation	0	75	0	1075	6744
Singapore	0	99,8	0	390	275
Slovak Republic	240	0	64	280	0
Korea	3090,7	3400,3	5656,7	9970,2	9559,1
Thailand	1888	2498,8	914,6	2792,1	934,6
Trinidad & Tobago	125	150	71	150	0
Uruguay	140	100	206,4	100	400
USSR	0	0	0	0	75
Venezuela	1080,7	0	345,9	526,2	4350
Non-oecd Unallocated	735,4	1128,8	1280,5	3195,6	963,6
Non-oecd Total	31925,8	33539,2	18449,2	48161,7	68448,8

	1993	1994	1995	1996	1997
AFDB	500	694,2	213	387,4	965,6
ASDB	1226,6	750	1261,1	243,1	2169,6
EBRD	685,5	1088,6	1068,5	2935,9	1448,1
IBRD	10880,4	6936,4	8351,7	14291,5	15696,3
IDB	2350,8	723,3	2002,2	3687,7	4474,3
IFC	1904	898,9	2307,1	2136,8	2164,5
Int Dev Inst total	17547,4	11091,6	15203,7	23682,5	26918,2
Non OCDE Total mon calcul	31925,8	31027,7	24990,5	56722,9	77563,2
Australia	3976,3	10693,4	6427,6	12515,6	10070,7
Austria	6104	7608,6	6678,1	7853,8	6970,4
Belgium	2979,4	4461,4	4693,8	4147,5	7260,9
Canada	21042,5	18863,8	9613,6	13482,4	14052,1
Denmark	11448,8	1436,6	2687,6	3397,6	5967,7
Finland	6828,3	8509,8	2354	3742,8	3533,8
France	37800,7	28143	19799,3	29516	39651,8
Germany	40289,1	40236,2	57240,3	97787,2	142568,8
Greece	1739,4	1308,5	1265,3	2200,3	2954,7
Iceland	315,4	221,4	201,8	237,2	88,8
Ireland	1674,9	1924,7	1513,3	5940,4	2451,1
Italy	17246,6	16151	13613,3	13896,9	15333
Japan	51277,2	31623,2	33216,3	35152,1	37933,3
Luxembourg	72,5	50,5	409,8	412,6	1384,9
Mexico	7295,9	5724,1	4859	15512,5	12072,5
Netherlands	13548,6	15894,7	16255,7	22891,5	24201,7
New Zealand	487,2	1487,9	259	350,8	1442
Norway	3468,3	735,6	1227,5	2367,2	5647
Portugal	2626,9	2420,2	2340,3	3307,3	2373,4
Spain	5981,6	7361,5	6776,7	8250,9	7195,6
Sweden	19564,5	20215,7	19184,9	16797,4	12916,1
Switzerland	4496,5	4927,6	5451,6	5104,5	7581,6
Turkey	1738,7	0	2204,7	2155,2	4096,6
United Kingdom	29834,9	29919,8	22817,2	45264,7	44026,7
United States	23338,7	43485,8	68506,9	122213,4	182829,7
Council Of Europe	1693,1	1285,9	1046	1041,3	2120
EIB	15136,9	11052,4	11221,5	17818,8	20903
EU	4668,9	380,8	274,8	63,4	110,4
NIB	1493,2	1226	928,1	1645,6	975,6
Oecd Unallocated	6029	6283,1	7551,8	11641,8	10687,9
OECD compendium total	345115,3	323779,9	337668,4	517917,6	639763,3



## Annexe 2 – Statistiques financières internationales – Volume d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par monnaies de dénomination de l'emprunt – 1963-1997

Compendium O.C.D.E.

Compilation personnelle

Monnaies	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Australian Dollar	0	0	0	0	0	0
Belgian Franc	0	0	0	0	0	0
Canadian Dollar	0	0	0	0	0	0
Czech Koruna	0	0	0	0	0	0
Danish Kroner	0	0	0	0	0	0
Deutsche Mark	0	75,5	100	146,4	149,4	739,6
Ecu	0	0	0	0	0	0
French Franc	0	0	0	0	12,2	20,3
Greek Drachma	0	0	0	0	0	0
Hong Kong Dollar	0	0	0	0	0	0
Irish Pound	0	0	0	0	0	0
Japanese Yen	0	0	0	0	0	0
Lire	0	0	0	0	0	0
Markka	0	0	0	0	0	0
Netherlands Guilder	0	1,5	0	0	0	0
New Zealand Dollar	0	0	0	0	0	0
Norwegian Kroner	0	0	0	0	0	0
Portuguese Escudo	0	0	0	0	0	0
Pound Sterling	0	13,9	64,3	19,6	76	28,9
South African Rand	0	0	0	0	0	0
Spanish Peseta	0	0	0	0	0	0
Swedish Krona	0	0	0	0	0	0
US Dollar	207,5	585	736	1182	1923,3	3096,5
Total	207,5	675,9	900,3	1348	2160,9	3885,3

Monnaies	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Australian Dollar	0	0	0	35,7	0	0
Belgian Franc	0	0	0	0	0	0
Canadian Dollar	0	0	0	15	0	59,6
Czech Koruna	0	0	0	0	0	0
Danish Kroner	0	0	0	32,5	0	0
Deutsche Mark	1044,7	611,7	861	1251,6	1078,2	638,8
Ecu	0	0	0	0	0	0
French Franc	0	0	48,1	499,1	170,5	0
Greek Drachma	0	0	0	0	0	0
Hong Kong Dollar	0	0	0	0	0	0
Irish Pound	0	0	0	0	0	0
Japanese Yen	0	0	0	0	0	0
Lire	0	0	0	0	0	0
Markka	0	0	0	0	0	0
Netherlands Guilder	33,2	391,5	313,9	459,9	193,9	379,2
New Zealand Dollar	0	0	0	0	0	0
Norwegian Kroner	0	0	0	0	0	0
Portuguese Escudo	0	0	0	0	0	0
Pound Sterling	0	0	61	159,7	29,5	23,9
South African Rand	0	0	0	0	0	0
Spanish Peseta	0	0	0	0	0	0
Swedish Krona	0	0	0	0	0	0
US Dollar	2142,6	2411,5	2694,8	3869,8	2398,4	1991
Total	3220,5	3414,7	3978,8	6323,3	3870,5	3092,5

Monnaies	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Australian Dollar	0	18,7	11,3	30,6	17,1	80,3
Belgian Franc	0	0	0	0	0	0
Canadian Dollar	566,6	1449,8	653,7	0	480,8	270,3
Czech Koruna	0	0	0	0	0	0
Danish Kroner	0	0	0	0	0	7,4
Deutsche Mark	2901,4	2789,1	5218,7	6478,1	5881	3457,2
Ecu	0	0	0	0	0	0
French Franc	295,5	59,2	0	103,2	373,5	881,8
Greek Drachma	0	0	0	0	0	0
Hong Kong Dollar	24,4	0	160,4	0	0	0
Irish Pound	0	0	0	0	0	0
Japanese Yen	10	0	111,3	78,9	184,1	300,9
Lire	0	0	0	0	0	0
Markka	0	0	0	0	0	0
Netherlands Guilder	652	467,4	362,7	384,3	307,5	549
New Zealand Dollar	0	0	0	0	0	0
Norwegian Kroner	44,8	0	0	0	0	100,4
Portuguese Escudo	0	0	0	0	0	0
Pound Sterling	0	0	220,9	287,1	291,1	974,5
South African Rand	0	0	0	0	0	0
Spanish Peseta	0	0	0	0	0	0
Swedish Krona	6,8	0	0	0	0	0
US Dollar	3396,5	9390,2	11537,5	6767,4	10359,5	13648,8
TOTAL	7898	14174,4	18276,5	14129,6	17894,6	20270,6

Monnaies	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Australian Dollar	0	0	214,9	312,1	3118,2	3380,6
Belgian Franc	0	137	0	0	0	6,1
Canadian Dollar	687,5	1200,1	1067	2147,4	2912	5066,6
Czech Koruna	0	0	0	0	0	0
Danish Kroner	0	0	0	0	457,4	1160,3
Deutsche Mark	1396,3	3252,7	4042,1	4324,3	9611,9	17126,6
Ecu	152,9	823,4	2191,4	2937,5	6903,2	7056,8
French Franc	513	0	0	0	1122,6	3523,2
Greek Drachma	0	0	0	0	0	0
Hong Kong Dollar	181,7	257,8	147,8	323,8	866,4	1363,5
Irish Pound	0	0	0	0	0	0
Japanese Yen	409,7	598	232,7	1190,1	6614,6	18516,2
Lire	0	0	0	0	84	328,5
Markka	0	0	0	0	0	0
Netherlands Guilder	490	617,8	747,7	689,4	649,4	972,8
New Zealand Dollar	0	16,3	29,7	41,5	1067,1	438,6
Norwegian Kroner	53	30,9	67	156,1	158,4	26,3
Portuguese Escudo	0	0	0	0	0	0
Pound Sterling	535	845,6	2152,5	3964,5	6130,6	10585,4
South African Rand	0	0	0	0	25,9	0
Spanish Peseta	0	0	0	0	0	0
Swedish Krona	0	0	0	0	0	0
US Dollar	25761,2	42228,2	39205,4	65333,6	96821,5	118096,3
TOTAL	30180,3	50007,8	50098,2	81420,3	136543,2	187647,8

Monnaies	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Australian Dollar	8825,9	8399,9	6724,4	5242,7	4442,2	4899,6
Belgian Franc	0	0	0	0	0	0
Canadian Dollar	6002,6	13131,2	12518,7	6369,1	23745,4	15636,4
Czech Koruna	0	0	0	0	0	0
Danish Kroner	1448,9	983,7	211,8	181,7	266,2	352,8
Deutsche Mark	15023,9	23659,5	16403,4	18334,3	20455,1	33812,7
Ecu	7396,9	11229,3	12566	17882,6	32715,5	21328
French Franc	1816,6	2319,5	4513,4	9375,4	17023,8	24255,2
Greek Drachma	0	0	0	0	0	0
Hong Kong Dollar	786,4	528,9	322,9	781,3	882	193,7
Irish Pound	0	0	0	0	0	64,4
Japanese Yen	22562,7	15889,3	15547,5	22846,5	36052	33708,9
Lire	721,7	1528,1	3496	5431,5	8962,8	7734,1
Markka	72,9	169,7	0	1190,2	795,8	44,7
Netherlands Guilder	1117,1	2071,4	2334,3	760,2	3283,4	6553,1
New Zealand Dollar	1499,8	752,1	690,5	533,7	321,6	135,7
Norwegian Kroner	0	0	144,3	0	104,4	0
Portuguese Escudo	0	0	0	0	0	0
Pound Sterling	15050,7	23589,3	18516,8	20852,2	25771,2	23308,3
South African Rand	0	0	0	0	0	0
Spanish Peseta	0	0	0	0	352,1	0
Swedish Krona	0	78,4	1357,8	333,8	1303,9	886,5
US Dollar	58069,5	74538,9	117505,1	70017,6	81637,6	103165,8
TOTAL	140395,6	178869,2	212852,9	180132,8	258115	276079,9



Monnaies	1993	1994	1995	1996	1997
Australian Dollar	3479,1	7571,5	9989,2	9535,6	6900,7
Belgian Franc	0	0	70,3	476,9	1781,2
Canadian Dollar	29282,4	13344,4	2732,4	6195,7	3594
Czech Koruna	0	0	396,3	1111,1	2114
Danish Kroner	1093,6	721,9	2804,9	3039,8	3906,4
Deutsche Mark	54681,1	31593,9	72691,2	100148,7	130242
Ecu	7096,7	7570,5	7069,1	4612,6	9769,8
French Franc	39849	27426,9	12733,4	46107,6	49817,8
Greek Drachma	0	82,3	514,7	161,6	1089,9
Hong Kong Dollar	937,7	1655,9	769,8	1227	1446,9
Irish Pound	0	64,3	724,3	175,6	123,1
Japanese Yen	44419,5	67254,9	64540,5	41194,1	28429,2
Lire	11531,4	17045	11715,5	25659,6	32336,5
Markka	75,1	360,5	0	997,4	38,1
Netherlands Guilder	11116	11949,8	14721,3	19187	17702,8
New Zealand Dollar	147	58,4	170,4	4250,9	5107,3
Norwegian Kroner	0	0	0	160,1	0
Portuguese Escudo	0	213,3	1538	2299,2	573
Pound Sterling	42679,6	30445,7	21614,6	51835,6	68554,9
South African Rand	0	0	1013,1	1098	4926,8
Spanish Peseta	0	0	819,8	485,4	1733,9
Swedish Krona	510,7	1677,4	284,6	786,1	617,1
US Dollar	147689,5	149374,3	144408,4	268721,9	361681,9
TOTAL	394588,4	368410,9	371321,8	589467,5	732487,3

## Annexe 3 – Statistiques financières internationales – Volume d'émissions en millions de dollars U.S d'euro-obligations par catégorie d'instruments – 1969-1997

Compendium O.C.D.E.

Compilation personnelle

	Taux Fixe	Taux variables	Convertibles	Warrants	Zéro coupons	Autres	Total
1969	3250,9	29,7					3280,6
1970	2876,5	370	215,9	66			3528,4
1971	3929,3	16	245	50			4240,3
1972	5342,7		1087,2	60			6489,9
1973	3562,4		470	176,4			4208,8
1974	3137,2	140	118,9				3396,1
1975	8047,2	320	339,4	19,1			8725,7
1976	13136,6	1110	390,9	30		37,7	14705,2
1977	15639,2	1884,8	1017,5	125		22,8	18689,3
1978	11102,9	2528	1260	48		21,8	14960,7
1979	13177,1	4066,6	1222	225			18690,7
1980	13052,3	4645,4	2696,5				20394,2
1981	16968,1	11128,4	2811,8	385,8			31294,1
1982	33189,5	15188,1	1536	415			50328,6
1983	26742,4	18817	3728,7	645,6	144,5	20	50098,2
1984	37451,8	35552,1	5532,7	1025,6	1677,9	180,2	81420,3
1985	69552,1	57105,3	4447	2958,8	1491,8	988,2	136543,2
1986	110083,4	50996,2	5564,4	14727,2	2937,3	3438,4	187746,9
1987	89481,5	12754	13447,2	22521,6	1452,4	877,7	140534,4
1988	121333,9	21912,7	4649	28369,6	1036,5	1567,4	178869,1
1989	124968,6	17451,8	3816,3	64017,8	1881,4	717,3	212853,2
1990	117330,9	37066,1	4198,4	19450,1	1480,9	607	180133,4
1991	199809,5	17917	7212,4	27309,4	3748	2161,2	258157,5
1992	213733,6	42887,1	3679	12249,5	3073	458,2	276080,4
1993	294788	67866,6	15478,3	13301,7	1654,2	1499,3	394588,1
1994	240670,8	94164,1	17763,5	6540,1	5418,1	3854	368410,6
1995	269850,6	76864	10416,7	2732,7	6931	4526,3	371321,3
1996	376639,8	164086,1	23996,2	4816,1	9227,9	10995,3	589761,4
1997	471026,5	205897,3	35082,1	1836,3	7553,4	13734,9	735130,5



Annexe 4 – Statistiques financières internationales – BIS  
Quarterly Review – March 2009 – Table 14 B: International  
Bonds and notes-all issuers by residence of issuer (in billions  
of U.S dollars) – Net Issues 1998-2008.

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
All countries	189,635	232,249	133,601	68,24	266,762	348,244	287,941	188,274	273,198	260,74
Developed countries	139,583	172,482	106,582	76,356	231,164	302,646	263,159	169,779	227,895	240,217
Australia	1,172	3,335	-0,608	-2,285	1,579	0,537	4,521	1,113	4,733	7,251
Austria	2,545	2,179	0,995	3,001	3,866	4,061	-0,872	0,795	7,567	3,747
Belgium	-0,646	-0,603	-0,381	-6,447	5,946	2,22	2,552	-1,457	5,195	-0,388
Canada	5,125	5,915	2,881	3,188	0,721	5,203	2,281	1,993	0,298	-3,366
Cyprus	0,1	-	0,391	-	-0,031	0,283	0,042	0,001	-0,018	0,017
Denmark	-1,024	0,306	-1,252	0,361	0,273	0,177	1,449	-0,438	0,966	0,423
Finland	-2,06	0,649	-0,465	-1,849	-1,44	0,385	0,436	-0,817	1,952	0,949
France	11,365	6,593	4,344	6,11	18,976	20,453	9,117	19,945	14,277	15,074
Germany	17,757	18,056	14,977	1,244	26,661	38,405	35,867	18,203	30,122	30,945
Greece	3,457	-0,54	-0,411	-0,328	1,455	-0,505	0,077	-0,677	1,806	0,183
Iceland	0,075	-	-0,082	0,025	0,018	0,244	0,114	0,036	0,354	0,254
Ireland	1,176	2,199	0,951	-0,82	0,353	1,391	2,893	3,423	2,17	1,407
Italy	0,828	4,044	0,325	4,3	-2,832	8,559	0,316	12,97	10,838	12,39
Japan	-10,59	-9,368	-6,071	-2,866	-1,839	-0,459	-1,02	-6,861	-7,947	-0,79
Liechtenstein	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxembourg	1,483	4,171	0,107	0,432	2,457	2,536	4,889	1,779	1,313	2,752
Malta	-	0,25	-	-	-0,01	-	-0,01	-	-0,01	-
Netherlands	18,794	18,304	13,356	4,408	20,06	40,705	28,922	14,737	12,664	14,932
New Zealand	0,591	-0,024	-0,089	-0,369	0,33	-0,389	0,108	-0,048	-0,127	0,26
Norway	0,83	3,217	0,699	1,181	1,194	1,809	0,288	0,567	1,741	2,774
Portugal	0,667	0,663	-0,012	0,014	-0,051	0,251	-0,355	1,423	3,802	0,978
Slovenia	-	0,552	-	-0,004	0,439	-0,004	-	-0,004	0,385	-0,004
Spain	1,109	2,855	1,746	1,549	2,542	5,033	3,788	4,359	2,476	2,98
Sweden	-3,58	1,209	-1,365	-4,591	-2,818	3,646	-0,313	1,852	0,754	0,379
Switzerland	0,749	-0,338	1,176	0,599	1,361	0,358	1,605	-0,983	0,277	0,587
United Kingdom	23,958	19,163	13,838	6,366	36,361	43,49	32,429	23,84	40,337	32,852

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
United States	65,704	89,695	61,533	63,136	115,595	124,26	134,034	74,029	91,971	113,628
Offshore centres	15,714	26,895	11,368	1,771	17,759	20,685	18,644	9,039	18,755	12,449
Aruba	1,108	0,061	0,004	-	0,113	0,796	1,758	-0,493	-0,09	0,714
Bahamas	-0,03	0,225	-0,104	-0,092	0,022	0,035	-0,035	0,442	0,084	0,219
Bahrain	-	-	-0,06	-	-	-	-	-	-	-
Barbados	-	-0,037	-	-	-	-	-	-0,03	-	0,1
Bermuda	2,424	1,628	2,419	0,168	0,077	-0,018	0,461	-0,335	0,991	2,231
Cayman Islands	12,051	18,44	10,802	2,631	12,929	16,417	8,748	10,263	17,374	7,811
Gibraltar	-	-	-	-	0,008	0,053	-0,023	0,09	-0,002	0,108
Hong Kong SAR	-0,238	0,195	0,008	-0,28	0,851	0,998	0,955	0,771	0,594	-0,954
Lebanon	0,019	1	0,35	0,105	0,536	0,06	0,022	0,563	-0,011	0,665
Macau SAR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mauritius	-0,188	-	-	-	-	0,16	-	-	0,012	-
Netherlands Antilles	0,153	1,355	-1,556	-0,071	1,873	2,148	6,078	-2,31	0,057	-0,165
Panama	-	0,3	-0,075	-0,613	0,5	-0,005	-	-0,005	-	-0,03
Singapore	-0,012	1,459	0,079	-0,013	0,984	0,075	0,681	0,314	0,054	1,903
West Indies UK	0,426	2,269	-0,499	-0,064	-0,136	-0,035	-	-0,232	-0,309	-0,153
Developing countries	10,809	24,019	7,469	-24,281	4,207	17,88	0,172	10,294	21,269	1,733
Africa & Middle East	1,743	0,381	0,351	0,256	0,7	2,615	0,22	0,196	1,498	1,868
Algeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Angola	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Benin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cameroon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Congo	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Congo Democratic Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cote d'Ivoire	1,277	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-
Egypt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Gabon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ghana	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iran	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iraq	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Israel	-	-0,012	0,385	0,25	0,5	0,423	-	0,763	1,029	0,124
Jordan	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005
Kenya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwait	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lesotho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Libya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malawi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mali	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Morocco	-	-	-	-	-	0,152	-	-	-	-
Mozambique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Namibia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Niger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nigeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Oman	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Qatar	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1,4
Saudi Arabia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senegal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Seychelles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
South Africa	0,463	0,395	-0,031	0,008	0,202	1,043	0,108	-0,565	0,705	0,459
Sudan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tanzania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tunisia	-	-	-	-	-	-	0,114	-	-0,234	-0,113

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Uganda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
United Arab Emirates	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yemen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zambia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zimbabwe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asia & Pacific	-0,296	4,365	-2,903	-1,256	0,126	2,219	-3,278	-0,266	3,254	-1,931
Azerbaijan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bangladesh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
British Overseas Territories	-	-	-	-0,08	-	-	-	-	-	-
Brunei	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
China	-	-0,76	-0,861	0,612	-0,45	0,227	-0,425	-0,082	-0,289	0,114
Chinese Taipei	0,289	0,75	-0,03	-0,088	0,04	0,125	-0,03	-0,387	0,619	-0,561
French Polynesia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Georgia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
India	-	-0,114	-0,208	-	0,05	-0,4	-0,224	-0,405	-0,308	-0,11
Indonesia	-0,634	0,439	-0,062	-0,322	-0,074	-0,002	-1,711	-0,4	0,728	-0,785
Kazakhstan	-	-	-	-	-	-	-	0,1	-	0,35
Kyrgyz Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Laos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	-0,512	0,007	-0,161	0,007	0,4	0,91	0,613	-0,076	0,011	0,081
Myanmar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nauru	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Caledonia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
North Korea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pakistan	-	-	-	-	-	-	-	0,435	-0,419	-0,012
Papua New Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Philippines	0,812	0,764	-0,399	-0,503	1,197	0,754	0,766	0,361	1,574	-0,316
South Korea	-0,762	3,283	-1,055	-1,119	-0,792	-1,122	-1,632	0,206	1,529	-0,495



	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Sri Lanka	-	-	-	0,065	-	-	-	-	-	-0,05
Thailand	-0,032	-0,004	-0,127	0,172	-0,245	1,727	-0,635	-0,019	-0,191	-0,148
Turkmenistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uzbekistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vietnam	0,543	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Europe	2,605	6,602	5,924	-1,925	1,513	1,1	-0,428	3,285	2,153	4,088
Belarus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bulgaria	-	-	0,001	0,001	0,001	0,054	0,001	-0,057	0,001	0,001
Croatia	0,097	-	-	-0,048	0,333	-	0,033	0,236	0,482	-
Czech Republic	-0,058	-	-	0,2	-	-0,041	-	-	-	-
Estonia	0,015	0,008	0,002	-0,007	0,054	0,058	0,011	-0,027	-0,02	0,113
Former Czechoslovakia	-	-0,074	-	-	-	-	-	-	-	-
Hungary	-0,329	0,124	0,219	0,027	-0,133	1,227	-0,761	0,147	-0,701	-0,529
Latvia	-	-	-	-	-	0,159	-	0,078	-	-
Lithuania	-	-	-	-	0,219	-	0,052	0,261	0,245	0,02
Macedonia, FYR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Moldova	-	-	-	-0,03	-	-	-	-	-	-
Poland	-	-	-	-0,495	-0,006	-0,15	-	-0,05	0,577	-0,057
Romania	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	-0,651	0,004	0,004	-0,084	0,004
Russia	0,949	4,94	6,44	-0,1	-	-0,1	-0,001	-0,219	-	-0,281
Serbia and Montenegro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Slovakia	0,2	0,864	0,081	-	-	0,412	-0,055	0,161	-0,01	0,623
Soviet Union	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Turkey	0,754	0,589	-0,534	-1,476	1,043	0,287	-0,002	2,753	2,156	1,932
Ukraine	0,972	0,147	-0,289	-	-	-0,155	0,291	-	-0,493	2,263
Latin America & Caribbean	6,756	12,67	4,097	-21,356	1,868	11,945	3,659	7,079	14,364	-2,292
Argentina	3,37	7,002	2,344	-5,949	2,507	4,015	1,889	2,386	5,003	3,891
Belize	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Bolivia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brazil	1,448	3,64	0,604	-9,334	-1,228	1,425	1,125	3,368	4,06	-3,916
Chile	-	0,5	-	0,413	0,2	1,2	0,286	-	-	-
Colombia	0,388	0,525	0,5	-0,05	0,414	0,5	-0,125	0,456	0,75	0,148
Costa Rica	-	0,2	-	-0,067	-	0,3	-	-	-	-0,002
Cuba	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dominican Republic	-0,002	-	0,011	-	-0,002	-	-0,002	-	-0,008	-
Ecuador	-0,006	-	-	-0,289	-	-	-	-	-0,023	-2,298
El Salvador	-	-	-	-	-	-	0,15	-	0,05	-
Grenada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guatemala	-0,012	-	-0,012	-	-	-	-	-	-	-
Haiti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jamaica	-	0,25	-	-	-	-	-	-0,07	0,196	-
Mexico	1,717	-0,149	0,348	-0,347	0,13	4,34	0,259	1,209	4	-0,396
Nicaragua	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Peru	0,005	-	-	-0,59	-	-	-0,001	-0,001	-	-
Surinam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trinidad & Tobago	-	-	-	-	-	-	0,23	-	-	0,25
Uruguay	-0,028	0,206	-0,069	0,2	-0,029	0,435	-0,029	-	-0,029	0,3
Venezuela	-0,124	0,497	0,371	-5,343	-0,124	-0,269	-0,124	-0,269	0,365	-0,269
Int, organisations	23,529	8,852	8,182	14,394	13,632	7,033	5,966	-0,838	5,279	6,34

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
All countries	298,643	263,929	412,851	370,226	265,946	340,551	327,36	329,004	149,156	187,891
Developed countries	238,617	238,217	373,585	335,65	239,487	322,43	301,729	297,886	139,911	186,777
Australia	0,997	-1,908	1,199	7,39	5,891	1,602	0,935	4,107	3,999	5,786
Austria	3,669	0,056	6,46	1,535	1,97	7,606	9,503	4,08	0,589	1,302
Belgium	0,333	0,507	4,302	4,507	1,144	0,056	3,655	4,635	0,041	0,663
Canada	-0,054	-0,968	4,442	5,651	4,117	7,135	6,688	3,244	5,408	1,538
Cyprus	-	0,006	-0,008	0,234	0,082	0,17	0,474	-0,449	0,002	-0,003
Denmark	0,219	0,429	0,784	2,381	-0,504	0,035	0,057	0,504	0,307	-0,497
Finland	-0,457	-2,12	-0,712	5,166	-1,058	-0,237	0,96	4,434	-1,291	0,271
France	17,711	14,498	29,02	18,703	16,217	26,701	7,357	22,651	6,802	17,369
Germany	23,803	23,898	60,434	39,993	54,025	48,413	55,656	47,057	35,358	23,834
Greece	-0,066	-0,286	2,129	0,094	0,409	0,821	8,283	3,313	-0,226	-0,893
Iceland	0,149	0,457	0,137	0,109	-0,036	0,375	0,236	0,562	0,064	-0,431
Ireland	2,449	-0,068	5,963	3,02	0,546	3,59	2,693	2,58	2,06	5,913
Italy	12,538	9,271	11,01	9,8	5,386	22,599	16,415	4,324	12,142	17,631
Japan	-1,057	-3,207	-3,063	0,411	-2,827	0,952	1,442	4,378	-0,976	-2,319
Liechtenstein	-	-	-	-	-	-	0,037	0,026	0,003	0,035
Luxembourg	1,377	4,938	12,036	6,473	4,49	7,453	5,767	6,019	0,214	3,451
Malta	-0,01	-	-0,01	-	-0,01	-	-0,01	-	-0,01	-
Netherlands	32,219	25,716	23,046	24,476	13,902	28,447	19,793	19,923	21,396	13,328
New Zealand	-0,222	-0,208	-0,112	0,176	0,013	0,414	-0,06	0,589	-0,196	-0,157
Norway	-0,199	0,894	1,633	1,263	0,378	1,715	1,153	1,639	-0,891	2,581
Portugal	0,5	0,254	2,192	0,863	0,28	0,33	4,979	2,568	0,287	-0,044
Slovenia	-	-0,004	0,092	0,394	-0,325	-0,004	-	-0,004	-	0,026
Spain	2,756	2,608	1,29	4,675	2,522	5,8	7,354	5,819	6,274	13,592
Sweden	-1,947	-1,88	1,798	3,785	-0,722	2,846	-0,447	4,449	0,22	-0,059
Switzerland	1,262	2,326	1,162	0,362	-3,066	-0,724	0,072	0,448	-1,257	-0,29
United Kingdom	19,353	27,636	23,469	29,899	21,706	24,148	10,798	38,976	17,941	29,767

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
United States	123,289	135,373	184,893	164,293	114,957	132,186	137,939	112,014	31,653	54,382
Offshore centres	20,793	23,489	29,591	29,493	20,102	19,892	10,382	21,515	-1,127	0,29
Aruba	-0,313	0,056	0,384	0,519	0,002	-0,39	-1,876	-0,063	-0,878	-1,161
Bahamas	-0,1	0,034	0,022	-0,279	0,147	-0,105	-0,042	0,293	-0,077	-0,218
Bahrain	-	-	-	-	-0,06	-	-	0,325	-0,2	-
Barbados	-	-	-	-	-	0,15	-	-	-	-
Bermuda	-1,069	3,635	0,806	0,385	1,265	-0,481	-1,647	0,895	-0,534	-1,194
Cayman Islands	21,137	16,133	22,545	22,527	14,387	13,906	8,311	14,773	1,149	-0,558
Gibraltar	0,006	0,553	0,576	1,327	1,037	0,449	0,45	0,653	-1,359	0,228
Hong Kong SAR	0,466	1,672	-0,038	3,624	-0,147	-0,674	4,153	2,465	1,118	1,092
Lebanon	0,272	0,834	0,019	1,05	1,21	0,16	1	0,398	0,865	3,23
Macau SAR	-	-	-	-0,077	-	-	-	-0,077	-	-
Mauritius	0,079	-0,144	0,006	0,007	-0,098	-	0,078	0,28	-	-0,1
Netherlands Antilles	-0,901	0,82	3,011	0,345	-0,674	1,996	-0,095	2,103	-0,817	-1,156
Panama	0,35	-0,005	1,031	-0,15	-0,043	-0,359	-0,347	-0,005	0,096	0,024
Singapore	0,485	-0,005	-0,22	0,883	2,837	3,878	0,431	-0,6	-0,156	0,328
West Indies UK	0,38	-0,095	1,446	-0,668	0,237	1,363	-0,035	0,076	-0,333	-0,225
Developing countries	35,453	-4,264	9,921	-1,467	-5,893	-1,287	6,169	3,711	1,977	3,591
Africa & Middle East	0,868	-0,125	0,451	0,958	1,959	-0,037	0,634	1,637	0,628	0,198
Algeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Angola	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Benin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cameroon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Congo	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Congo Democratic Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cote d'Ivoire	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-
Egypt	-	-	-	-	1,5	-	-	-	-	-

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Gabon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ghana	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iran	-	-	-	-	-	-	-	-	0,608	0,378
Iraq	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Israel	0,446	0,1	-	0,6	-	-0,038	0,351	-	-0,1	0,457
Jordan	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	0,081	-0,005	-0,15	-0,005
Kenya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwait	-	-	-	-	-	-	0,45	-	0,3	-
Lesotho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Libya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malawi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mali	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Morocco	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,225	-
Mozambique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Namibia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Niger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nigeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,601
Oman	-	-	-	-	-	-	-0,225	-	-	-
Qatar	-	-	-	-	-	-	-0,073	-	-0,036	-
Saudi Arabia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Senegal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Seychelles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
South Africa	-0,039	-0,178	-0,009	0,36	0,461	0,003	0,053	0,989	0,004	-0,034
Sudan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tanzania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tunisia	0,463	-0,046	0,462	-	-	-	-	0,65	-	-

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Uganda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
United Arab Emirates	-	-	-	-	-	-	-	-	0,23	-
Yemen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zambia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zimbabwe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asia & Pacific	-1,385	-0,021	-2,102	1,829	-3,195	2,772	2,967	5,413	2,195	2,602
Azerbaijan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bangladesh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
British Overseas Territories	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brunei	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
China	-0,247	-	-0,15	1,36	-1,407	0,152	0,86	-1,135	-0,405	-0,912
Chinese Taipei	-0,287	0,149	0,486	0,44	0,177	-0,065	1,004	1,929	0,897	0,476
French Polynesia	-	-	0,018	-	-	-	-	-	-	-
Georgia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
India	-	-	-0,19	-0,109	-0,15	-	-0,15	0,1	-0,392	-0,072
Indonesia	-0,03	-0,539	-0,363	-0,376	-0,165	-	-0,076	0,107	-0,17	0,15
Kazakhstan	-	-	-	-	0,15	-	-	-	-	-0,25
Kyrgyz Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Laos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	0,309	0,98	0,009	0,744	0,909	0,01	1,53	2,726	0,405	1,136
Myanmar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nauru	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Caledonia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
North Korea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pakistan	-	-0,091	-	-0,045	-0,1	-0,15	-0,019	-	-	-0,146
Papua New Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Philippines	0,176	-0,309	-0,862	0,266	-0,19	1,216	1,642	0,792	0,449	0,94
South Korea	-1,086	0,156	-0,762	-0,208	-1,556	2,048	-1,472	1,139	1,36	0,738

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Sri Lanka	-	-	-	-	-	-	-	-	0,35	-
Thailand	-0,219	-0,368	-0,288	-0,242	-0,863	-0,438	-0,351	-0,345	-0,3	0,042
Turkmenistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uzbekistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vietnam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5
Europe	21,601	-0,449	1,282	0,203	-0,081	0,864	1,096	1,509	0,938	1,184
Belarus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bulgaria	0,001	0,001	0,001	0,001	-0,015	0,224	-0,358	-0,114	-0,068	-0,868
Croatia	0,376	-	0,639	-	0,212	-	0,143	0,407	-	0,1
Czech Republic	-0,325	-	-	-	0,022	0,879	-	0,178	-	-
Estonia	-0,012	0,188	0,117	-0,082	-0,002	-0,042	-0,013	0,082	0,208	-0,004
Former Czechoslovakia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hungary	-0,351	0,22	-	0,918	-0,011	-0,54	-0,43	-0,273	-0,2	-
Latvia	-0,03	-	-	0,022	-	0,181	-	-	0,02	-
Lithuania	0,106	0,025	0,222	-	-0,02	-	-	0,356	-0,2	-
Macedonia, FYR	-	-	-	-	-	-	-0,003	-	-0,003	-
Moldova	-	-	-	-	-	-	-	-0,075	-	-
Poland	-0,131	-0,944	0,691	-0,319	-0,114	0,208	0,633	-0,032	1,375	-0,703
Romania	0,004	0,263	0,096	0,656	0,004	-0,124	0,004	0,345	0,004	0,444
Russia	20,519	-	-0,15	-0,459	-	-0,176	0,375	0,95	-	1,655
Serbia and Montenegro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Slovakia	0,187	-0,059	-	0,098	-0,08	-0,18	-	0,143	-	-0,255
Soviet Union	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Turkey	1,257	-0,144	0,456	-0,63	-0,012	0,435	0,853	-0,456	-0,086	0,316
Ukraine	-	-	-0,791	-	-0,064	-	-0,106	-	-0,112	0,499
Latin America & Caribbean	14,369	-3,668	10,291	-4,458	-4,576	-4,887	1,471	-4,849	-1,783	-0,393
Argentina	2,113	-1,794	1,182	4,702	-0,494	-0,627	-0,342	-0,374	-1,229	-0,417
Belize	-	-	-	-	-	-	-	0,045	0,125	-

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Bolivia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brazil	6,292	1,065	2,382	-4,524	-1,354	-1,348	1,13	0,159	-1,21	-1,974
Chile	0,3	-	-	0,605	0,356	0,65	-	0,864	0,371	0,816
Colombia	0,271	0,144	0,784	1,609	0,101	0,874	-0,216	-0,719	0,399	0,5
Costa Rica	0,25	-0,01	0,25	-0,017	-	-0,01	0,25	-0,01	-	-0,01
Cuba	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dominican Republic	-0,008	-	-0,01	-	0,49	-	-0,01	-	-0,01	0,025
Ecuador	3,75	-	-0,472	-3,143	-	-	-	-0,147	-	-0,005
El Salvador	-	-	-	-	0,354	-	0,14	0,5	0,3	0,452
Grenada	-	-	-	-	-	-	-	-	0,1	-
Guatemala	-	-	-	-	-	0,325	-	-	-	-
Haiti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jamaica	0,225	-	0,166	0,4	-	0,25	-	0,3	-0,2	-
Mexico	1,227	-2,569	5,174	-4,196	-4,076	-5,515	-0,112	-5,188	-0,256	0,921
Nicaragua	-	-	-	-	-	-	-0,005	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Peru	-	-0,003	-	-	-	-	0,74	-0,068	-	-0,418
Surinam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trinidad & Tobago	-	-0,196	0,073	-	-	0,15	-	-	-	-
Uruguay	0,074	0,098	0,273	0,198	-0,043	0,41	0,221	0,071	-0,029	-
Venezuela	-0,124	-0,403	0,489	-0,091	0,089	-0,046	-0,324	-0,281	-0,144	-0,281
Int, organisations	3,779	6,487	-0,246	6,55	12,25	-0,484	9,08	5,892	8,394	-2,768



	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
All countries	289,539	335,855	324,328	398,42	483,536	336,98	295,494	423,246	493,69	490,885
Developed countries	276,776	305,899	310,681	389,105	452,32	310,879	274,5	401,432	463,85	480,585
Australia	6,356	10,296	10,582	8,804	18,415	15,158	17,559	7,259	15,37	13,517
Austria	3,639	11,626	5,037	2,783	10,989	4,471	2,827	2,46	13,402	12,544
Belgium	5,898	6,935	0,224	1,079	6,493	7,622	1,623	1,403	11,723	1,841
Canada	-0,45	10,198	5,419	10,685	-0,239	-2,89	9,588	6,022	3,315	6,071
Cyprus	0,003	-	0,004	0,587	0,003	-0,003	0,986	0,035	-0,068	0,619
Denmark	2,146	3,068	1,352	-0,421	3,451	2,451	0,432	1,007	8,136	6,027
Finland	6,935	4,576	1,663	0,276	3,364	7,571	-2,036	1,597	-0,354	7,121
France	26,694	37,624	20,27	26,743	9,941	16,384	18,485	39,527	37,049	42,203
Germany	54,342	42,096	53,813	43,25	98,602	51,905	63,154	28,285	56,5	69,599
Greece	10,387	1,218	0,098	-0,544	14,019	3,148	-0,542	-1,202	13,38	11,709
Iceland	0,048	0,561	0,927	1,167	1,921	0,851	3,574	3,299	3,85	4,348
Ireland	8,483	12,014	14,27	31,847	17,76	19,644	24,538	29,504	30,592	46,9
Italy	21,193	15,168	17,965	21,406	45,655	36,347	10,67	37,181	35,897	30,063
Japan	-0,977	1,365	-2,24	7,788	4,602	8,325	1,074	1,951	3,797	3,326
Liechtenstein	0,017	0,01	0,002	0,003	0,007	-	-0,001	0,005	0,002	-0,001
Luxembourg	6,82	6,423	4,7	18,933	4,694	10,835	2,525	8,76	11,791	21,195
Malta	-0,01	-	-0,02	-	-	-	-0,01	-	-0,01	-
Netherlands	22,342	35,748	13,949	33,987	1,349	13,557	4,583	26,735	20,329	20,216
New Zealand	-0,234	0,479	-0,072	0,16	0,077	0,167	1,926	0,557	1,923	1,278
Norway	3,018	1,594	3,401	2,23	1,637	2,898	-0,075	3,061	2,724	2,296
Portugal	2,608	0,291	-0,15	2,429	-1,678	2,704	0,664	0,326	4,61	0,1
Slovenia	-	-0,004	-	-0,004	-	-0,25	-	0,166	-	-0,634
Spain	11,868	20,935	16,413	35,145	28,788	37,437	17,76	50,967	57,004	65,367
Sweden	1,156	3,876	0,257	2,779	3,239	0,242	1,651	2,166	5,596	7,97
Switzerland	-0,412	-0,306	-0,833	1,802	0,488	2,043	1,17	0,453	-1,386	-0,32
United Kingdom	33,265	43,141	60,308	63,813	71,44	62,603	69,695	84,77	82,282	70,02

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
United States	51,641	36,969	83,345	72,38	107,304	7,659	22,679	65,138	46,393	37,211
Offshore centres	2,265	9,243	2,875	6,304	2,172	7,351	8,154	8,248	4,967	6,44
Aruba	-1,32	-0,439	1,925	0,632	-0,157	-0,224	-0,211	-0,127	-0,147	-1,268
Bahamas	0,116	-0,025	0,423	0,004	0,366	0,397	0,28	0,287	0,605	-0,112
Bahrain	0,5	0,25	-	-	-	0,25	-	-	-	-
Barbados	-	-	-	-	-	-	-	0,014	0,214	0,006
Bermuda	-0,114	-0,865	-0,773	3,805	-0,66	0,423	1,084	0,911	3,458	0,482
Cayman Islands	-0,236	4,13	-2,202	-6,071	3,397	-0,972	5,386	0,208	-3,855	1,76
Gibraltar	-0,165	0,102	0,157	0,06	0,02	-0,022	-0,418	-0,776	0,184	0,037
Hong Kong SAR	1,17	2,428	0,524	0,45	0,981	0,743	1,901	0,58	1,09	0,168
Lebanon	0,7	0,245	-0,416	0,018	-0,858	1,21	1,315	2,132	-1,168	2,221
Macau SAR	-	-	0,12	-	-	-	-	-	-	-
Mauritius	-	0,25	0,05	-	-	-	-0,6	-	-	-
Netherlands Antilles	-0,563	0,359	0,076	-0,282	-2,13	3,206	-3,689	-0,018	3,712	3,166
Panama	0,168	-0,007	-0,047	-0,005	0,179	-0,029	-0,009	0,595	-	-0,005
Singapore	0,498	0,686	1,33	2,529	0,35	2,209	3,006	3,14	0,979	0,944
West Indies UK	1,512	2,129	1,707	5,164	0,685	0,16	0,109	1,3	-0,104	-0,959
Developing countries	0,995	4,762	7,445	9,409	18,038	9,962	7,129	16,356	22,979	-5,328
Africa & Middle East	0,374	2,328	0,475	0,496	2,351	2,51	-0,273	2,297	1,719	3,187
Algeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Angola	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Benin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cameroon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Congo	0,003	0,003	0,003	-0,595	-	-	-	-	-	-
Congo Democratic Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cote d'Ivoire	-0,005	-	-0,006	-	-0,006	-	-0,006	-	-0,006	-
Egypt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Gabon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ghana	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iran	-	-	-	-	-	0,024	-	-	-	-
Iraq	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Israel	0,051	0,789	0,007	0,75	0,773	0,965	-0,085	0,875	-0,275	-0,125
Jordan	-	-0,005	-	-0,612	-0,035	-0,005	-	0,14	-	-0,005
Kenya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwait	-	-	-	0,2	-	-	-	0,5	-0,45	0,5
Lesotho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberia	-	-	-	0,35	-	-	-	-	-	-
Libya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malawi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mali	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Morocco	-	-	0,465	-	-	-0,167	-	-	-	-
Mozambique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Namibia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Niger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nigeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Oman	-	-	-	-	-	0,25	-	-	-	-
Qatar	-0,036	-	-	0,7	0,592	-	-0,036	-	-0,036	-
Saudi Arabia	-	-	-	-	-	-	-	0,187	0,6	-
Senegal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Seychelles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
South Africa	0,005	1,541	0,006	-0,297	0,007	0,901	-0,145	-0,38	0,811	0,187
Sudan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tanzania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tunisia	0,357	-	-	-	-0,28	0,542	-	-0,025	-	0,629

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Uganda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
United Arab Emirates	-	-	-	-	1,3	-	-	1	1,075	2
Yemen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zambia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zimbabwe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asia & Pacific	2,302	4,928	5,562	2,878	8,152	6,093	5,348	6,411	6,186	7,001
Azerbaijan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bangladesh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
British Overseas Territories	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brunei	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
China	-0,3	-0,085	-0,208	0,965	-0,85	-0,5	0,53	2,822	-0,095	1,008
Chinese Taipei	1,159	0,731	3,439	2,04	2,399	2,075	-0,257	0,347	-0,248	-0,458
French Polynesia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Georgia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
India	-0,22	-	0,1	0,099	0,798	0,5	0,273	0,849	0,752	0,5
Indonesia	0,005	0,387	0,342	-	1,305	0,025	-	0,038	0,2	0,98
Kazakhstan	-	0,1	-	-	0,2	0,3	-	0,1	0,2	0,6
Kyrgyz Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Laos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	-0,082	0,054	-0,839	-0,487	0,02	-0,076	1,497	0,443	0,198	0,819
Myanmar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nauru	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Caledonia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
North Korea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pakistan	-	-	-	-0,146	0,5	-	-	-0,146	0,6	-
Papua New Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Philippines	1,008	0,801	0,497	1,381	0,383	0,143	0,959	-0,066	1,725	0,684
South Korea	0,859	3,007	2,42	-0,298	3,758	2,937	1,755	2,022	2,663	1,708

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Sri Lanka	-	-	-	-	-	-	-	0,1	-	-
Thailand	-0,126	-0,067	-0,19	-0,677	-0,36	0,688	0,591	-0,096	0,205	1,16
Turkmenistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uzbekistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vietnam	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,013	-
Europe	5,984	-0,429	3,195	2,051	3,133	7,417	3,059	4,21	9,365	11,403
Belarus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bulgaria	-0,05	0,001	-0,05	0,001	-0,01	0,001	-0,679	0,001	-1,089	0,001
Croatia	0,768	0,215	-	-	0,337	0,725	0,314	-0,236	-0,657	-
Czech Republic	0,182	-	-	0,333	-	2,016	0,124	0,403	1,315	-
Estonia	0,322	-0,211	-	-0,002	0,077	0,124	-0,012	0,93	0,085	-0,075
Former Czechoslovakia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hungary	0,533	-0,25	0,308	-0,2	-0,332	0,348	0,909	1,816	2,605	1,117
Latvia	-	-	-	-	-	0,228	-	0,007	-	0,125
Lithuania	0,432	-0,284	-0,045	-	0,387	-	0,062	-	0,353	-
Macedonia, FYR	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-	-0,005	-
Moldova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poland	1,61	-0,204	1,672	1,007	3,07	1,265	-	-	4,602	7,267
Romania	0,005	0,005	0,818	-0,173	0,005	-0,176	0,005	-0,041	0,005	0,573
Russia	2,04	-1,214	-	1,055	-0,699	1,193	0,75	0,247	0,91	0,225
Serbia and Montenegro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,018
Slovakia	-	-0,306	-0,093	0,287	-	0,597	-	-0,259	-	-0,944
Soviet Union	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Turkey	0,306	1,02	0,664	-0,556	-0,06	0,996	0,21	1,343	1,385	1,795
Ukraine	-0,159	0,8	-0,074	0,3	0,362	0,1	1,38	-	-0,144	0,3
Latin America & Caribbean	-7,664	-2,064	-1,787	3,984	4,403	-6,059	-1,005	3,438	5,709	-26,919
Argentina	-1,348	-0,957	-1,044	0,038	-0,542	-2,546	-1,343	-0,041	-0,13	-28,756
Belize	-	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Bolivia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brazil	-0,666	2,802	0,609	2,47	1,936	-3,747	-0,2	-1,578	1,683	-0,496
Chile	0,928	0,249	0,86	-0,263	0,843	-	-0,253	1,2	-0,083	0,15
Colombia	0,099	-0,564	0,443	0,5	-0,363	0,045	0,5	0,544	0,435	0,146
Costa Rica	0,45	-0,356	-	0,04	0,096	-	-	-	-	-
Cuba	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dominican Republic	0,59	-	-0,01	-	-0,01	-	-0,21	-	-0,01	-1,03
Ecuador	-	-0,002	-	-	-	-	-	-0,002	0,205	-
El Salvador	0,349	-	-	-	-	-	0,286	-	-	0,375
Grenada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guatemala	-	-	0,3	-	-	-	-	0,43	-	-
Haiti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jamaica	-0,215	-	-	-	0,248	0,125	0,034	0,186	-	0,05
Mexico	-8,358	-3,128	-3,88	1,037	1,189	-1,311	0,208	0,036	2,754	0,671
Nicaragua	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Peru	0,732	-	-0,036	-0,41	-	0,4	-	0,806	0,333	-
Surinam	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,016	-
Trinidad & Tobago	-0,073	-	-	-	0,1	-	-	-	0,1	-
Uruguay	-0,029	0,356	-0,029	-0,179	0,03	-	0,241	-	-0,003	0,396
Venezuela	-0,124	-0,565	0,999	0,751	0,876	0,975	-0,269	1,858	0,441	1,575
Int, organisations	9,503	15,95	3,328	-6,397	11,005	8,788	5,711	-2,79	1,893	9,188

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
All countries	241,448	570,413	629,25	579,731	513,198	877,059	824,975	1081,621	395,764	481,869
Developed countries	201,125	505,466	546,037	532,479	417,875	708,708	703,829	908,325	310,522	427,697
Australia	1,376	7,964	16,101	12,863	11,288	23,156	14,502	22,65	6,897	1,338
Austria	-0,202	5,783	6,451	10,497	5,986	11,894	25,587	4,594	5,334	1,753
Belgium	-5,184	1,178	11,851	3,327	-4,346	5,912	10,823	20,169	5,351	5,509
Canada	-0,75	8,927	5,244	-4,345	9,841	14,906	13,606	16,637	4,157	18,414
Cyprus	0,024	-	0,028	0,519	0,004	-0,177	0,21	3,09	-0,326	0,024
Denmark	1,354	4,55	2,847	3,513	1,116	3,876	5,741	3,641	-2,087	1,108
Finland	1,535	1,648	1,246	10,079	-6,42	1,569	-2,653	6,603	-6,895	-1,392
France	2,456	49,184	20,291	31,536	21,31	70,523	26,98	49,173	3,911	32,608
Germany	2,919	31,369	42,904	30,316	-2,617	15,943	67,358	42,413	-17,915	-8,942
Greece	0,986	-0,346	10,065	10,889	2,593	5,02	12,676	5,961	0,821	-1,376
Iceland	3,841	3,603	2,477	1,583	3,215	4,927	1,583	1,537	-0,391	1,368
Ireland	11,659	39,752	38,032	64,575	72,868	74,483	52,268	93,266	57,022	45,867
Italy	-10,479	33,508	40,673	26,239	24,767	28,006	26,958	53,028	-5,753	15,78
Japan	6,075	0,552	3,583	1,889	-0,069	3,047	-1,512	2,41	0,483	4,39
Liechtenstein	0,003	0,001	0,002	0,206	0,001	0,003	0,002	0,207	0,003	-0,051
Luxembourg	24,375	17,339	11,406	14,194	19,531	22,638	4,961	15,643	14,178	19,404
Malta	-0,01	-	-0,01	-	-	-0,01	-	-0,01	-0,01	-
Netherlands	7,97	43,76	32,506	44,585	38,405	60,075	66,075	52,1	17,145	31,664
New Zealand	0,129	1,357	-0,506	0,47	0,158	-1,271	-0,339	-0,735	-0,267	-0,098
Norway	0,323	4,378	2,8	8,448	6,588	7,378	5,467	1,828	5,477	4,983
Portugal	3,402	5,855	3,623	1,74	3,599	6,18	0,465	13,769	-1,768	3,953
Slovenia	-	-0,004	-	-0,004	-	-0,008	1,47	-	-	0,142
Spain	22,617	62,962	84,877	68,512	36,861	79,432	70,863	81,656	33,327	21,157
Sweden	4,106	1,297	10,908	-1,386	0,438	9,927	13,675	18,213	-1,543	2,79
Switzerland	0,247	1,078	0,649	1,176	0,835	-0,077	0,336	1,985	-1,175	-0,058
United Kingdom	75,396	107,332	83,927	57,155	97,645	112,28	145,034	163,526	88,869	59,634

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
United States	46,958	72,439	114,062	133,903	74,278	149,076	141,695	234,971	105,675	167,728
Offshore centres	13,596	46,069	46,23	54,347	79,75	125,97	92,502	119,143	66,937	28,841
Aruba	-0,559	-0,556	-1,376	-0,718	-0,167	-0,033	-0,774	-0,04	-0,121	0,046
Bahamas	0,519	0,71	0,206	-0,368	0,101	-0,58	0,593	0,45	0,857	0,446
Bahrain	0,4	0,5	0,5	-	0,3	0,1	-	2,095	-	-0,102
Barbados	-0,007	0,115	-0,001	0,15	0,025	0,05	-	0,01	0,027	0,054
Bermuda	-0,088	1,006	-0,621	1,837	3,257	-1,468	3,431	4,1	0,328	0,317
Cayman Islands	4,465	43,007	47,712	47,354	75,644	123,025	90,304	98,809	61,185	24,103
Gibraltar	0,11	0,012	0,017	-0,142	-1,038	-0,107	-0,27	-0,007	0,685	-0,396
Hong Kong SAR	4,997	-4,108	-0,473	-0,35	-1,123	0,449	-0,349	2,248	0,36	-0,942
Lebanon	-0,149	0,995	0,89	2,869	-0,199	-0,342	-0,3	0,003	0,188	-0,229
Macau SAR	-	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Mauritius	-	0,01	-	0,016	0,08	-0,169	0,067	-0,217	-0,461	-0,159
Netherlands Antilles	0,714	0,641	-2,275	0,804	2,006	1,532	-4,105	4,837	3,946	1,311
Panama	0,4	1,106	1,303	-0,61	0,054	0,291	-	0,445	-	0,475
Singapore	2,286	1,783	0,188	3,517	0,963	1,374	2,474	4,673	0,274	0,547
West Indies UK	0,508	0,248	0,16	-0,013	-0,153	1,848	1,43	1,735	-0,329	3,37
Developing countries	8,829	20,289	32,185	-8,483	18,702	37,219	25,147	43,056	5,512	20,673
Africa & Middle East	4,159	2,962	9,564	6,263	2,225	12,857	4,942	8,879	3,65	6,913
Algeria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Angola	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Benin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cameroon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Chad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Congo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Congo Democratic Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cote d'Ivoire	-0,006	-	-0,006	-	-0,006	-	-0,006	-	-0,006	-
Egypt	1,25	-	-	-	-0,5	-	0,75	-	1,055	-



	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Gabon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Ghana	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,95
Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Iran	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,859	-
Iraq	-	-	2,7	-	-	-	-	-	-	-
Israel	-0,28	0,691	1,393	-0,672	-	0,472	-0,278	-	-0,582	-0,125
Jordan	-0,046	-0,005	-	-	-	-	-	-	-	-
Kenya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwait	-	-	0,019	0,502	-	0,1	-	0,1	-0,2	-
Lesotho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberia	-	-	-	-	-	-	1,293	-	-	0,15
Libya	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malawi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mali	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Morocco	-	-	-	-	-	-	-	0,671	-	-
Mozambique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Namibia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Niger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nigeria	-	-	-	-	-	-1,45	0,175	-	-	-
Oman	-	-	-	-	-	0,95	-	0,015	-	-
Qatar	2,214	-	-0,036	1,15	1,514	1,49	-	-	0,3	-
Saudi Arabia	-	0,7	-	1,408	0,467	0,5	-	-	-	-
Senegal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Seychelles	-	-	-	-	-	0,2	-	-	-	0,03
South Africa	0,762	-0,229	0,882	1,444	0,376	0,22	-0,264	6,297	0,91	0,468
Sudan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tanzania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tunisia	-0,135	-	-0,299	-0,091	-	-	-	-	0,002	-

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Uganda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
United Arab Emirates	0,4	1,805	4,912	2,522	0,375	10,374	3,272	1,795	3,031	4,439
Yemen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zambia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zimbabwe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asia & Pacific	5,395	5,982	9,305	2,839	6,752	5,448	6,941	11,65	1,295	7,257
Azerbaijan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bangladesh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
British Overseas Territories	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brunei	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
China	1,23	1	-0,257	-0,778	-0,509	-0,15	0,716	2,047	1,214	0,09
Chinese Taipei	-0,975	-0,505	-1,61	-1,054	-0,12	0,52	-0,906	-1,328	-1,403	0,134
French Polynesia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Georgia	-	-	-	-	-	-	0,2	-	-	-
India	1,198	0,672	2,733	2,24	0,789	1,366	4,72	2,121	1,609	4,416
Indonesia	0,099	1,28	2	-0,242	-0,4	0,067	1,35	0,875	-	-0,022
Kazakhstan	-	0,45	0,421	0,55	0,687	0,27	-	-0,4	-	0,65
Kyrgyz Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Laos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	0,438	-0,559	1,1	-0,209	0,759	0,177	-0,177	-1,06	-0,13	0,163
Myanmar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nauru	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Caledonia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
North Korea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pakistan	-	-0,146	0,8	-	-	0,25	-	0,75	-	-
Papua New Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Philippines	0,943	-1,117	2,521	-0,528	1,401	-0,774	1,455	-0,188	-0,416	-0,418
South Korea	2,277	3,876	1,559	2,809	3,696	3,534	0,179	9,713	0,483	1,863

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Sri Lanka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5
Thailand	0,197	0,281	0,05	0,052	0,31	-0,113	-0,658	-1,067	-0,05	-0,12
Turkmenistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uzbekistan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vietnam	-0,013	0,75	-0,013	-	-0,013	-	-0,013	0,187	-0,013	-
Europe	-2,253	5,638	10,919	-0,124	5,135	12,468	10,924	8,329	0,076	3,662
Belarus	-	-	-	-	-	0,092	-	0,019	-	-0,101
Bulgaria	-0,448	0,001	0,026	0,001	0,001	0,224	-0,327	0,001	0,001	0,001
Croatia	-	-	-0,574	-	-0,706	0,192	-	0,338	0,068	-0,304
Czech Republic	-	-0,2	-	-	0,275	-0,656	0,281	0,229	0,069	0,87
Estonia	-0,012	0,154	-0,466	-	-	-	-0,108	-0,202	-	0,038
Former Czechoslovakia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hungary	0,614	0,311	3,49	-1,189	2,181	2,087	2,71	1,086	0,124	0,324
Latvia	-0,024	-	-	0,247	-	-0,006	-	-0,04	-	-
Lithuania	-	-0,034	0,485	-	-	0,806	-	0,237	-0,069	0,851
Macedonia, FYR	-0,005	0,176	-0,007	-	-0,007	-	-0,007	-	-0,007	-
Moldova	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poland	-1,055	2,117	4,207	0,182	-0,637	0,723	-	1,227	-0,3	0,394
Romania	0,005	0,256	0,006	-0,04	0,006	0,077	0,006	-0,42	-	-0,22
Russia	-2,317	0,035	0,215	0,94	1,174	5,665	3,929	2,686	0,24	-0,491
Serbia and Montenegro	-	-	-	-	-	-	0,165	-	-	-
Slovakia	-	-	1,202	-	-0,153	-0,2	-	1,079	-	-
Soviet Union	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Turkey	0,972	1,659	2,322	-0,264	2,584	1,365	3,868	1,089	-0,55	1,25
Ukraine	0,016	1,163	0,012	-	0,417	2,101	0,407	1	0,5	1,05
Latin America & Caribbean	1,529	5,707	2,398	-17,461	4,59	6,446	2,34	14,198	0,491	2,842
Argentina	-0,111	0,362	0,207	-0,383	0,034	0,586	-0,362	1,616	1,221	0,394
Belize	-	-	-	-	-	-	-0,114	-	-	-

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Bolivia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brazil	0,04	-0,042	0,661	-11,665	3,003	2,046	1,747	1,62	-1,091	-0,953
Chile	-0,061	-0,2	-0,657	0,1	-0,2	0,2	0,134	-	-0,687	-0,185
Colombia	0,146	0,13	-0,245	-0,646	1,865	0,368	-0,498	1,132	0,301	0,46
Costa Rica	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuba	-	-	-	-	-	-	-	0,271	-	-
Dominican Republic	-0,047	0,135	0,29	-	-0,03	0,25	0,421	-	-0,01	-
Ecuador	-	0,647	-	-0,74	-	-	-	-	-	-
El Salvador	-	-	-	0,4	0,075	-	-0,05	-	-	-
Grenada	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Guatemala	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,15	-
Haiti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Jamaica	0,5	0,25	0,35	-	0,15	0,2	0,35	0,125	-0,225	0,15
Mexico	0,146	0,629	0,655	-1,243	-1,294	0,848	-0,711	0,524	0,568	2,156
Nicaragua	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Peru	0,75	0,727	-	-	0,213	0,979	1,417	-0,102	0,686	0,014
Surinam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trinidad & Tobago	-	-	0,5	-	-	-0,15	-	0,9	-	-
Uruguay	0,29	0,2	0,695	-0,014	0,897	1,158	0,131	1,099	-0,013	-0,178
Venezuela	-0,124	2,869	-0,059	-3,271	-0,123	-0,039	-0,123	7,012	-0,11	0,983
Int, organisations	17,897	-1,412	4,798	1,389	-3,129	5,163	3,497	11,097	12,793	4,658

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
All countries	374,572	1097,216	253,346	624,31
Developed countries	347,908	1058,974	244,803	636,583
Australia	21,964	4,432	-1,913	0,498
Austria	8,771	0,445	0,26	4,593
Belgium	3,419	39,005	-10,101	24,851
Canada	6,965	53,85	20,911	-9,531
Cyprus	-0,251	0,792	0,053	-0,417
Denmark	-2,04	6,377	5,026	-3,7
Finland	-1,749	6,994	-4,759	-0,601
France	17,334	83,731	17,131	23,06
Germany	26,876	3,164	-28,031	66,871
Greece	13,704	2,46	-0,064	3,899
Iceland	1,652	2,895	-0,711	-1,421
Ireland	35,062	42,156	17,253	79,768
Italy	18,415	48,37	-3,132	67,727
Japan	-0,077	4,616	-1,33	-5,016
Liechtenstein	-0,003	0,338	-0,005	-
Luxembourg	-1,362	15,488	-2,09	-2,831
Malta	-0,01	-	-0,01	-
Netherlands	3,459	73,078	2,231	21,814
New Zealand	-0,958	-0,655	0,302	-0,213
Norway	8,308	16,257	2,776	-1,705
Portugal	5,547	19,44	-0,291	5,09
Slovenia	1,471	-	-	-
Spain	-3,44	60,294	18,414	22,427
Sweden	-4,615	19,892	10,644	-0,811
Switzerland	-0,467	2,41	0,121	-1,376
United Kingdom	21,994	226,754	170,336	290,977

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
United States	167,94	326,39	31,78	52,629
Offshore centres	6,665	4,94	-0,418	-11,252
Aruba	-0,763	0,201	-0,029	-0,673
Bahamas	0,614	0,198	0,086	-0,468
Bahrain	-0,15	-0,237	-	-
Barbados	0,343	-	0,005	-0,015
Bermuda	-0,108	6,366	3,169	-1,278
Cayman Islands	13,258	-0,744	-3,044	-4,641
Gibraltar	-0,052	-0,119	-0,325	-0,078
Hong Kong SAR	-0,469	-0,694	-1,416	0,636
Lebanon	0,006	0,382	-0,31	-
Macau SAR	-	-	-0,12	-
Mauritius	0,134	-0,044	-0,152	-
Netherlands Antilles	-3,504	-0,963	1,203	-3,158
Panama	-	-0,37	-	-0,005
Singapore	-0,211	-0,052	0,698	-1,502
West Indies UK	-2,433	1,017	-0,182	-0,072
Developing countries	-2,691	22,081	4,573	-17,958
Africa & Middle East	-0,558	6,962	0,653	-0,778
Algeria	-	-	-	-
Angola	-	-	-	-
Benin	-	-	-	-
Cameroon	-	-	-	-
Chad	-	-	-	-
Congo	-	-	-	-
Congo Democratic Republic	-	-	-	-
Cote d'Ivoire	-0,009	-	-0,009	-
Egypt	-	0,067	-	-

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Gabon	-	-	-	-
Ghana	-	-	-	-
Guinea	-	-	-	-
Iran	-	-0,586	-	-
Iraq	-	-	-	-
Israel	0,247	0,955	-	-
Jordan	-	-	-	-
Kenya	-	-	-	-
Kuwait	0,305	-	-	-0,2
Lesotho	-	-	-	-
Liberia	-	-	-	-
Libya	-	-	-	-
Malawi	-	-	-	-
Mali	-	-	-	-
Morocco	-	-	-0,601	-
Mozambique	-	-	-	-
Namibia	-	-	-	-
Niger	-	-	-	-
Nigeria	-	-	-	-
Oman	-	-	-	-
Qatar	-	-	-	-
Saudi Arabia	-	1,33	-0,047	-
Senegal	-	-	-	-
Seychelles	-	-	-	-
South Africa	-0,03	-0,566	-0,754	-0,041
Sudan	-	-	-	-
Tanzania	-	-	-	-
Tunisia	-	-	-	-0,036

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Uganda	-	-	-	-
United Arab Emirates	-1,07	5,762	2,062	-0,502
Yemen	-	-	-	-
Zambia	-	-	-	-
Zimbabwe	-	-	-	-
Asia & Pacific	4,325	1,879	0,278	-5,217
Azerbaijan	0,014	0,026	0,01	-
Bangladesh	-	-	-	-
British Overseas Territories	-	-	-	-
Brunei	-	-	-	-
China	1,132	0,005	2,306	-1,526
Chinese Taipei	-1,419	-1,033	-1,245	-1,609
French Polynesia	-	-	-	-
Georgia	-	0,5	-	-
India	0,331	0,159	-0,099	0,618
Indonesia	2	1,9	-0,047	-0,151
Kazakhstan	-0,246	-0,26	-	-0,15
Kyrgyz Republic	-	-	-	-
Laos	-	-	-	-
Malaysia	1	-	0,11	-0,684
Myanmar	-	-	-	-
Nauru	-	-	-	-
New Caledonia	-	-	-	-
North Korea	-	-	-	-
Pakistan	-	-	-	-
Papua New Guinea	-	-	-	-
Philippines	0,467	-1,426	0,154	-0,145
South Korea	0,91	2,097	-0,87	-0,978



	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Sri Lanka	-	-	-	-0,065
Thailand	0,15	-0,089	-0,03	-0,526
Turkmenistan	-	-	-	-
Uzbekistan	-	-	-	-
Vietnam	-0,013	-	-0,013	-
Europe	-1,643	13,267	7,345	-1,838
Belarus	0,003	-	-	-
Bulgaria	0,001	0,001	0,237	0,001
Croatia	-0,66	-0,239	-0,042	-
Czech Republic	0,15	3,202	1,204	-0,156
Estonia	-	-0,016	-	-
Former Czechoslovakia	-	-	-	-
Hungary	1,26	3,449	0,357	-
Latvia	0,605	-0,156	-	-0,263
Lithuania	-0,3	0,009	-	-
Macedonia, FYR	-0,01	-	-0,01	-
Moldova	-	-	-	-
Poland	-0,777	3,806	-0,21	-
Romania	-	0,229	-	-0,5
Russia	-0,616	2,482	5,034	-0,221
Serbia and Montenegro	-	-	-	-
Slovakia	-	-	-	-
Soviet Union	-	-	-	-
Turkey	-1,299	0,5	1,3	-0,6
Ukraine	-	-	-0,525	-0,1
Latin America & Caribbean	-4,816	-0,026	-3,702	-10,125
Argentina	-1,693	-1,861	-0,376	-7,049
Belize	-	-	-	-

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Bolivia	-	-	-	-
Brazil	1,773	-2,072	-2,229	-1,238
Chile	-0,609	-0,065	-0,008	-
Colombia	-0,397	-0,239	0,04	-
Costa Rica	-0,2	-	-	-
Cuba	-	-	-	-
Dominican Republic	-0,01	-	-0,01	-
Ecuador	-	-	-	-
El Salvador	-	-	-	-
Grenada	-	-	-	-
Guatemala	-	0,035	-	-
Haiti	-	-	-	-
Jamaica	-	0,35	-	-
Mexico	-0,999	-0,658	-0,265	-1,457
Nicaragua	-	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-
Peru	-1,442	-	-	-0,15
Surinam	-	-	-	-
Trinidad & Tobago	-	-	-	-
Uruguay	-0,02	-0,104	-0,854	-0,047
Venezuela	-1,219	4,587	-	-0,184
Int, organisations	22,691	11,221	4,387	16,938



Annexe 5 – Statistiques financières internationales – BIS  
Quarterly Review – March 2009 – Table 13B: International  
bonds and notes by type, sector and currency (in billions of  
U.S dollars) – Net Issues 1998-2008.

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Total issues	189,635	232,249	133,601	68,24	266,762	348,244	287,941	188,274	273,198	260,74
Floating rate	41,137	60,942	38,825	20,202	60,4	96,59	69,536	64,425	73,537	110,508
US dollar	30,863	36,86	29,256	5,395	27,462	29,469	25,133	13,104	33,687	55,543
Euro	6,172	17,628	8,991	10,052	31,902	58,666	40,702	44,942	37,643	47,244
Yen	2,256	1,275	2,779	0,015	0,475	1,219	-1,105	0,816	-0,92	-0,282
Pound sterling	1,691	3,648	-3,069	4,091	1,72	6,169	4,123	5,422	1,299	7,323
Swiss franc	-0,051	0,557	0,947	0,398	-1,083	0,732	0,249	-0,222	0,521	0,47
Canadian dollar	-0,059	0,569	-0,02	0,006	-0,709	-0,102	-0,155	-	0,703	-0,017
Other currencies	0,265	0,405	-0,059	0,245	0,633	0,437	0,589	0,363	0,604	0,227
Financial institutions	39,214	60,338	40,317	23,064	64,124	91,261	72,241	60,25	73,486	91,507
Governments	1,956	0,136	-1,992	-0,105	-2,059	5,158	-6,069	1,902	-0,426	2,863
International organisations	-0,122	0,031	-0,056	-1,681	0,07	-0,554	1,473	-0,943	-0,395	-1,092
Corporate issuers	0,089	0,437	0,557	-1,077	-1,735	0,726	1,891	3,216	0,873	17,23
Straight fixed rate	150,257	166,409	87,824	42,587	200,32	239,444	211,449	117,945	196,669	146,395
US dollar	84,582	102,047	45,235	38,422	111,854	130,498	111,908	58,712	101,458	71,045
Euro	55,384	53,856	41,388	4,951	76,409	85,861	83,621	59,981	78,114	51,511
Yen	-9,506	-8,408	-9,312	-11,068	-9,991	-7,506	0,634	-8,701	-0,874	12,113
Pound sterling	15,818	10,694	8,606	13,06	15,337	20,207	13,892	8,743	14,853	9,85
Swiss franc	3,978	3,369	1,955	-1,202	4,079	3,578	0,18	-0,179	-0,811	0,773
Canadian dollar	-3,933	-0,312	-1,592	-2,169	-0,251	2,239	-1,163	-2,148	-0,611	-0,178
Other currencies	3,934	5,163	1,544	0,593	2,883	4,567	2,377	1,537	4,54	1,281
Financial institutions	103,55	113,975	56,358	40,5	148,609	177,178	169,648	87,872	143,194	118,848
Governments	12,895	19,214	11,939	-27,674	10,866	18,022	2,583	9,598	31,224	-0,402
International organisations	23,651	8,821	8,084	16,075	13,562	7,587	4,493	0,105	5,674	7,431
Corporate issuers	10,162	24,399	11,444	13,686	27,283	36,657	34,726	20,37	16,577	20,517
Equity-related	-1,76	4,897	6,952	5,451	6,042	12,21	6,956	5,904	2,992	3,837
US dollar	-0,201	2,258	3,659	-1,184	-0,444	2,576	1,577	1,624	-1,054	-0,841
Euro	0,752	2,854	4,739	7,575	5,363	8,628	4,737	6,066	5,227	4,846

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Yen	0,442	-0,707	-0,787	0,183	0,807	-0,046	0,386	-0,439	-0,486	0,552
Pound sterling	0,24	-0,403	-0,406	0,084	1,417	-0,273	1,093	-0,109	0,303	-0,002
Swiss franc	-3,003	0,826	-0,253	-1,208	-1,114	-0,25	-0,831	-1,238	-0,999	-0,691
Canadian dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,101
Other currencies	0,01	0,069	-	0,001	0,013	1,575	-0,006	-	0,001	-0,128
Financial institutions	4,919	4,307	8,251	3,269	2,505	5,822	3,666	1,823	2,747	2,659
Governments	0,008	0,205	0,009	1,183	0,009	0,009	0,009	0,009	-0,122	0,008
International organisations	-	-	0,154	-	-	-	-	-	-	-
Corporate issuers	-6,687	0,386	-1,462	0,999	3,528	6,379	3,281	4,072	0,367	1,17
Convertibles	5,252	9,476	9,388	6,793	7,2	11,562	7,867	8,224	5,017	4,545
Warrants	-7,012	-4,579	-2,436	-1,342	-1,158	0,647	-0,911	-2,32	-2,026	-0,708
Currency of issue										
Argentine peso	-	0,1	0,23	-0,25	-	-	-	-0,017	-0,332	-0,015
Australian dollar	-0,77	-0,185	-1,447	-2,051	0,67	1,246	-0,202	-0,888	-0,471	-0,072
Baht	-0,032	0,004	-0,005	-	0,014	1,586	-	-	0,023	-
Brazilian real	-	-	0,024	-	-	-	-	-	-	-
Canadian dollar	-3,993	0,258	-1,612	-2,162	-0,96	2,137	-1,319	-2,148	0,091	-0,094
Chilean peso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,106
Colombian peso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cyprus pound	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Czech koruna	-0,017	0,254	0,127	-0,264	-0,158	0,11	0,024	-0,094	0,084	0,287
Danish krone	0,285	-0,076	-0,591	0,49	0,134	0,166	0,162	-0,258	0,39	-0,182
Egyptian pound	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonian kroon	-	-	0,01	0,015	0,007	0,007	-	0,005	-	-
Euro	62,308	74,338	55,118	22,578	113,675	153,155	129,061	110,989	120,984	103,601
Forint	-	-	-	0,023	0,001	0,033	-	0,018	-0,001	-
Hryvnia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong Kong dollar	1,463	1,636	1,013	0,402	1,365	2,039	1,506	1,401	3,029	-0,292

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Icelandic krona	0,003	0,013	-0,001	-	0,003	-	-	0,003	-	-
Indian rupee	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuna	-	-	-	-0,048	-	-	-	-	-	-
Kuwaiti dinar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lats	0,025	-	-	-	-	-	-0,025	-	-	-
Lev	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Litas	-	-	-	-0,014	-	-	-	-	-	-
Malaysian ringgit	-	-0,028	-	-	-	0,042	-	-	-	-
Mexican peso	-	0,012	-	-	-0,012	0,106	-	0,001	0,106	-
Moroccan dirham	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New shekel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Taiwan dollar	-	0,789	0,217	-	0,31	0,181	-	0,472	-	-
New Turkish lira	0,013	-	-	-	-0,009	-	-	-	-	-
New Zealand dollar	1,114	0,752	0,364	0,764	0,459	0,01	-0,141	-0,248	0,174	-0,647
Norwegian krone	0,052	0,168	0,313	0,212	0,501	0,473	0,246	0,236	0,034	0,351
Philippine peso	-	-	-	-	-	-	-0,007	-	-	-
Pound sterling	17,749	13,939	5,131	17,236	18,473	26,102	19,108	14,056	16,455	17,171
Rand	0,832	0,935	0,446	0,107	0,412	0,094	0,336	0,033	-0,016	0,255
Renminbi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rupiah	-0,002	0,002	-0,003	-0,004	-0,041	-0,001	-0,065	-0,005	0,061	-0,054
Russian rouble	-	-	-	0,153	-	-0,001	0,135	0,004	-	-0,007
Saudi riyal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore dollar	-	-	-	0,178	0,362	0,325	0,412	0,461	0,246	0,885
Slovak koruna	-	-	-	-	-	0,047	0,167	0,036	0,018	0,044
Swedish krona	1,027	0,807	0,717	1,065	-0,672	-0,025	0,315	0,478	0,639	0,167
Swiss franc	0,925	4,752	2,649	-2,012	1,883	4,06	-0,402	-1,639	-1,289	0,551
Tenge	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tolar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	Mar,1998	Jun,1998	Sep,1998	Dec,1998	Mar,1999	Jun,1999	Sep,1999	Dec,1999	Mar,2000	Jun,2000
Trinidad and Tobago dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UAE dirham	-	-	-	-	-	-	-	0,095	-	0,109
Uruguayan peso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
US dollar	115,244	141,165	78,15	42,633	138,873	162,543	138,619	73,44	134,091	125,747
Won	-	0,01	-	-	-	-0,012	-	-	-	-
Yen	-6,807	-7,841	-7,32	-10,871	-8,708	-6,333	-0,085	-8,324	-2,279	12,383
Zloty	0,216	0,442	0,071	0,061	0,18	0,156	0,097	0,166	1,161	0,446



	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Total issues	298,643	263,929	412,851	370,226	265,946	340,551	327,36	329,004	149,156	187,891
Floating rate	76,959	90,915	102,862	98,386	93,39	96,496	60,57	74,872	22,197	39,128
US dollar	27,482	42,041	41,079	28,608	40,921	10,736	18,333	23,083	-8,793	-11,799
Euro	37,962	43,596	52,124	57,543	41,35	73,383	43,686	40,702	29,39	45,838
Yen	2,064	-1,798	5,5	9,007	4,273	6,115	-3,188	1,767	-0,925	-0,827
Pound sterling	8,479	6,392	2,956	1,773	6,022	5,17	-1,321	7,503	1,359	4,093
Swiss franc	-0,16	-0,051	0,586	0,149	-0,734	0,458	1,077	0,597	0,348	-0,78
Canadian dollar	-0,15	-0,007	0,023	0,029	0,038	-0,013	0,216	-0,183	-0,383	0,086
Other currencies	1,282	0,742	0,594	1,277	1,52	0,647	1,767	1,403	1,201	2,517
Financial institutions	68,125	77,782	99,069	97,995	90,153	102,797	61,455	78,843	21,681	41,829
Governments	0,815	-0,781	0,12	0,266	-2,792	-0,87	1,76	-2,254	3,083	3,033
International organisations	0,303	-0,155	-1,634	-0,39	-0,26	0,155	-1,02	0,707	-0,645	-2,168
Corporate issuers	7,716	14,069	5,306	0,514	6,288	-5,586	-1,626	-2,424	-1,922	-3,566
Straight fixed rate	221,089	163,575	302,68	261,311	166,377	228,836	263,566	241,737	129,872	151,452
US dollar	140,043	91,889	160,362	146,175	94,215	133,309	144,56	108,458	64,088	87,136
Euro	53,642	54,133	131,473	99,616	57,152	81,166	114,258	114,185	47,847	47,764
Yen	4,921	-4,794	-4,981	-0,334	2,747	-3,676	-12,906	2,006	-3,27	-2,469
Pound sterling	20,142	23,534	13,424	10,98	8,15	16,813	9,05	7,606	12,981	10,584
Swiss franc	3,953	-1,384	0,301	-1,264	-0,157	-1,682	1,947	3,723	0,07	0,453
Canadian dollar	-1,41	-1,212	-1,861	1,659	-0,648	-0,362	1,504	1,032	0,847	0,517
Other currencies	-0,202	1,409	3,962	4,479	4,918	3,268	5,153	4,727	7,309	7,467
Financial institutions	145,378	138,323	223,016	186,208	132,241	164,516	189,459	177,968	105,629	131,196
Governments	40,967	-1,927	25,031	7,728	2,424	8,165	50,572	15,456	11,851	11,183
International organisations	3,521	6,642	1,389	6,94	12,61	-0,639	10,1	5,184	9,039	-0,6
Corporate issuers	31,223	20,538	53,245	60,435	19,102	56,795	13,435	43,128	3,354	9,672
Equity-related	0,595	9,439	7,309	10,53	6,179	15,219	3,224	12,395	-2,913	-2,689
US dollar	-1,582	3,943	3	5,66	4,208	0,552	0,284	2,488	-2,319	-2,395
Euro	4,474	4,843	5,555	5,668	3,04	14,715	4,12	4,689	0,292	-0,85

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Yen	-0,789	0,941	-0,221	0,007	-0,047	0,125	-1,881	3,801	-0,024	0,409
Pound sterling	-0,167	-	-0,007	-0,391	-	0,246	-0,289	0,513	-0,023	0,346
Swiss franc	-1,341	-0,669	-1,012	-0,414	-1,023	-0,419	0,724	0,804	-0,764	-0,2
Canadian dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other currencies	-	0,381	-0,006	-	0,001	-	0,266	0,1	-0,075	0,001
Financial institutions	3,246	4,267	3,368	3,248	4,027	3,691	-0,164	6,01	-2,098	-1,536
Governments	-1,58	0,008	0,008	-0,163	0,69	1,119	-0,011	0,009	0,01	0,01
International organisations	-0,045	-	-	-	-0,1	-	-	-	-	-
Corporate issuers	-1,026	5,164	3,932	7,445	1,562	10,409	3,398	6,376	-0,824	-1,163
Convertibles	2,37	10,84	7,943	9,302	7,391	15,403	3,271	12,595	-3,127	-2,165
Warrants	-1,775	-1,401	-0,634	1,228	-1,213	-0,184	-0,047	-0,2	0,215	-0,524
Currency of issue										
Argentine peso	0,1	0,1	-0,481	0,774	-	-0,05	-	-	-	-
Australian dollar	-0,161	-0,42	1,199	0,88	1,656	0,58	0,615	1,211	2,509	4,657
Baht	0,053	-0,006	-0,009	-	0,048	-0,013	-0,018	-	0,024	-
Brazilian real	-	-	-	-	-0,011	-	-	-	-	-
Canadian dollar	-1,56	-1,218	-1,838	1,687	-0,61	-0,375	1,72	0,849	0,464	0,604
Chilean peso	-	0,143	0,142	-	-	-	-	-	-	-
Colombian peso	-	-	-	-	-	-	0,095	-	-	-
Cyprus pound	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Czech koruna	0,38	0,226	0,01	0,032	0,073	0,007	0,633	0,463	0,14	0,947
Danish krone	-0,438	-0,367	-0,037	-0,048	-0,044	-0,24	0,019	-0,094	-0,095	-1,444
Egyptian pound	-	-	-0,053	-	-	-	-	-	-	-
Estonian kroon	-	-0,001	-	-0,001	-0,014	-	-0,006	-0,009	-	-
Euro	96,078	102,572	189,153	162,826	101,542	169,263	162,064	159,576	77,529	92,751
Forint	-	-	-	0,068	0,254	0,029	0,356	-0,001	0,131	0,036
Hryvnia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hong Kong dollar	1,022	1,154	1,312	2,866	2,066	1,68	3,527	2,4	1,304	0,078

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Icelandic krona	-	-0,013	-	-	-	-	-	-	0,035	-
Indian rupee	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwaiti dinar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lats	0,016	-	-0,024	-	-	-	-	-	-0,017	-
Lev	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Litas	-	0,025	0,037	-	-	-	-	-	-	-
Malaysian ringgit	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mexican peso	-	-	-	-	-	-	-	-0,117	-	0,195
Moroccan dirham	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New shekel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Taiwan dollar	0,195	0,5	0,212	0,107	0,247	0,464	0,671	0,113	-0,376	-0,201
New Turkish lira	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Zealand dollar	-1,065	-0,165	-0,009	-0,462	-0,145	-0,157	-0,496	-0,109	-0,119	0,434
Norwegian krone	0,305	0,445	0,429	0,388	0,469	0,552	1,016	0,782	3,82	4,605
Philippine peso	-	-	-	-	-	-	-	-0,162	-	-
Pound sterling	28,454	29,925	16,372	12,362	14,173	22,228	7,44	15,622	14,316	15,023
Rand	0,166	0,332	0,086	0,44	0,286	-0,171	-0,016	0,433	0,101	0,13
Renminbi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rupiah	-	-	-0,003	-	-	-	-	-0,028	-	-
Russian rouble	0,009	0,278	-	-0,012	-0,049	-0,011	-0,011	-0,038	-0,009	-0,008
Saudi riyal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore dollar	0,408	0,203	0,539	0,285	1,547	0,282	0,125	0,956	0,392	0,303
Slovak koruna	0,016	-	0,036	0,164	0,017	0,117	0,08	0,09	-0,01	-0,061
Swedish krona	-0,118	0,541	0,353	0,589	-0,082	0,514	0,334	0,373	0,175	0,171
Swiss franc	2,451	-2,105	-0,125	-1,529	-1,914	-1,643	3,749	5,124	-0,347	-0,527
Tenge	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tolar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	Sep,2000	Dec,2000	Mar,2001	Jun,2001	Sep,2001	Dec,2001	Mar,2002	Jun,2002	Sep,2002	Dec,2002
Trinidad and Tobago dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,002	-
UAE dirham	-	-	-	-0,109	-	-	-	-	-	-0,095
Uruguayan peso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
US dollar	165,944	137,872	204,441	180,442	139,344	144,596	163,177	134,028	52,975	72,942
Won	-	-	0,012	-	-	0,161	-0,011	-0,083	-	-
Yen	6,196	-5,651	0,298	8,68	6,974	2,564	-17,975	7,574	-4,218	-2,887
Zloty	0,193	-0,441	0,799	-0,201	0,12	0,173	0,273	0,051	0,431	0,238

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Total issues	289,539	335,855	324,328	398,42	483,536	336,98	295,494	423,246	493,69	490,885
Floating rate	64,43	70,488	92,061	148,405	152,193	159,239	123,975	193,208	96,763	239,58
US dollar	13,149	7,669	29,964	24,609	49,528	39,52	2,438	23,142	-7,058	31,846
Euro	47,55	57,601	55,073	113,493	82,943	97,824	108,53	146,206	79,501	183,383
Yen	-0,987	-1,496	-5,141	-0,448	-0,478	1,644	1,217	-1,747	1	-3,696
Pound sterling	1,022	5,372	7,714	5,347	16,064	14,599	6,496	17,728	15,902	18,678
Swiss franc	1,289	0,745	1,449	0,618	0,508	0,109	1,914	0,665	-1,65	-0,324
Canadian dollar	0,154	-0,558	0,031	1,307	2,013	1,902	2,266	1,864	3,365	1,876
Other currencies	2,253	1,155	2,971	3,479	1,615	3,641	1,114	5,35	5,703	7,817
Financial institutions	60,171	70,794	91,92	146,945	144,298	145,374	117,06	178,106	101,922	229,506
Governments	3,432	2,189	4,677	2,841	4,202	4,317	-0,332	5,766	-3,598	2,268
International organisations	0,165	0,85	0,345	0,016	-0,687	4,426	2,286	0,531	-1,71	0,184
Corporate issuers	0,662	-3,345	-4,882	-1,397	4,379	5,122	4,962	8,805	0,15	7,623
Straight fixed rate	224,794	264,73	228,007	234,291	338,177	170,028	174,189	234,449	399,155	256,403
US dollar	53,598	71,795	105,263	102,754	106,437	8	50,751	89,123	103,387	67,826
Euro	151,901	160,663	100,409	87,333	189,586	120,563	83,183	112,21	230,395	153,17
Yen	-5,497	-0,695	1,216	5,811	3,484	8,623	3,841	-1,776	3,492	-3,648
Pound sterling	15,337	11,814	13,316	24,175	14,499	22,044	20,088	20,737	32,179	18,721
Swiss franc	0,227	3,112	0,851	5,482	4,329	1,829	2,445	-0,16	6,986	3,16
Canadian dollar	-0,013	8,573	4,436	1,286	4,235	1,427	4,675	7,101	6,282	2,909
Other currencies	9,241	9,468	2,516	7,45	15,607	7,542	9,206	7,214	16,434	14,265
Financial institutions	158,333	175,182	177,624	200,498	244,561	125,689	155,431	185,947	286,935	218,094
Governments	39,243	43,009	18,389	10,566	73,579	39,966	8,245	14,246	95,677	22,475
International organisations	9,338	15,1	2,983	-6,333	11,692	4,362	3,425	-3,321	3,604	9,004
Corporate issuers	17,88	31,439	29,012	29,559	8,345	0,012	7,088	37,576	12,939	6,831
Equity-related	0,314	0,637	4,261	15,725	-6,834	7,713	-2,67	-4,411	-2,228	-5,099
US dollar	3,338	-5,193	2,538	3,277	1,72	2,179	-5,104	1,21	0,397	-0,643
Euro	-5,967	5,484	0,426	2,38	-13,829	-0,299	-0,025	-9,333	-1,052	-5,026

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Yen	3,043	0,414	0,515	6,613	3,504	4,728	2,25	1,615	-0,448	0,783
Pound sterling	-	0,049	-0,151	0,414	-0,118	0,106	-0,664	0,541	0,576	0,069
Swiss franc	-0,102	-0,234	0,533	1,793	-0,258	0,058	0,797	0,419	-2,284	-1,002
Canadian dollar	0,003	0,113	0,084	0,102	-	-	-	-	-0,004	-
Other currencies	-0,001	0,004	0,316	1,146	2,147	0,941	0,076	1,137	0,587	0,72
Financial institutions	6,579	-0,102	0,854	4,17	-1,152	1,786	-2,045	0,178	4,226	-1,954
Governments	0,011	-0,688	-	0,475	0,16	-	0,84	-0,782	-0,87	-
International organisations	-	-	-	-0,081	-	-	-	-	-	-
Corporate issuers	-6,277	1,427	3,407	11,161	-5,842	5,927	-1,465	-3,807	-5,585	-3,144
Convertibles	0,507	0,594	5,118	15,992	-6,31	9,074	-2,608	-3,864	-2,192	-4,654
Warrants	-0,194	0,043	-0,858	-0,268	-0,524	-1,361	-0,062	-0,547	-0,036	-0,445
Currency of issue										
Argentine peso	-	-	-0,011	-	-	-0,036	-0,048	-	-	-0,187
Australian dollar	5,351	5,57	2,404	9,976	11,316	8,74	3,6	6,395	13,09	7,188
Baht	-0,009	0,022	-0,024	-	-	-	-0,024	-	0,019	0,126
Brazilian real	-	-	-	-	0,02	0,094	0,001	0,269	0,77	0,946
Canadian dollar	0,143	8,127	4,551	2,695	6,249	3,329	6,94	8,965	9,643	4,785
Chilean peso	-	-0,229	-	-	-	-	-	-	-	-0,095
Colombian peso	-	-	-	-	-	-	-	0,374	0,447	-
Cyprus pound	-	-	-	-0,081	-	-	-	-	-	-
Czech koruna	0,441	0,227	0,296	0,341	0,04	-0,114	0,053	0,598	0,431	0,902
Danish krone	-0,377	-0,062	-0,001	-1,414	-0,154	0,496	-0,053	-1,573	-0,058	-0,137
Egyptian pound	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estonian kroon	-	-	-	-	-	-	-	-0,007	-	-
Euro	193,483	223,748	155,908	203,205	258,7	218,087	191,688	249,083	308,845	331,528
Forint	0,379	0,016	0,143	0,208	1,004	0,272	0,549	0,805	0,115	0,066
Hryvnia	-	-	-	-	-	-	0,113	0,008	0,171	0,235
Hong Kong dollar	1,56	3,11	0,607	0,731	2,837	1,366	1,541	1,179	0,75	3,119

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Icelandic krona	0,007	-	0,009	0,016	0,057	-	1,633	0,093	0,063	0,057
Indian rupee	-	-	-	-	0,111	-	-	-	-	-
Kuna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwaiti dinar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lats	-	-	0,009	-	-	-	-	-	-	-
Lev	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Litas	-	-	-	-	-0,054	-	-	-	-	-
Malaysian ringgit	-	-	-	0,079	-	-0,042	-	0,237	-	0,2
Mexican peso	-0,092	-	-	-	0,009	0,271	0,07	-	-0,036	0,571
Moroccan dirham	-	-	-	-	-	-	-	-	0,117	-
New shekel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,136
New Taiwan dollar	0,159	-0,422	0,027	-0,117	-0,241	-0,342	-0,103	-0,28	-0,096	-0,128
New Turkish lira	-	-	-	-	-	-	-	-	2,45	1,174
New Zealand dollar	1,487	0,382	0,676	0,074	1,64	0,341	1,108	1,803	3,005	3,185
Norwegian krone	1,682	1,23	0,633	0,192	0,382	-0,687	-0,692	-0,443	-0,636	-0,471
Philippine peso	-	-	-	-	0,005	-	-	-	-	-
Pound sterling	16,359	17,235	20,88	29,936	30,444	36,749	25,919	39,005	48,658	37,469
Rand	0,199	0,306	0,031	0,15	-0,087	0,304	0,716	2,028	0,825	1,576
Renminbi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,208
Rupiah	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Russian rouble	-0,021	-0,018	-0,01	-0,008	0,012	-	-	-	0,104	0,207
Saudi riyal	-	-	-	-	-	-	-	0,187	-	-
Singapore dollar	0,254	-0,056	0,066	0,961	1,963	0,797	0,607	0,6	0,215	0,446
Slovak koruna	0,186	0,108	0,095	0,006	0,047	0,02	0,035	0,147	0,296	0,219
Swedish krona	0,866	0,232	0,689	0,18	0,411	0,76	0,8	1,454	0,946	2,206
Swiss franc	1,413	3,623	2,833	7,893	4,579	1,997	5,156	0,925	3,052	1,834
Tenge	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tolar	0,013	-	-	-	0,054	0,086	-	0,168	0,049	0,045

	Mar,2003	Jun,2003	Sep,2003	Dec,2003	Mar,2004	Jun,2004	Sep,2004	Dec,2004	Mar,2005	Jun,2005
Trinidad and Tobago dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UAE dirham	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uruguayan peso	-	-	-	0,201	0,089	-	0,25	-	-	-
US dollar	70,085	74,272	137,765	130,639	157,685	49,699	48,085	113,476	96,726	99,028
Won	-	0,239	0,108	0,019	0,018	0,025	-0,022	-0,018	0,069	0,019
Yen	-3,441	-1,777	-3,411	11,977	6,51	14,994	7,307	-1,908	4,044	-6,561
Zloty	-0,576	-0,03	0,056	0,482	-0,056	-0,157	0,268	-0,155	-0,337	0,002



	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Total issues	241,448	570,413	629,25	579,731	513,198	877,059	824,975	1081,621	395,764	481,869
Floating rate	40,756	286,341	239,562	277,661	261,854	496,798	412,038	488,507	130,008	102,425
US dollar	-3,553	67,914	74,296	122,803	92,498	172,433	141,548	174,742	65,561	5,473
Euro	16,044	171,849	126,896	136,054	146,691	259,131	225,706	260,811	26,053	63,363
Yen	0,426	-3,267	-2,231	-0,727	2,405	1,839	1,317	8,018	12,762	7,093
Pound sterling	19,028	40	23,44	10,844	15,019	49,38	28,983	25,611	23,114	16,451
Swiss franc	-0,183	0,259	4,529	0,889	-0,549	1,766	0,423	0,341	-0,297	0,377
Canadian dollar	3,349	1,935	1,372	0,189	0,016	2,409	2,019	0,953	0,554	-0,041
Other currencies	5,645	7,651	11,26	7,609	5,774	9,84	12,042	18,031	2,261	9,709
Financial institutions	40,771	273,933	228,221	267,413	242,289	467,283	408,488	462,919	135,485	109,181
Governments	-1,099	0,546	2,152	-2,45	2,332	4,182	-3,084	1,077	-2,946	0,984
International organisations	0,308	0,899	0,741	-5,092	-0,447	0,105	-0,692	-0,127	-0,084	0,308
Corporate issuers	0,777	10,963	8,448	17,791	17,681	25,227	7,326	24,638	-2,447	-8,047
Straight fixed rate	209,212	287,868	387,836	298,736	254,364	377,1	422,051	577,096	260,33	355,337
US dollar	97,187	121,733	130,438	115,51	119,178	176,446	156,813	245,323	156,832	190,312
Euro	61,427	101,172	194,497	123,383	84,127	142,567	175,32	207,731	58,763	124,63
Yen	2,233	8,408	0,557	1,153	-0,119	7,165	6,768	19,942	3,545	7,982
Pound sterling	20,656	30,95	36,121	37,001	28,975	23,75	42,035	53,234	25,945	13,418
Swiss franc	1,195	8,1	3,89	7,865	3,284	5,603	9,476	9,99	-0,723	3,658
Canadian dollar	5,81	3,831	7,5	5,967	6,801	7,682	14,847	16,966	4,296	9,734
Other currencies	20,704	13,674	14,833	7,857	12,118	13,887	16,792	23,91	11,672	5,603
Financial institutions	194,631	241,573	268,052	246,632	230,815	305,964	328,176	438,328	226,988	243,315
Governments	0,112	21,386	59,138	19,711	3,785	9,94	49,574	39,874	-12,352	12,012
International organisations	17,589	-2,311	4,057	6,481	-2,682	5,058	4,149	11,224	12,878	4,391
Corporate issuers	-3,122	27,22	56,589	25,911	22,446	56,138	40,153	87,67	32,817	95,619
Equity-related	-8,52	-3,796	1,852	3,335	-3,021	3,162	-9,114	16,018	5,426	24,107
US dollar	-2,462	-2,976	6,528	0,684	-0,367	1,249	0,552	5,179	-1,155	7,778
Euro	-3,425	-1,356	-4,039	-3,34	-1,187	-4,12	-10,158	1,174	2,546	13,99

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Yen	-2,253	0,817	0,022	4,791	0,168	4,401	-0,914	0,287	1,029	-0,66
Pound sterling	-	0,558	-0,021	-	-2,466	-0,985	-0,309	0,863	-0,736	-1,772
Swiss franc	-0,288	-0,844	-0,145	-0,236	-0,019	1,109	0,241	0,547	-	0,331
Canadian dollar	-	-	-	-	0,205	-	0,057	0,59	0,598	0,55
Other currencies	-0,092	0,005	-0,493	1,436	0,645	1,508	1,417	7,378	3,144	3,89
Financial institutions	-7,48	-1,098	5,602	3,063	-2,991	4,471	-2,1	9,865	4,859	15,937
Governments	-	-1,152	-	-0,964	-	-	-	-0,204	-	-
International organisations	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporate issuers	-1,04	-1,545	-3,75	1,236	-0,029	-1,309	-7,013	6,358	0,566	8,17
Convertibles	-8,539	-4,217	1,803	3,34	-2,776	3,245	-9,075	16,615	5,651	24,089
Warrants	0,019	0,422	0,048	-0,005	-0,244	-0,083	-0,038	-0,597	-0,225	0,018
Currency of issue										
Argentine peso	-0,025	-	0,168	0,082	-	0,001	-0,075	0,247	-0,011	-0,003
Australian dollar	5,855	8,436	11,967	6,769	5,509	7,35	10,932	13,183	-0,919	-1,412
Baht	0,094	0,113	-0,006	0,084	0,107	0,134	-0,031	0,071	0,058	0,048
Brazilian real	2,119	1,108	1,213	0,466	0,941	2,029	2,573	4,437	1,033	-0,133
Canadian dollar	9,159	5,765	8,872	6,156	7,022	10,091	16,923	18,509	5,448	10,242
Chilean peso	0,066	-	0,008	0,123	0,01	0,038	-	0,096	0,062	0,037
Colombian peso	-	0,32	0,255	0,031	0,345	-	0,049	0,998	0,301	0,119
Cyprus pound	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Czech koruna	-0,072	0,053	0,28	0,105	0,02	0,029	0,698	0,874	1,752	2,315
Danish krone	-0,005	-0,098	-0,181	1,183	0,076	-0,081	0,085	0,259	-0,577	-0,063
Egyptian pound	-	-	0,087	0,064	-	0,018	0,048	-0,021	1,066	0,164
Estonian kroon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Euro	74,046	271,665	317,353	256,097	229,631	397,577	390,867	469,716	87,362	201,983
Forint	-0,098	-0,132	-0,42	0,091	-0,161	-0,085	-0,56	0,188	-0,293	0,062
Hryvnia	-	0,012	0,002	-0,01	-	-0,02	-0,059	0,049	0,224	0,222
Hong Kong dollar	6,997	-5,154	-0,098	1,377	0,591	1,743	0,413	3,234	-0,705	2,469

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Icelandic krona	0,347	1,303	1,633	-0,458	1,626	0,516	-0,115	0,608	-0,415	1,642
Indian rupee	-	-	0,011	-	-	0,02	0,023	0,135	0,203	1,392
Kuna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuwaiti dinar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lats	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,004	-
Lev	-	-	-	-	-	0,219	0,067	-	0,046	0,022
Litas	-	-0,034	-	-	-	-	-	-	-	-
Malaysian ringgit	-	-	-	0,283	0,569	-	0,313	0,336	0,113	0,034
Mexican peso	1,002	1,603	2,341	0,548	0,776	2,681	2,285	2,501	2,215	1,681
Moroccan dirham	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New shekel	0,22	-	0,046	0,087	0,014	0,06	0,117	0,261	0,117	0,454
New Taiwan dollar	-0,106	-0,324	-0,136	-0,203	-0,149	-0,124	-0,06	-0,051	-0,039	0,327
New Turkish lira	0,422	1,669	1,599	0,677	0,666	1,106	2,566	1,289	0,265	0,66
New Zealand dollar	5,965	7,44	3,664	0,559	0,398	-0,433	2,984	3,583	-0,515	-1,204
Norwegian krone	-0,054	-0,309	0,401	1,216	0,385	0,751	-0,645	1,735	-0,09	-0,733
Philippine peso	-	0,03	0,005	0,001	0,001	0,001	0,001	0,109	0,04	0,071
Pound sterling	39,683	71,509	59,54	47,845	41,529	72,146	70,709	79,707	48,323	28,097
Rand	1,979	1,73	0,704	0,555	2,567	2,325	0,842	1,927	3,141	2,033
Renminbi	-	0,263	-	-	-	0,111	0,355	1,592	1,973	0,528
Rupiah	0,057	0,168	0,126	0,179	0,037	0,01	0,001	0,566	0,047	0,173
Russian rouble	0,005	-0,025	0,722	0,637	0,655	0,789	1,194	1,306	1,573	1,631
Saudi riyal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Singapore dollar	-0,117	0,847	0,398	1,439	0,339	0,638	1,489	2,345	-0,069	0,656
Slovak koruna	0,099	0,007	0,097	-0,074	0,122	-0,036	0,594	0,033	0,559	0,063
Swedish krona	1,2	1,818	0,655	0,911	1,497	3,975	1,556	4,577	1,012	2,292
Swiss franc	0,725	7,515	8,274	8,518	2,717	8,478	10,14	10,878	-1,02	4,366
Tenge	-	-	-	0,104	0,248	0,005	0,151	0,005	0,141	0,001
Tolar	0,122	0,001	0,039	0,001	0,001	0,001	-0,185	-	-	-0,073

	Sep,2005	Dec,2005	Mar,2006	Jun,2006	Sep,2006	Dec,2006	Mar,2007	Jun,2007	Sep,2007	Dec,2007
Trinidad and Tobago dollar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UAE dirham	-	-	-	-	0,599	0,381	0,334	-0,034	0,035	3,156
Uruguayan peso	-	-	-0,304	-	0,399	-0,042	-	1,012	-	-
US dollar	91,171	186,671	211,261	238,996	211,309	350,127	298,914	425,244	221,237	203,564
Won	0,209	0,016	0,109	-0,01	0,001	0,012	-0,023	-0,094	-0,059	-0,027
Yen	0,406	5,958	-1,652	5,217	2,454	13,405	7,171	28,247	17,336	14,415
Zloty	0,097	-0,091	-0,132	-0,141	0,026	-0,084	1,299	0,412	3,154	-0,117

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Total issues	374,572	1097,216	253,346	624,31
Floating rate	143,515	352,938	207,717	501,679
US dollar	103,541	37,59	16,567	21,888
Euro	28,438	174,193	31,892	286,613
Yen	8,79	8,588	4,39	-3,841
Pound sterling	-4,154	123,022	155,109	200,799
Swiss franc	1,305	-3,848	-0,149	-0,406
Canadian dollar	-1,959	2,462	-1,852	-3,297
Other currencies	7,554	10,931	1,76	-0,077
Financial institutions	145,349	355,125	213,397	502,703
Governments	-4,14	-0,903	-4,175	0,046
International organisations	-0,525	-0,054	0,31	0,158
Corporate issuers	2,831	-1,231	-1,815	-1,229
Straight fixed rate	235,073	723,665	48,094	132,639
US dollar	84,177	361,064	20,19	45,151
Euro	87,752	289,544	9,822	56,923
Yen	-3,941	4,629	2,921	-2,634
Pound sterling	34,969	21,265	-0,059	30,028
Swiss franc	1,306	8,581	5,397	3,688
Canadian dollar	10,613	18,37	5,421	-0,481
Other currencies	20,197	20,212	4,402	-0,036
Financial institutions	125,75	525,599	43,949	67,888
Governments	35,663	54,405	-46,027	-6,263
International organisations	23,216	11,275	4,078	16,779
Corporate issuers	50,445	132,386	46,095	54,234
Equity-related	-4,016	20,614	-2,465	-10,007
US dollar	-1,333	3,659	5,735	-3,738
Euro	-6,907	6,942	-11,696	-6,538

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Yen	1,694	2,847	0,979	-4,013
Pound sterling	0,103	0,023	0,08	1,783
Swiss franc	-0,937	0,028	-0,372	-1,222
Canadian dollar	0,304	0,976	0,218	0,132
Other currencies	3,06	6,139	2,591	3,589
Financial institutions	-7,114	18,48	-5,871	-1,011
Governments	-	-	-0,093	-
International organisations	-	-	-	-
Corporate issuers	3,097	2,134	3,5	-8,995
Convertibles	-4,016	21,707	-2,205	-10,007
Warrants	-	-1,093	-0,26	-
Currency of issue				
Argentine peso	-	-	-0,157	-
Australian dollar	7,358	7,092	-3,427	0,704
Baht	-0,017	0,273	0,178	-
Brazilian real	0,622	0,611	-0,063	-0,29
Canadian dollar	8,958	21,808	3,786	-3,646
Chilean peso	0,048	-0,033	0,117	-
Colombian peso	0,017	-0,029	0,21	0,158
Cyprus pound	-	-	-	-
Czech koruna	0,828	-0,195	-0,198	-0,533
Danish krone	0,241	-0,219	0,142	-0,072
Egyptian pound	-0,092	0,048	-	-
Estonian kroon	-	-	-	-
Euro	109,282	470,679	30,018	336,998
Forint	-0,099	0,296	-0,16	0,023
Hryvnia	0,098	0,071	-0,01	-0,099
Hong Kong dollar	-3,477	-1,387	-2,078	0,008

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Icelandic krona	1,758	0,7	-0,304	-0,345
Indian rupee	0,023	0,092	0,017	0,01
Kuna	-	-	-	-
Kuwaiti dinar	-	0,003	0,02	-
Lats	-	-	-0,006	-
Lev	0,123	0,119	0,215	-
Litas	-	0,009	-	-
Malaysian ringgit	1,132	0,921	-0,23	-0,088
Mexican peso	1,288	1,506	0,994	-0,507
Moroccan dirham	-	-	-	-
New shekel	0,026	0,173	0,168	-0,155
New Taiwan dollar	-0,398	-0,055	0,008	-0,029
New Turkish lira	0,324	1,602	0,224	-0,025
New Zealand dollar	3,055	1,498	-1,213	-1,853
Norwegian krone	1,672	3,01	1,299	0,784
Philippine peso	0,053	-0,025	-0,012	-
Pound sterling	30,917	144,309	155,131	232,61
Rand	2,6	1,961	2,549	1,85
Renminbi	1,184	0,286	2,209	0,001
Rupiah	0,19	0,475	0,49	-0,015
Russian rouble	1,107	1,665	1,246	0,854
Saudi riyal	-	-	0,02	-
Singapore dollar	1,064	2,147	3,653	-0,613
Slovak koruna	-0,062	0,074	0,018	0,023
Swedish krona	0,572	5,695	0,988	4,48
Swiss franc	1,674	4,76	4,876	2,06
Tenge	0,036	-0,003	-0,002	-
Tolar	-	-	-	-

	Mar,2008	Jun,2008	Sep,2008	Dec,2008
Trinidad and Tobago dollar	-	-	-	-
UAE dirham	2,013	8,138	1,738	-0,404
Uruguayan peso	-	0,184	-	-
US dollar	186,386	402,313	42,492	63,301
Won	-0,072	-0,098	0,246	-
Yen	6,544	16,064	8,289	-10,488
Zloty	3,445	-0,038	-0,166	-0,182





## Annexe 6 – Classification hiérarchique ascendante

(Excelstat)

Statistiques simples :

Variable	Observations	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Afrique du sud	43	0,000	0,002	0,000	0,000
Andorre	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Arabie Saoudite	43	0,000	0,002	0,000	0,001
Argentine	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Australie	43	0,000	0,005	0,001	0,001
Autriche	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Bahrain	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Bahrein,EAU, Arabie Saoudite et Koweit	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Banque mondiale	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Belgique	43	0,000	0,047	0,012	0,009
Bolivie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Brésil	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Canada	43	0,000	0,040	0,014	0,011
Chili	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Chine	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Chypre	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Colombie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Corée du sud	43	0,000	0,012	0,001	0,002
Croatie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Danemark	43	0,000	0,004	0,001	0,001
E.U	43	0,075	0,361	0,209	0,059
EAU	43	0,000	0,008	0,001	0,002

Variable	Observations	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Egypte	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Espagne	43	0,000	0,018	0,003	0,004
Estonie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Finlande	43	0,000	0,002	0,000	0,001
France	43	0,000	0,162	0,067	0,033
G.B	43	0,035	0,250	0,124	0,066
Grèce	43	0,000	0,006	0,001	0,001
Hong Kong	43	0,000	0,047	0,011	0,013
Ile Maurice	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Iles caimans	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Inde	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Indonésie	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Irlande	43	0,000	0,005	0,000	0,001
Islande	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Israël	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Italie	43	0,000	0,090	0,022	0,021
Japon	43	0,000	0,359	0,076	0,090
Jersey	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Khazakhstan	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Koweït	43	0,000	0,021	0,001	0,004
Koweït, Lybie et Abu Dhabi	43	0,000	0,003	0,000	0,001
Liban	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Lituanie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Luxembourg	43	0,000	0,015	0,001	0,003
Lybie, Koweït EAU	43	0,000	0,010	0,000	0,002
Macao	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Malaysie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Monaco	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Nigéria	43	0,000	0,000	0,000	0,000

Variable	Observations	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Norvège	43	0,000	0,004	0,000	0,001
Nouvelle Zelande	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Pakistan	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Pays-Bas	43	0,000	0,026	0,007	0,006
Pérou	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Philippines	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Pologne	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Portugal	43	0,000	0,004	0,000	0,001
Qatar	43	0,000	0,000	0,000	0,000
RFA	43	0,072	0,621	0,192	0,139
Russie	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Singapour	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Slovaquie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Suède	43	0,000	0,039	0,004	0,006
Suisse	43	0,062	0,305	0,139	0,070
Taiwan	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Tchéquie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Thaïlande	43	0,000	0,001	0,000	0,000
Trinité et Tobago	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Turquie	43	0,000	0,000	0,000	0,000
Venezuela	43	0,000	0,000	0,000	0,000

## Test pour un nombre de classe 8 : résultats par classe

Résultats par classe :

Classe			1	4	5	6	7	8
Objets			4	6	6	5	3	3
Somme des poids			4	6	6	5	3	3
Variance intra-classe			0,011	0,006	0,004	0,001	0,001	0,003
Distance	minimale	au						
barycentre			0,071	0,029	0,041	0,021	0,014	0,032
Distance	moyenne	au						
barycentre			0,090	0,067	0,058	0,025	0,024	0,042
Distance	maximale	au						
barycentre			0,106	0,102	0,072	0,032	0,035	0,055
			1966	1986	1992	1998	2003	2006
			1967	1987	1993	1999	2004	2007
			1970	1988	1994	2000	2005	2008
			1974	1989	1995	2001		
				1990	1996	2002		
				1991	1997			

**Test pour un nombre de classe 7 : résultats par classe**

Classe	1	4	5	6	7
Objets	5	7	6	4	12
Somme des poids	5	7	6	4	12
Variance intra-classe	0,009	0,013	0,007	0,004	0,006
Distance minimale au barycentre	0,037	0,074	0,040	0,040	0,008
Distance moyenne au barycentre	0,078	0,101	0,070	0,055	0,068
Distance maximale au barycentre	0,136	0,145	0,115	0,069	0,123
	1966	1980	1987	1993	1997
	1968	1981	1988	1994	1998
	1971	1982	1989	1995	1999
	1972	1983	1990	1996	2000
	1973	1984	1991		2001
		1985	1992		2002
		1986			2003
					2004
					2005
					2006
					2007
					2008

### Test pour un nombre de classe 6 : résultats par classe

Classe	1	2	3	4	5	6
Objets	6	6	6	8	10	7
Somme des poids	6	6	6	8	10	7
Variance intra-classe	0,012	0,010	0,025	0,012	0,006	0,008
Distance minimale au barycentre	0,035	0,055	0,061	0,075	0,031	0,048
Distance moyenne au barycentre	0,095	0,083	0,121	0,100	0,065	0,079
Distance maximale au barycentre	0,146	0,155	0,233	0,141	0,178	0,122
	1966	1967	1969	1980	1986	1987
	1968	1970	1975	1981	1996	1988
	1971	2005	1976	1982	1997	1989
	1972	2006	1977	1983	1998	1990
	1973	2007	1978	1984	1999	1991
	1974	2008	1979	1985	2000	1992
				1993	2001	1995
				1994	2002	
					2003	
					2004	



### Test pour un nombre de classe 5: résultats par classe

Classe	1	2	3	4	5
Objets	13	7	6	7	10
Somme des poids	13	7	6	7	10
Variance intra-classe	0,034	0,012	0,006	0,005	0,006
Distance minimale au barycentre	0,058	0,064	0,029	0,032	0,014
Distance moyenne au barycentre	0,165	0,097	0,067	0,063	0,065
Distance maximale au barycentre	0,285	0,122	0,102	0,086	0,109
	1966	1979	1986	1992	1999
	1967	1980	1987	1993	2000
	1968	1981	1988	1994	2001
	1969	1982	1989	1995	2002
	1970	1983	1990	1996	2003
	1971	1984	1991	1997	2004
	1972	1985		1998	2005
	1973				2006
	1974				2007
	1975				2008
	1976				
	1977				
	1978				

### Test pour un nombre de classe 4: résultats par classe

Classe	1	2	3	4
Objets	13	13	8	9
Somme des poids	13	13	8	9
Variance intra-classe	0,031	0,009	0,012	0,010
Distance minimale au barycentre	0,071	0,019	0,075	0,044
Distance moyenne au barycentre	0,160	0,081	0,100	0,088
Distance maximale au barycentre	0,275	0,193	0,141	0,142
	1966	1970	1980	1986
	1967	1997	1981	1987
	1968	1998	1982	1988
	1969	1999	1983	1989
	1971	2000	1984	1990
	1972	2001	1985	1991
	1973	2002	1993	1992
	1974	2003	1994	1995
	1975	2004		1996
	1976	2005		
	1977	2006		
	1978	2007		
	1979	2008		





# Le marché des euro-obligations de 1963 à 2008 : une organisation au risque de la bureaucratie

### Résumé

Les marchés financiers sont traditionnellement considérés comme le lieu où se confrontent une demande et une capacité de financement. Le développement des intermédiaires financiers a toutefois contribué à complexifier les transactions et les nœuds de relations sur les places. L'objet de cette thèse est d'examiner le marché des euro-obligations non plus comme le lieu de rencontre d'une offre et d'une demande dans l'exercice d'un jeu concurrentiel, mais comme une organisation dans laquelle des membres adoptent des rationalités et des modes d'action diversifiés et évolutifs.

La méthodologie utilisée articule une étude historique événementielle et une analyse des pratiques inscrite dans la longue durée. Les observations tirées de cette double appréhension sont confrontées, dans le cadre d'une démarche abductive, à des cadres conceptuels constitutifs de la théorie des organisations. Cette confrontation s'opère en trois étapes. Tout d'abord, l'évolution et les pratiques sont étudiées pour montrer en quoi le marché euro-obligataire se comporte comme une organisation, et pas seulement comme un lieu de transaction. Ensuite, les formes prises par cette dernière au cours de son histoire sont identifiées. Enfin, le modèle firme semblant le plus approprié pour caractériser la morphologie ultime du marché étudié, la question du mode de coordination mis en œuvre est envisagée. Au final, il est établi que le marché euro-obligataire s'apparente à une bureaucratie professionnelle. De ce fait, les risques dominants sur ce dernier ne sont plus des « risques de marché » à proprement parler. Ils émanent au contraire de problématiques typiquement organisationnelles : la maîtrise du comportement des membres et la gestion du changement.

Ces résultats de recherche doivent contribuer à renouveler le regard porté sur des marchés financiers qui, du fait de la dérégulation, tendent à s'aligner sur ce qui faisait jusqu'à aujourd'hui la singularité euro-obligataire. Ces regards sont avant tout ceux des régulateurs, dont la capacité de contrôle sur les intermédiaires financiers demeure désormais limitée. Ils sont aussi ceux des emprunteurs qui, *de facto*, s'adressent plus à un fournisseur de fonds qu'ils n'en lèvent auprès d'un marché.

### Résumé en anglais

Financial markets are traditionally seen as places where demand for financing meets capacity. However, financial intermediaries have contributed to the growing complexity of transactions and to an emerging relational network within markets. The purpose of this PhD dissertation is to consider the Eurobond market as an organization in which members adopt rationalities along with diversified and evolving courses of action.

We used a methodology based on historical events and on a long-run analysis of practices. Following an abductive approach, observations set out of this double perspective are confronted with conceptual frames based on organizational theories. This confrontation is led within three steps. First of all, the evolution and the practices are studied to show why and how the Eurobond market behaves as an organization and not only as a place devoted to transactions. Then, the organizational shapes that it adopts all along its history are identified. To finish with, as the "ifm" seems to be its most recent morphology, it is necessary to examine its main coordination pattern. Actually, the Eurobond market appears to be a professional bureaucracy. As a matter of fact, predominating risks onto this place are not "market risks" any more. They mostly derive from typical organizational stakes: the behavioral control of members and management of changes.

These research results should contribute to renew points of view on financial markets, since they tend to line up with what used to make the Eurobond market so unique. They may be a source of interest for the regulators who, from now on, face a limited ability to control financial intermediaries. These conclusions may also help borrowers to understand that, *de facto*, they presently deal more with a fund supplier than they finance onto a market.