

Décodage des changements sur les marchés internationaux des capitaux à la lumière de l'évolution des conventions

François Leroux

Sur les marchés où la concurrence est suivie, les innovations nombreuses et la réglementation diffuse, ou très souvent à la remorque des pratiques observées, il est difficile pour les principaux participants et pour les observateurs de suivre et d'interpréter correctement les changements que l'on constate et de distinguer ceux qui, *a posteriori*, se révéleront essentiels de ceux qui ne sont qu'épisodiques.

Ce que l'on veut montrer ici, c'est que l'analyse de l'évolution des conventions d'une industrie donnée aide à décoder l'importance des changements qu'elle subit. Les marchés internationaux des capitaux illustrent bien les possibilités d'analyse et de décodage des changements qu'offrent l'observation et l'analyse de l'évolution des conventions.

Nous nous emploierons d'abord à démontrer comment un nouvel outil d'investigation, l'économie des conventions, permet de compléter l'approche traditionnelle de l'organisation industrielle. Nous examinerons ensuite, dans la deuxième partie de cet article, comment les caractéristiques spécifiques des marchés internationaux des capitaux ont mené à l'émergence de nombreuses conventions. Nous proposerons ensuite, en troisième partie, une nomenclature des conventions sur les marchés internationaux des capitaux qui ont été autant de signes annonçant des transformations importantes.

ÉCONOMIE DES CONVENTIONS ET ORGANISATION INDUSTRIELLE

Les travaux de Williamson, North et Coase, ainsi que ceux de toute l'école néo-institutionnaliste, ont beaucoup fait pour renouveler l'étude du contexte dans lequel évoluent les agents économiques. Même si la nouvelle économie institutionnelle ne forme pas une école unifiée autour d'un paradigme, on peut néanmoins facilement repérer des préoccupations analytiques qui lui sont propres. Ainsi, on peut lui associer les concepts de coût de transaction, d'asymétrie d'information, de risque moral, de droits de propriété, de théorie des contrats ainsi que la théorie de l'agence.

À l'intérieur de ce cadre d'analyse un peu touffu s'est développé un courant duquel l'on connaît sous le nom d'économie des conventions et dont les premières manifestations peuvent être rattachées aux travaux de Lewis (1969).

Parallèlement, le paradigme de l'organisation industrielle, que l'on peut associer à Scherer (1980), reste une grille d'analyse toujours efficace pour étudier un secteur.

Pour qui s'intéresse aux pratiques et aux conventions ou à leur évolution dans une industrie donnée, la panoplie d'instruments conceptuels et analytiques venant de ces deux courants, s'avère donc fort pratique.

L'économie des conventions

Dans le cadre de l'économie des conventions, le terme de convention à une acceptation assez étroite. Rappelons tout d'abord ce qu'une convention n'est pas en nous inspirant de la présentation de Gomez (1994 : 96)¹:

- Une convention n'est pas un marché au sens micro-économique du terme.
- Une convention n'est pas seulement un simple comportement mimétique. La convention peut être le résultat de ce comportement, mais une convention c'est d'abord un contenu de règles, de procédures, qui permettent d'éviter des impasses, des conflits et de trouver automatiquement des solutions pratiques à des problèmes potentiels sans avoir recours à des arbitrages.
- La convention n'est pas un contrat : en effet, dans la grande majorité des cas, un contrat est un document en bonne et due forme.

Selon la définition de Lewis, une convention est une régularité qui résout de manière identique des problèmes de coordination identiques. Elle se substitue au calcul individuel. Le terme *convention* « désigne des modes de coordination qui émergent afin de résoudre collectivement des situations indécidables par le calcul individuel. » On ne peut parler de convention que s'il y a régularité de comportement chez les agents économiques. La convention dépend donc du principe de persistance.

Les économistes des conventions soulignent que la convention est l'un des résultats d'incertitude : s'il n'y avait pas plusieurs solutions à un

problème pratique, les conventions ne seraient pas nécessaires. Les spécialistes croient par ailleurs que le recours à des conventions et l'acceptation de conventions sont en fait explicables par le mimétisme rationnel; « parce qu'il est rationnel, l'agent va essayer de découvrir comment les autres agissent ». pour faire apparaître, pour imposer, des conventions.

Pour notre part, nous choisirons une définition plus large du terme « convention » : la convention est une régularité du comportement que l'on peut observer chez tous les acteurs dans une industrie donnée lorsqu'il s'agit de résoudre des problèmes récurrents de négociation, d'harmonisation ou de coordination.

Convention et analyse d'un secteur industriel

La prise en compte des conventions ajoute une dimension nouvelle à l'étude et à l'analyse d'un secteur industriel.

La définition d'une industrie a souvent posé des problèmes de repérage de frontières. La façon la plus simple de le faire consiste à centrer la définition sur les produits ou les services qu'elle offre et, à partir de l'output, de repérer les composantes, les acteurs, les structures et les comportements. En économie industrielle, lorsqu'on parle de comportements, on fait surtout référence à des éléments de la stratégie adoptée par les acteurs et aux tactiques retenues pour arriver aux buts qu'ils se sont fixés.

Or, on remarque que les industries diffèrent énormément les unes des autres par leurs façons de faire. Ainsi, une industrie est aussi une série de règles implicites ou explicites, de tradition, de méthodes intuitives, de pratiques standard, de points de repère communs, avec un vocabulaire propre. La maîtrise de ces éléments permet de repérer immédiatement les acteurs qui appartiennent effectivement à une industrie en particulier. De la même façon, toute industrie a des codes de conduite, des codes de déontologie, des niveaux d'éthique professionnelle, etc. qui s'appliquent à tous ses membres.

¹ Puisque nous voulons appliquer certains éléments de l'économie des conventions aux marchés internationaux des capitaux, nous devons immédiatement lever un équivoque car le terme convention peut en lui-même porter à confusion. Ce terme est en effet souvent utilisé en français dans les crédits bancaires, par exemple, pour désigner le document où sont consignés les différents points sur lesquels les parties se sont entendues et qui font l'objet de l'accord. En ce sens, la convention fait référence à un document formel. Ici, nous parlerons de contrat, pour désigner ce genre de document.

Tous ces éléments explicites ou plus souvent implicites caractérisent une industrie ou une profession.

Les spécificités d'une industrie sont mises en évidence lors des transactions. Chaque industrie a ses propres conventions sur la façon de négocier, sur le type de contrat à utiliser, sur la façon de régler les conflits qui peuvent surgir. Cela est facilement repérable dans le secteur manufacturier; ce l'est encore plus dans le secteur des services.

Lors d'une transaction commerciale portant sur l'acquisition de services, certains éléments de la transaction sont négociables, d'autres ne le sont pas (ou plus exactement ne sont pas négociées). Les éléments qui ne sont pas négociés sont, en fait, partie intégrante de la transaction ou portent sur les modalités de la transaction. Pour justifier l'absence de négociation, on fait appel à des expressions telles que les « habitudes de la profession », la « pratique habituelle », les « normes en vigueur », etc.

En fait, la « pratique courante », celle qui est généralement acceptée, est une forme de fossilisation de conventions, d'expériences, d'accords entre des parties. Elle est devenue un point de repère et forme un cadre quasi inamovible qui facilite les comportements et les rend prévisibles. Elle ne s'impose qu'avec le passage du temps, grâce à la répétition qui crée l'habitude, et elle ne se maintient que si elle s'est avérée apte à régler de façon équitable les arbitrages entre les intérêts divergents des agents qui négocient. Cette pratique courante peut d'ailleurs être équitable ou pas. Elle est en fait le reflet d'un certain rapport de force qui s'est exercé et s'est maintenu.

La pratique courante peut être partielle en faveur de ceux qui ont pu imposer un cadre, un mode de négociation, qui ont su faire prédominer des caractéristiques de leurs produits (ou services) adaptés à leurs intérêts propres plutôt qu'aux intérêts de leurs clients. En fait, la pérennité d'une pratique courante aura d'autant plus de chance d'être assurée qu'elle répartit

équitablement les avantages et les risques entre les parties prenantes.

La pratique courante est aussi le résultat de la volonté d'être efficace et pragmatique. Étant non discutable ou non discutée, elle réduit le domaine de l'incertitude et des litiges et elle concentre la négociation sur les facteurs des plus déterminants et vraisemblablement les plus importants.

La pratique courante est par nature informelle. Elle est le résultat d'un accord tacite entre les membres de l'industrie et elle les conduit à avoir un comportement déterminé, à donner systématiquement certaines caractéristiques à leur produits ou à inclure certaines clauses dans leurs contrats. Elle résulte rarement d'une collusion. Elle n'est pas pour autant le résultat d'un heureux hasard puisqu'elle résulte d'un parallélisme conscient ou d'un instinct mimétique inspiré par le succès passé, par le désir conformité ou plus simplement par le recours aux solutions de facilité.

CONVENTIONS ET ORGANISATION INDUSTRIELLES

Les conventions et le triptyque structures-comportement-performance

Le paradigme classique de l'organisation industrielle, dans sa version originelle ou dans les versions subséquentes, n'incorpore pas les conventions. Cela tient en grande partie au fait que le courant analytique centré sur les conventions est relativement récent. Or, il serait intéressant de voir comment les conventions s'intègrent dans cette grille d'analyse.

Le concept de convention peut ainsi être rapproché de la dimension « comportement » dans la mesure où une enveloppe de conventions peut être le moyen par lequel certains intervenants sur le marché vont agir et s'efforcer d'établir des avantages concurrentiels. Les conventions peuvent être un moyen de forger un certain pouvoir de marché et de contrôler ou de neutraliser la déviance. Selon l'approche

structuraliste, cette capacité d'avoir certains comportements plutôt que d'autres, cette possibilité d'exercer un pouvoir, ne sont pas indépendantes des structures en place ou du degré de concentration industrielle.

C'est certainement lorsqu'on s'intéresse à la performance d'un secteur qu'on peut le mieux intégrer les conventions. En effet, leur but est souvent avant tout pragmatique. Les conventions visent à faciliter les échanges, à accélérer les transactions, à supprimer les ambiguïtés, à prévenir des conflits, à offrir *a priori* des solutions acceptables à des situations équivoques et à clarifier la nature des rapports entre les agents sur le marché.

Il est donc possible de voir les conventions comme des éléments qui contribuent au bon fonctionnement du secteur, ce qui permet de porter un jugement sur la qualité des conventions; certaines vont améliorer la performance, d'autres peuvent au contraire lui nuire. Il y aurait dès lors des bonnes et des mauvaises conventions. Cette simplicité n'est cependant qu'apparente, car la notion de performance et souvent assez floue et elle varie d'un secteur à l'autre.

Le cycle de vie du produit et les conventions

Un produit nouveau apparaît et crée immédiatement toute une série d'incertitudes : incertitudes quant à la performance, incertitudes quant à la réceptivité du marché, incertitudes quant à la façon de négocier les questions relatives au produit. Cette phase d'apparition est en fait un bon indicateur de la nécessité des conventions.

Autour du produit nouveau va se mettre en place toute une série de conventions. Celles-ci vont résulter de la transaction initiale. *A priori*, c'est l'intermédiaire qui va tenter d'imposer un certain nombre de pratiques; celles-ci deviendront des conventions si elles sont acceptées, si elles se révèlent efficaces et si elles passent l'épreuve du temps.

Un nouveau produit financier apparaît très rarement *ex nihilo*. Il s'insère dans un cadre. Il est le produit d'une évolution. Il appartient à une famille. À cette famille il empruntera le cadre juridique et des clauses standard. Le choix d'une enveloppe de convention lors d'une innovation peut être facilité par la reprise du standard.

Les conventions initiales entourant un produit ne sont pas immuables, elles évoluent, elles s'adaptent aux conditions changeantes de l'environnement. Mais leur évolution est aussi influencée par le cycle de vie du produit. Dans la phase initiale du produit, les innovateurs vont essayer d'imposer des normes et des conventions qui leur sont propres. Au contraire, la phase d'acceptation voit une uniformisation et des efforts de standardisation des conventions. La remise en cause des normes et des conventions se fera surtout à la phase de maturité du produit. Ces remises en cause seront un nouvel élément concurrentiel ou le résultat de contestation de rapports de force entre différents membres de l'industrie. Le processus de standardisation n'est donc pas indépendant du cycle de vies du produit. À la phase initiale d'introduction, les produits sont souvent différenciés, la différenciation étant même un facteur de protection ou de concurrence.

Les conventions et les conditions d'entrée

Dans les nomenclatures des barrières à l'entrée, qui ont été présentés depuis les premiers travaux de J. Bain sur le sujet, les conventions n'apparaissent pas. Pourtant, dans la mesure où, pour être actif sur un marché, il faut connaître et respecter des conventions, on pourrait considérer que les acteurs en place ont un avantage par rapport aux entrants potentiels et qu'il y a donc là une forme de barrière à l'entrée.

En fait, on ne peut nier que les conventions procurent un avantage aux firmes en place, mais les barrières à l'entrée qui en résultent ne sont, dans la plupart des industries, pas très habituées et elles peuvent être facilement surmontées. En effet, la maîtrise des

conventions peut s'acquérir par le recrutement de personnes qui connaissent les conventions. Les conventions constituent d'autant moins une barrière que la firme est dans une industrie où il y a une forte mobilité de la main d'œuvre, ce qui est souvent le cas dans les services. Cependant, le franchissement de la barrière à l'entrée entraîne des coûts.

Le nouvel acteur adopte en matière de conventions une stratégie d'adaptation ou de confrontation, c'est-à-dire qu'il fait siennes les conventions ou qu'il les conteste. Dans la majorité des cas, la stratégie d'adaptation est celle qui est privilégiée. On notera que l'attitude de contestation est un instrument tactique ou stratégique.

Bien évidemment, le choix entre l'adaptation et la confrontation n'est pas indépendant de la taille de l'entrant, de la part de marché visée ou tout simplement du pouvoir que peut exercer le nouveau venu.

Pratiques courantes, standardisation, réglementation

Tous ces éléments tangibles ou intangibles qui rendent spécifique une industrie sont le résultat de sédimentations successives de pratiques qui se sont déjà révélées propres à simplifier les échanges entre les agents à les accélérer ou à réduire les risques de conflits et leur trouver les solutions harmonieuses.

Or, dans bien des industries, cette recherche d'efficacité aboutit à différentes formes de standardisation des produits et des contrats. La standardisation peut être le résultat d'un consensus sur une formule de compromis ou au contraire venir de la reconnaissance et de l'adaptation par tous les participants de la façon de faire de l'un d'eux. La standardisation est souvent l'aboutissement et la formalisation d'un processus informel d'harmonisation et de rapprochement guidé par des considérations pragmatiques.

Mais la standardisation constitue une étape ultérieure à la mise en place de

conventions. Elle en diffère par sa nature, puisqu'elle suppose le plus souvent un accord explicite entre certains participants au marché ou même l'imposition d'une norme écrite.

Il faut dire un mot ici du rôle joué par les associations professionnelles. Celles-ci sont le plus souvent des regroupements de personnes puisque qui exercent un même métier, une même profession. D'autres regroupent à la fois des personnes morales et des personnes physiques appartenant à la même industrie ou qui oeuvrent dans le même secteur d'activité. L'importance accordée aux différentes fonctions des associations varie grandement. Dans tous les cas, les associations servent à la défense des intérêts des membres et à la protection des utilisateurs des biens ou services offerts par l'industrie; elles constituent également des véhicules privilégiés pour le *lobbying* et l'élaboration des politiques de déontologie. Mais elles sont aussi des lieux de rencontre, de confrontation d'idées, de discussion sur des problèmes communs et d'arbitrage entre des points de vue divergents. De ce fait, elles jouent un rôle dans l'apparition des conventions et surtout dans leur dissémination. Mais leur présence est souvent essentielle à la standardisation des pratiques ou des contrats dans la mesure où elles sont le meilleur endroit pour établir des consensus. Sans avoir une existence autonome par rapport à leurs membres, les associations, ou plus exactement leur direction, sont souvent très pro actives en matière de standardisation.

La standardisation de procédures, de contenu ou de contrat peut être un processus interne à l'industrie, mais il se peut qu'elle soit le résultat de pressions externes des autorités de surveillance ou de réglementation. Si les modes de fonctionnement, les normes de produits, les contrats utilisés ou la performance du secteur paraissent peu satisfaisants ou si l'évolution du marché aboutit à des comportements et des pratiques qui semblent dangereuses, l'étape ultime de l'harmonisation et de la standardisation est la réglementation. Dans ce cas, la formalisation du cadre général d'activité est poussée à la limite puisque la marge laissée aux conventions entre les participants au marché

est réduite à sa portion congrue; elle n'est pas en fait que résiduelle et ne porte pas sur les éléments essentiels des caractéristiques des produits ou des transactions.

La réglementation peut être inspirée par la volonté d'intervenir pour corriger des comportements ou des performances jugés inadéquats. Dans ce cas, elle est curative. Mais elle peut aussi résulter d'une volonté à priori des pouvoirs publics d'imposer des normes et des standards. Elle peut donc être guidée par une volonté autonome d'interventions l'État ne fait pas confiance aux mécanismes du marché o s'il pense qu'un type d'activité est trop important pour ne pas être réglementé.

Dans la vie d'une industrie ou d'un produit, il peut donc y avoir des glissements de la convention à la standardisation, de la standardisation à la réglementation.

Changements de convention

Il y a un rapport entre les notions de convention et de pérennité. En effet, pour qu'une convention soit reconnue comme telle dans une industrie, il faut qu'elle permette durablement de régler des problèmes engendrés par l'incertitude. Or, les conventions changent dans le temps, elles subissent des mutations. C'est donc qu'elles vieillissent et qu'elles s'adaptent.

Le repérage d'un changement de convention n'est pas difficile à effectuer, même s'il peut se produire par glissements successifs, avant d'aboutir à une nouvelle stabilité. Dès lors, un changement de convention peut être considéré comme un signal. Pour l'observateur extérieur au marché, les conventions deviennent des instruments de décodage de changements beaucoup plus profonds dans une industrie.

Dans une perspective dynamique, il est possible de trouver des relations entre les modifications des conventions et les changements de comportements ou de structures; l'évolution des conventions n'est pas forcément motivée par des considérations de performance

(de pragmatisme) ; elle peut l'être aussi par des changements de pouvoir. Pour faire la distinction, une nomenclature des conventions habituellement rencontrées dans une industrie donnée s'avérera nécessaire.

LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX : UN CHAMP D'OBSERVATION PRIVILÉGIÉ DE L'ÉVOLUTION DE CONVENTIONS

Les marchés internationaux des capitaux constituent depuis les 20 dernières années un champ d'application particulièrement fertile pour analyser le rôle des conventions.

De nombreuses raisons militent en faveur du choix de ces marchés :

- la croissance et le rôle moteur d'un marché déréglementé : l'euromarché;
- l'environnement légal;
- la confiance en l'auto-réglementation;
- la diversité des conventions;
- la dynamique du marché engendrée par les innovations;
- le type de concurrence qui s'exerce sur ces marchés;
- les discussions entourant l'harmonisation et la supervision internationales.

Reprenons ces points un par un.

La croissance et le rôle moteur d'un marché déréglementé ; l'euromarché

La croissance phénoménale des marchés internationaux au cours des 25 dernières années s'est effectuée sous l'impulsion de l'euromarché. Phénomène très mal compris à l'origine, l'euromarché n'est pas le résultat de la volonté d'une quelconque autorité de tutelle qui avait visé à orchestrer la sortie de devises (principalement des dollars à l'origine) pour faciliter le financement des entreprises multinationales. L'euromarché fait plutôt penser à un phénomène de génération spontanée. C'est le résultat de la volonté des grandes banques à vocation internationales (en particulier américaines) de faire passer une part de plus en

plus grande de leur activité d'un environnement réglementé à un environnement déréglementé. C'est ainsi que le marché s'est développé à Londres sous la bienveillante ombrelle de la Banque d'Angleterre, et avec un minimum d'interventions et de surveillance de la part de cette dernière.

L'absence de réglementation et, pendant longtemps, d'une autorité d'encadrement a produit un environnement dans lequel les principaux acteurs ont dû définir leur *modus operandi*, et donc mettre en place des conventions pour régir et faciliter leurs rapports.

L'environnement légal

S'il est vrai que l'euromarché londonien, qui a servi de moteur et de référence pour les marchés internationaux, s'est développé dans un cadre réglementaire particulièrement peu contraignant, cela ne veut pas dire que les banquiers et financiers ont trouvé à Londres un environnement peu structuré. Bien au contraire. Ce que les banquiers américains trouvaient à Londres, c'était un environnement légal for semblable à celui dans lequel ils agissaient outre-Atlantique. On sait aujourd'hui que cet environnement légal anglo-saxon s'est imposé à l'ensemble des marchés des capitaux internationaux. Or, l'esprit même et la mise en pratique de la *common law* favorisent l'émergence des conventions. Les parties prenantes au marché ne peuvent s'appuyer sur des règlements ayant force de loi. Tant et aussi longtemps qu'une clause insérée dans un contrat, qu'une procédure utilisée dans une transaction, ne sera pas testée devant un tribunal, tant et aussi longtemps qu'il n'y aura pas de jurisprudence établie, il reste un élément d'incertitude. Les acteurs doivent donc apprendre à travailler dans un contexte où ils feront référence aux habitudes du marché ou de la profession, aux façons traditionnelles de faire les choses, à la pratique habituelle en un mot, aux conventions.

La confiance en l'auto-réglementation

Historiquement, les différents segments des marchés internationaux des capitaux ont vu

émerger des associations professionnelles qui servent à la fois de lieux de rencontre et de discussions informelles sur tous les aspects du marché pratiques, standards, code de déontologie, défense des intérêts professionnels font partie des domaines régulièrement discutés entre les participants. Les associations sont aussi des centres de *lobbying* très utiles pour faire connaître le point de vue des professionnels sur les tentatives de réglementation ou sur les propositions dans le domaine de la supervision. Dans tous les cas, les associations professionnelles jouent un rôle majeur pour l'auto-réglementation des marchés.

Parmi celles-ci, The Association of International Bond Dealers (AIBD), puis L'International Primary Market Association (IPMA) et l'International Swap Dealer Association (ISDA)² ont joué un rôle très actif sur les marchés qui nous intéressent ici.

La diversité des conventions

L'analyse des conventions et le repérage de leur évolution sont particulièrement intéressants dans le secteur que nous avons retenu, du fait de la grande diversité des conventions. En effet, dans cette « industries » nous retrouvons des conventions de marché, des conventions de métier et des conventions sur les produits. Nous verrons plus loin comment il est possible de classer de façon plus précise cette grande diversité de conventions.

La dynamique de l'innovation

Les marchés qui nous intéressent ici sont des marchés qui sont soumis à de profondes transformations à la suite d'innovations. Or, comme on l'a dit, la mise en place de nouveaux produits entraîne cette de nouvelles conventions qui se stabilisent ou évoluent au fur et à mesure que le produit gagne en maturité.

² Devenue The International Swaps and Derivatives Association.

Le type de concurrence qui s'exerce

On se fait parfois une idée assez fautive de la nature et de la concurrence qui s'exerce sur les marchés internationaux des capitaux. En effet, même s'il réunit des acteurs de très grande taille, le marché est en fait très concurrentiel et très segmenté. Bien sûr, le nombre élevé de concurrents ne doit pas faire oublier que le pouvoir relatif des acteurs est loin d'être égal et que, dans certaines niches ou certains secteurs, il y a des configurations qui rappellent plus des situations de firme dominante que des situations concurrentielles (Leroux 1994; 271). Il est d'ailleurs rare que dans les institutions soient systématiquement présentes sur tous les marchés à la fois; en tout cas, si cela a pu être une tentation dans les années 80, il est certain qu'aujourd'hui on s'efforce plus souvent de se positionner sur des créneaux précis.

Par ailleurs, les marchés internationaux des capitaux sont intéressants parce que, du fait de l'intégration et de la mondialisation, il s'y est produite une transformation de la concurrence avec confrontation directe sur certains créneaux entre les maisons de titres (ou de courtage) et les banques. Or, de part et d'autre, ces concurrents sont arrivés avec des cultures distinctes et des approches différentes aux relations avec les clients. Ainsi, les conventions que l'on observe sur ces marchés s'alimentent à au moins deux sources. Ce brassage de culture entre les deux industries a été facilité par des transferts de personnel. L'observation des marchés montre en effet qu'il existe une grande mobilité des cadres au sein des grandes institutions. Ainsi, les exemples abondent de banques qui, ayant décidé, pour des raisons stratégiques, d'être présentes sur un créneau donné du marché ont recruté toute une équipe chez un concurrent en offrant des conditions salariales, des avantages et des primes de fin d'année plus avantageux. En changeant d'employeur, les cadres de l'industrie des services financiers apportent avec eux leur savoir-faire, leurs réseaux de clientèle, mais aussi leur connaissance des conventions en vigueur sur les marchés où ils agissent. La mobilité de la main-d'œuvre est ainsi un facteur majeur de la dissémination des conventions.

Les discussions entourant l'harmonisation et la supervision internationales

Si les marchés internationaux des capitaux se sont développés en l'absence de réglementation et peut-être à un rythme élevé grâce à cette absence de réglementation il est des signes qui indiquent clairement que ce contexte est en train de changer. La première manifestation de cet état de fait a certainement été l'accord conclu à Bâle en 1988 pour harmoniser les pratiques nationales en matière de capitalisation bancaire. Cet accord a permis la mise en place (le 1^{er} janvier 1993) d'une norme universelle de capitalisation bancaire que l'on a appelé le ratio Cooke du nom du président du comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires de la Banque des règlements internationaux. Cet accord et en fait la manifestation de la volonté des autorités de surveillance d'encadrer de façon plus étroite la pratique internationale des banques. Depuis, d'autres efforts ont été déployés pour limiter les risques potentiels sur les marchés des produits dérivés ou dans le domaine des paiements transfrontaliers.

Cette activité intense revient dans bien des cas à officialiser ou à remettre en cause des pratiques et des conventions qui se sont développées de façon spontanée ou par suite d'une entente entre les principaux acteurs. Il y a donc actuellement des tentatives pour passer des conventions à des règlements ; elles donnent lieu à des discussions intenses entre les praticiens du marché (qui résistent à ces tentatives) et les autorités nationales et internationales qui émettent des doutes sur certaines pratiques ou conventions.

NOMENCLATURE DES CONVENTIONS RENCONTRÉES SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX

L'observation du marché international des capitaux fait découvrir la multiplicité des conventions. Mais celles-ci ne sont pas toutes de même nature ni de même importance. C'est pourquoi il est nécessaire de les classer.

En fait, on peut classer les conventions selon cinq critères ;

- **Leur portée :**

conventions génériques;
conventions catégorielles;
conventions spécifiques;
conventions nationales.

- **Leur type :**

conventions d'appellation;
conventions de référence;
conventions de processus;
conventions contractuelles.

- **Leur objet :**

conventions opérationnelles;
conventions portant sur l'information;
conventions portant sur le pouvoir (ou le rééquilibrage des pouvoirs)

- **Leur degré de nouveauté :**

conventions imitatives
conventions novatrices.

- **Leur incidence monétaire :**

conventions ayant une incidence monétaire;
conventions sans incidence monétaire.

Classification des conventions d'après leur portée

On peut tout d'abord classer les conventions sur les marchés internationaux des capitaux d'après leur portée, ce qui nous permet de distinguer quatre catégories :

- 1) Il y a des conventions qui coexistent dans plusieurs segments de marché. Ce sont celles que nous qualifierons de **convention génériques**.

C'est ainsi que tous les produits sur les euromarchés ont des points en commun : par

exemple, les intérêts qui sont versés doivent être nets de retenues à la source. Cette convention est imposée à tous les utilisateurs des différents segments des euromarchés, c'est même une caractéristique de ces marchés. Tout nouvel utilisateur se plie à cette convention qui n'est pas remise en question. Elle est à ce point ancrée qu'elle est sous-entendue lors des négociations entourant la mise en place d'un mécanisme bancaire international ou lors des négociations préalables à une nouvelle émission d'euro-obligations.

Remarquons néanmoins que la convention est confirmée et officialisée par une clause à cet effet dans la documentation juridique. On ajoute généralement à cette clause qu'en cas d'imposition d'une retenue par une quelconque autorité fiscale, les prêteur seront dédommagés par l'emprunteur et l'on spécifie que, si cette compensation se révélait impossible, cela constituerait un événement suffisant pour entraîner la déchéance du terme ou le remboursement anticipé.

Cette convention de non-imposition est bien une convention générique.

- 2) Les **conventions catégorielles** sont celles qui s'appliquent à toute une série d'instruments de même nature utilisés sur les marchés. On les retrouve aussi bien sur les marchés nationaux que sur les marchés étrangers et sur les euromarchés. C'est la nature même du produit qui amène la mise en place de conventions semblables par simple pragmatisme ou pour éviter les confusions.

C'est ainsi que nous pouvons facilement repérer des conventions sur tous les marchés secondaire des titres négociables à titre d'exemple, citons l'obligation faite aux mainteneurs de marchés de toujours avoir une double cotation de prix (prix d'achat et prix de vente).

- 3) Les **conventions spécifiques** sont celles qui s'appliquent à un instrument donnée ou à un marché particulier. L'observation des marchés des capitaux tend à montrer que, curieusement, les conventions spécifiques sont relativement peu nombreuse. Elles apparaissent dans les premiers mois d'existence d'un nouveau produit, durent le cycle de vie du produit, il arrive fréquemment que certains aspects des conventions soient abandonnés parce que les acteurs ont préféré en revenir à des pratiques ayant fait leurs preuves dans d'autres segments.
- 4) Enfin, malgré la mondialisation, il reste qu'il est des pratiques qui sont d'inspiration nationale. Les conventions nationales perdurent d'autant plus que l'on se trouve dans des pays qui ont une longue histoire financière. Pensons par exemple à la cotation au certain sur les marché des changes en Grande-Bretagne; la capacité de maintenir cette traditions s'explique par la place particulière qu'occupe Londres sur le marché mondial.

Classification des conventions par type

On peut aussi classer les conventions par type, ce qui donne quatre catégories.

- 1) Il y a tout d'abord des **conventions d'appellations**. La question de l'appellation d'un nouveau produit financier peut sembler insignifiante, mais c'est en fait une convention à l'état pur. Les différents intervenants sur le marché prennent l'habitude d'appeler un produit par un certain nom. Il y a entente tacite entre emprunteurs, intermédiaires et investisseurs.

Or, l'observation des marchés internationaux au cours des 20 dernières années met en évidence des cas où il y a eu de longues batailles pour imposer un nom plutôt qu'un autre.

Certaines maisons en ont fait une question de prestige et entretenaient par là l'espoir d'établir des positions dominantes.

On constate aussi qu'il y a des conventions d'appellation qui vieillissent et des noms qui changent. Cela peut être une question de mode ou de snobisme. Le changement de nom peut aussi indiquer une mutation des conditions du marché.

Dans la même veine, on ne peut s'empêcher de signaler combien on aime dans ce milieu donner des noms originaux aux marchés, aux produits ou aux pratiques. Les marchés obligataires sont connus sous différentes appellations pittoresques; *yankee bond market*, *bull-dog market*, *samourai market*, *shogun market*, *kiwi market*, *kangaroo market*, *matador market* ou encore *navigator market*. Les stratégies sur les marchés de produits dérivés sont aussi désignées par des appellations imagées telles que *straddle*, *butterfly*, *condor* et autres. De même, sur le marché des actions internationales, seuls les initiés s'y retrouvent aujourd'hui lorsque l'on évoque les techniques du *green shce*, du *ring-fencing* et autre *pot systems*.

Notons que la question des conventions d'appellation se pose à un autre niveau lorsqu'il s'agit d'obtenir un consensus pour la traduction d'un terme générique anglais.

- 2) Dans la classification des conventions par type, il y a en second lieu les **conventions de référence**. Elles existent parce que les différents intervenants ont besoin d'avoir des points de repère ou des observations de cours afin de déterminer des prix pour des produits.

On peut mettre cela en évidence en prenant l'exemple d'un prêt à taux variable. Si les parties se sont entendues pour que le taux soit revu tous les trois mois, il leur sera d'autant plus facile de s'entendre sur la façon dont le taux sera calculé qu'il existe

un consensus sur la meilleure façon de procéder. Cette façon de faire deviendra une convention de référence si elle est fondée sur des prémisses raisonnables et si, à l'usage, elle s'est révélée pratique et efficace.

- 3) Les **conventions de processus** sont beaucoup plus importantes que les deux types précédents. Elles résultent de la reconnaissance par les parties prenantes de la nécessité de s'entendre sur la façon de procéder pour mettre en place des possibilités de financement, sur la façon de distribuer des titres, sur la façon de donner des cotations ou sur les modes de paiement. Comme précédemment, les conventions se dégagent la plupart du temps par imitation et elles réussissent à s'imposer par leur efficacité.

Bien souvent, les conventions de processus donnent l'impression d'être plus favorables à certains intervenants qu'à d'autres; de ce fait, elles révèlent les rapports de force qui s'exercent sur le marché.

- 4) Par définition même, une convention n'est pas un contrat. Cependant, on retient comme quatrième type de convention les **conventions contractuelles**. Ce terme, même s'il paraît contradictoire, recouvre bien une réalité. Il s'établit des conventions entre participants aux marchés internationaux sur le contenu des contrats, sur l'ordre des clauses et sur les aspects non couverts par les contrats. L'étendue du domaine visé par les contrats est sujet à évolution. Des événements qui n'avaient pas été prévus et qui ont entraîné des conséquences fâcheuses, en particulier pour les prêteurs, ont conduit à des ajouts à la documentation et ceux-ci deviennent par la suite des clauses insérées systématiquement (Bucheit, 1992).

L'aboutissement des conventions contractuelles et la standardisation ou l'apparition d'un contrat type suggéré par une association professionnelle. Ce fut le cas en avril 1985 lorsque l'International Swap Dealer Association a rédigé un manuel d'utilisation des *swaps* et a présenté un contrat type qui s'est immédiatement imposé sur le marché.

Classification des conventions d'après leur objet

Sur les marchés internationaux des capitaux, on rencontre des conventions opérationnelles, des conventions qui portent sur l'information et des conventions qui ont trait à l'équilibrage des pouvoirs.

1) Les conventions portant sur les coûts de transaction

Certaines conventions ne sont mises en place que dans un but pragmatique et pour réduire les coûts de transaction. Elles sont là :

- pour simplifier et régler des problèmes pratiques présentant pas de possibilités de contestations ni gains de pouvoir (*euroclear*, livraisons des titres, etc.)
- pour régler les problèmes de communication (ex. : *pricing* et conventions de volume minimal de négociation);
- pour réduire les erreurs au minimum;
- pour assurer la liquidité des titres.

2) Les conventions portant sur l'information

Les rapports entre les différents intervenants sur les marchés internationaux sont *a priori* caractérisés par une tendance naturelle à l'asymétrie d'information. Typiquement, l'emprunteur est mieux placé que quiconque pour évaluer sa situation financière et sa capacité (ou sa volonté) de remboursement selon les termes des accords signés. L'évaluation de la qualité de la signature par les prêteurs est d'autant plus difficile à

effectuer que l'emprunteur n'est pas du même pays ou qu'il travaille dans un environnement fiscal, comptable ou légal différent.

3) Les **conventions portant sur le rééquilibrage du pouvoir**

Une caractéristique commune à beaucoup d'instruments financiers, et que l'on retrouve sur les marchés internationaux, est qu'ils nécessitent la mise en place de syndicats financiers où vont se côtoyer des banques ou des intermédiaire financiers de taille et de stature très différentes. De plus, le travail effectivement réalisé par les différents membres de ces syndicats varie énormément. Enfin, la nature même des transactions négociées a comme conséquence qu'un nombre limité de membre d'un syndicat seront en contact direct avec l'emprunteur. Tous ces facteurs expliquent que le pouvoir est réparti de façon inégale à l'intérieur du syndicat. Il faut donc, pour éviter les abus, prévoir des garde-fous qui seront définis dans des contrats. Malgré tout, l'existence de ces contrats et leur contenu sont régis par des conventions.

Classification des conventions d'après degré de nouveauté

On peut également classer les conventions rencontrées sur les marchés internationaux des capitaux d'après leur originalité ou leur nouveauté. C'est ainsi que l'on peut opposer les conventions mimétiques aux conventions novatrices.

- 1) Nombreuses sont les conventions adoptées sur certains segments du marché ou à l'occasion de l'apparition de nouveaux produits qui s'imposent très simplement sans qu'il y ait de négociation ou d'exercice de rapports de force ; elles s'imposent parce que tous les intervenants reconnaissent tacitement que les pratique et

habitudes qui ont cours depuis longtemps sur des segments de marché semblables peuvent être transposées avantageusement au nouveau segment ou au nouveau produit. On parlera alors de **conventions imitatives**. Ce mimétisme peut être assimilé à une forme de passivité inspirée tout autant par le pragmatisme que par le refus de toujours « réinventer la roue ».

- 2) À l'inverse, les marchés des capitaux ont vu apparaître des conventions nouvelles, soit lors de l'introduction d'un instrument inédit, soit lors de la remise en cause d'une convention déjà établie. On peut les appeler **conventions novatrices**. Il est à noter que leur degré de nouveauté peut être très variable et que ce sont certainement celles qui durent le moins.

Classification des conventions selon leur incidence monétaire

La dernière façon que nous proposons pour classer les conventions sur les marchés internationaux revient à opposer les **conventions qui ont une incidence monétaire** à celles **qui n'ont pas d'incidence monétaire**.

- 1) Beaucoup de conventions visant à régler des problèmes très pratiques n'ont pas comme enjeu des questions monétaires. Les parties prenantes tirent des avantages de la simplification de procédures ou de l'atténuation de l'incertitude dans la façon de faire les choses.
- 2) En revanche, sur certains marchés, des conventions se sont mise en place qui ont des incidences monétaires. Pensons par exemple aux conventions qui président à la répartition des frais associés à une émission ou à la mise en place d'un mécanisme bancaire international.

Certains frais sont traditionnellement supportés par le chef de file, d'autre restent à la charge de l'émetteur ou de l'emprunteur.

La nomenclature précédente a classé les conventions sur les marchés de capitaux en cinq grandes catégories. Celles-ci ne sont pas mutuellement exclusives. D'autre part, les cinq catégories sont fort différentes. En fait, les trois premières regroupent les conventions d'après **leur nature**, les deux dernières portent plutôt sur **leurs caractéristiques**.

Il est possible à l'aide de cette nouvelle division de démontrer qu'il y a des conventions qui se présentent souvent simultanément et d'autres qui n'ont que peu de relations entre elles. C'est ce que l'on a tenté de faire au tableau 1. Celui-ci constitue en tout cas une grille d'analyse assez exhaustive des principales conventions rencontrées sur les marchés internationaux des capitaux.

Par ailleurs, cette grille peut permettre à l'observateur des marchés de suivre l'évolution des conventions. En effet, les conventions ne sont pas stables dans le temps, elles subissent des transformations. Et ces modifications sont des indications de changements importants. De ce point de vue, un changement de convention révèle la remise en cause de l'équilibre de forces sur les marchés ou l'adaptation à des changements dans l'environnement des marchés.

Le plus souvent les changements portent sur des conventions d'appellation, de référence, de processus ou des conventions contractuelles, mais ils signalent dans tous les cas des changements de pouvoir ou de rapports de force entre les participants au marché.

QUELQUES EXEMPLES DU RÔLE DES CONVENTIONS ET DE LEURS TRANSFORMATIONS SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAUX DES CAPITAUX

Pour illustrer le rôle des conventions et de leurs changements, on prendra cinq exemples

tirés de l'expérience récente des marchés internationaux des capitaux.

Le LIBOR et les conventions

L'utilisation du LIBOR comme taux de référence à court terme pour la tarification de la plupart des instruments à taux variable sur les euromarchés a nécessité des conventions novatrices, puis imitatives.

Rappelons qu'avant l'apparition des eurodollars, dans les prêts bancaires en dollars aux États-Unis, on utilisait, comme taux de base, le taux préférentiel (*prime rate*). Le taux effectivement payé par l'emprunteur était la somme du taux préférentiel et d'une certaine marge (*spread*) dont l'ampleur dépendait du risque associé à l'emprunteur, de l'échéance du prêt et des conditions générales du marché. Ainsi, la pratique s'était établie aux États-Unis que le taux de référence était un taux prêteur.

Lorsque les banques à Londres, avec en tête de liste les filiales des banques new-yorkaises, mirent en place les premiers prêts syndiqués en eurodollars, elles choisirent comme taux de base un taux emprunteur, le taux auquel les banques pouvaient emprunter à Londres. Ce choix ne fut pas le résultat d'un règlement nouveau ou d'une directive émise par les autorités de surveillance de la place financière qui avait accueillie les premières euro-banques. Il s'agissait d'un choix délibéré des leaders de ce nouveau marché et le choix initial est devenu une convention novatrice et de processus à partir du moment où il a été accepté et où son emploi s'est généralisé.

Peut-on avec le recul expliquer pourquoi la convention de *pricing* des prêts en dollars à Londres a été différente de celle qui prévalait sur le marché des prêts en dollars aux États-Unis?

Nous pouvons répondre à cette question en disant que le contexte dans lequel étaient amenées à travailler les euro-banques était très différent de celui dans lequel oeuvraient les banques américaines sur le marché intérieur des États-Unis. En effet, pour les euro-banques, les

questions de l'accès aux fonds en dollars et du coût de ces fonds sont vite devenues cruciales. Comme les banques non américaines n'avaient d'autre choix pour obtenir des dollars par l'entremise du marché interbancaire à Londres que de tarifier les prêts auxquels elles allaient participer sur la base du LIBOR, on leur facilitait grandement l'appariement de leurs bilans. La convention d'utilisation du LIBOR était tout à fait en harmonie avec les caractéristiques de l'euromarché très tourné vers l'efficacité et le pragmatisme.

Tableau 1
Relations entre les conventions classées
selon leur nature et selon leurs
caractéristiques

			CARACTÉRISTIQUES DES CONVENTIONS			
			Imitatives	Novatrices	À incidence monétaire	Sans incidence monétaire
Nature des conventions	Portée	génériques	++	-	+ ou -	+
		catégorielles	++	-	+ ou -	+
		spécifiques	--	++	+ ou -	+ ou -
		nationales	+ ou -	+ ou -	+ ou -	-
	Type	d'appellation	-	++	--	--
		de référence	++	+	+ ou -	+ ou -
		de processus	++	+	+ ou -	+ ou -
		contractuelles	++	+	-	+ ou -
	Objet	coût de transaction	++	+	+	+ ou -
		information	++	+	-	+ ou -
	pouvoir	+	+	+ ou -	+ ou -	

La quasi-exclusivité de l'emploi du LIBOR pour la tarification des euro-crédits syndiqué a été remise en question pendant plusieurs mois au milieu des années 80. Cela s'est manifesté de trois façons : certains prêts furent effectués à taux fixe, d'autres se firent en utilisant pour référence des taux à court terme autres que les taux interbancaires, et pour d'autres enfin on utilisera comme taux de référence à court terme le LIBID ou le LIMEAN³.

La convention qui avait fait du LIBOR le taux de référence par excellence était remise en cause. Et ce changement (partiel) de la convention révélait en fait que le marché des euro-crédits syndiqués venait de connaître un changement majeur. On était en effet en pleine « crise de l'endettement » et celle-ci touchait bien des banques. Dès lors, les emprunteurs craignaient qu'en raison du risque accru que présentaient certaines d'entre elle, l'écart (*le spread*) entre le LIBOR et le LIBID pourrait s'accroître; si tel devait être le cas, cela se ferait bien sûr par une augmentation du LIBOR et non par une diminution du LIBID. En remettant en cause la convention de tarification et en utilisant le LIBID, on ne faisait que confirmer la détérioration de la situation des banques. Il est remarquable que lorsque l'incertitude à ce propos s'estompa, le marché des euro-crédits revint à la norme du LIBOR.

L'histoire de l'utilisation du LIBOR offre aussi une belle illustration d'un cas de convention imitative. En effet, lorsque au début des années 80, sous la pression de l'augmentation des taux d'intérêt, on vit apparaître sur les marchés euro-obligataires les notes à taux variable (*floating rate notes*), le taux de référence utilisé fut aussi le LIBOR. On utilisait donc un taux par nature interbancaire, même si l'on se situait sur un segment de marché où ne se pratiquait pas l'intermédiation bancaire.

D'autres conventions peuvent aussi être associées au LIBOR et, en particulier, à son mode de calcul.

Tout d'abord, le LIBOR est toujours calculé à 11 heures du matin à Londres. Cette convention de processus peut s'expliquer par des raisons pratiques, mais c'est aussi une convention imitative. Pourquoi 11 heures du matin? Tout simplement parce qu'il y a consensus des utilisateurs comme des observateurs pour croire que c'est à cette heure-là que tous les marchés sont habituellement les plus liquides et les plus animés.

Cela dit, la convention entourant la fixation du LIBOR a évolué depuis une dizaine d'années. En effet, pendant très longtemps, la norme contractuelle voulait qu'on recoure à des « banques de référence » pour le calcul du LIBOR à des dates prédéterminées. Aujourd'hui on convient généralement d'utiliser le LIBOR qui est calculé tous les jours par Reuters ou les parties prenantes reconnaissent que tous les acteurs sans exception sont maintenant reliés à l'un ou l'autre des grands réseaux de télécommunication. Ce changement de convention reflétait le changement de la technologie de communication.

Convention et agences de notation

Une autre illustration du rôle des conventions sur les marchés des capitaux est fournie par la pratique de la notation (*le rating*).

Il faut d'abord rappeler que les grandes agences de notation (Standard and Poor's, Moody's etc.) sont apparues aux États-Unis au début du siècle pour répondre à un besoin qui résultait de l'asymétrie d'information existant, sur le marché obligataire, entre les émetteurs (et à certains égards les intermédiaires), d'une part, et les investisseurs, d'autre part.

Pour prendre une décision éclairée, le détenteur potentiel de titres cherche à avoir de l'information. L'agence procure une information de qualité, interprétée et standardisée, ce qui facilite la comparaison. Il y a donc eu une convention tacite entre émetteur et investisseur selon laquelle il y aurait entre eux un intermédiaire neutre rétablissant l'équilibre en matière d'information. En fait, les emprunteurs

³ Le LIBID est le taux auquel les banques peuvent déposer sur le marché interbancaire à Londres. Le LIMEAN est la moyenne du LIBOR et du LIBID.

ont compris comment la présence des agences était un facteur de réduction d'incertitude pour les prêteurs et combien tout compte fait, ils bénéficiaient de cette transparence.

La pérennité des agences tient à la confiance et à la perception de la validité de leur évaluation. Mais le succès des agences peut se mesurer autrement ; leurs échelles de notation sont devenues, par convention, des normes de qualité.

Aux États-Unis, si l'inscription à la Securities and Exchange Commission est obligatoire lors d'une émission obligataire, la notation de l'est pas. Si donc les émetteurs se prêtent à la notation, c'est par convention. Mais, dans les faits, il leur est difficile d'échapper à cette convention, car les conséquences de la non-évaluation sont telles que la pression de la norme rend la notation incontournable.

La création du marché euro-obligataire a semblé remettre en cause cette convention, puisque la très grande majorité des émissions se fait sur un marché sans notation. Cependant, dans les faits, les compagnies qui émettent sur le marché international ont, dans la plupart des cas, obtenu antérieurement des notations de qualité suffisante pour être capables d'émettre sur le marché américain. Ainsi, l'accès au marché est malgré tout dépendant de la notation à laquelle sont habitués les investisseurs. Il est significatif à cet égard que les emprunteurs sur le marché euro-obligataire mentionnent systématiquement, dans le prospectus, la notation qu'ils obtiennent habituellement pour leur titres sur le marché new-yorkais, même si les euro-émissions ne sont pas dirigées vers les investisseurs américains. De même, lors des émissions, les chefs de file mentionnent la notation dans le télex d'invitation envoyés aux membres du groupe de garantie ou aux membres de groupe de placement. Cette pratique montre bien que la convention du *rating* s'est maintenue même lorsque le marché s'est déplacé vers une zone déréglementée.

Mais l'analyse du phénomène du *rating* est intéressante à un autre titre. C'est que, insensiblement, sur certains marchés, ce qui

n'était qu'une convention a changé de nature ; en devenant obligatoire, la notation a changé de caractère et, à certains égards, d'objet. Et là encore ce changement de nature de la convention est révélatrice de mutations sur les marchés.

Historiquement, c'est aux États-Unis que s'est développé le marché du papier commercial. Trois agences font la notation de ces effets à court terme ; Moody's, Standards and Poor's et Fitch. En 1991, la Securities and Exchange Commission a décrété qu'il fallait faire une distinction entre le papier de première catégorie (*tier 1*) et le papier de deuxième catégorie (*tier 2*). Entre dans la première catégorie le papier qui a obtenu la meilleure notation de deux des agences « reconnues sur une base nationale ⁴ » ; entre dans la deuxième le papier ayant une cote supérieure auprès d'une seule institution. Or, depuis avril 1991, les fonds mutuels de marché monétaire ne peuvent détenir plus de 5% de leurs actifs en papier commercial appartenant à la seconde catégorie. Ainsi, ce qui n'était qu'une convention visant à rétablir l'équilibre en matière d'information tend à devenir une norme réglementaire, ce qui en change la nature.

Qu'est-ce que cela révèle ? Ce changement dans la nature de la convention illustre la volonté des autorités de surveillance d'imposer indirectement des normes prudentielles à l'industrie des fonds mutuels. Et ce mouvement réglementaire a été déclenché par la croissance considérable des fonds mutuels et la généralisation de la désintermédiation. En fait, les autorités de surveillance ont récupéré la pratique de la notation pour transférer aux agences la responsabilité de l'évaluation des risques de crédit. Dès lors, nul ne peut émettre du papier commercial sans se faire évaluer et le côté volontariste ou conventionnel de la notation a disparu.

⁴ Edwards. Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 1994

Les facilités renouvelables à prise ferme et les conventions

Apparues en 1981, les facilités renouvelables à prise ferme présentent, à bien des égards, un cas intéressant sur les marchés des capitaux parce qu'elles ont eu un cycle de vie d'une dizaine d'années. À titre de repère, notons qu'en 1983, de nouveaux financements de l'ordre de un milliard de dollars ont été effectués grâce à de telles facilités en 1987, on atteignait un sommet de 29 milliards, mais, en 1992 la part de ces facilités renouvelables dans les financements internationaux retombait à 1,5 milliard de dollars.

Du point de vue des conventions, cet instrument offre à l'observateur un matériel très riche.

Comme il s'agissait d'un instrument hybride, empruntant certaines de ses caractéristiques au marché des titres négociables à court terme (les notes) et d'autres au marché de l'intermédiation bancaire, on s'inspira, au moment de son apparition, des conventions de l'un et de l'autre de ces marchés. Mais les conventions ne furent pas qu'imitatives, certaines furent novatrices.

L'histoire de ce produit a fourni, en tout cas, un bel exemple de la difficulté à faire accepter une convention d'appellation.

On s'accorde pour reconnaître que la première facilité renouvelable à prise ferme fut mise en place pour le gouvernement de la Nouvelle-Zélande au début de l'année 1981. C'est Merrill Lynch qui était chef de file et qui appela ce nouvel instrument *revolving underwriting facility* ou RUE. Quelques semaines plus tard, la Morgan Guaranty proposait une facilité similaire qu'elle baptisa *note issuance facility* (NIF). À la même époque, la Chase Manhattan Bank mit en place des SNIF (pour *short-term note issuance facilities*), pendant que d'autres banques proposaient des UF (*purchase underwriting facilities*) ou des PIF (*purchase issuance facilities*). Tous ces instruments étaient en fait fort semblables et

personne ne s'y laissa prendre malgré les trésors d'imagination déployés par certains pour mettre en évidence des particularités tout compte fait bien négligeables.

Face à cette multitude d'appellations, il était souhaitable qu'émerge un nom générique. En définitive, deux acronymes survécurent, RUF et NIF, et, petit à petit, le second devint le véritable terme générique.

On peut retracer l'origine de la convention d'appellations dans ce cas précis à un article paru en septembre 1984 dans le *Quarterly Bulletin* de la Banque d'Angleterre et dans lequel NIF était préféré à RUF. À la suite de cet article, le terme NIF devint pour ainsi dire le terme générique employé sur le marché et dans les publications spécialisées⁵.

Cet instrument offrit également un exemple intéressant du contenu en information associé à des changements dans des conventions de processus.

L'élément novateur des NIF, c'était le jumelage dans un seul instrument d'une activité de placement de titres à court terme (les notes) et d'une fonction de garantie assurée par les banques jouant le rôle de preneurs fermes (*underwriters*). Or, la mise en place de ce nouvel instrument posa à l'origine un problème sérieux; il fallait savoir comment et par qui serait assuré le placement des notes. Et il n'existait pas de convention établie pour ce faire. Il fallait créer et imposer la convention.

C'est ainsi que tour à tour on vit apparaître différentes configurations pour le placement des notes. Il y eut des structures dans lesquelles les preneurs fermes assuraient la distribution des notes, puis des configurations dans lesquelles il y avait un agent de placement unique (*sole placing agency*), puis d'autres dans lesquelles il y avait plusieurs agents de placement (*multiple placing agency*) dont certains issus du groupe de garantie. Cependant aucune de ces techniques ne

⁵ On pourra se référer sur ce point à la publication d'*International Financing Review* intitulée « Note Issuance and Revolving Underwriting Facilities » (1984, p. 9)

s'imposa. En revanche, la technique du syndicat soumissionnaire (*tender panel*) introduite par Crédit Suisse-First Boston devint rapidement la configuration qui se généralisa sur le marché (avec quelques variantes). Une convention de processus était née.

Que révélait en fait le choix de cette convention?

Cette convention sur le mode de placement des euronotes faisait ressortir le fait que le marché international était en train de prendre un virage majeur et que l'on s'engageait résolument dans une ère qui allait être dominée par la négociabilité des titres de créances et par une nouvelle concurrence entre les banques et les maisons de titre, ce qui se traduirait par une augmentation très sensible de la concurrence. L'arbitrage entre l'ambition des arrangeurs de NIF et la volonté des membres du groupe de garantie de participer à la négociation des notes (puisqu'il semblait que c'était la direction que prenait le marché) se devait d'être reflété dans la convention qui allait s'établir entre les différentes parties prenantes au marché. La convention qui s'imposa en fait reflétait à l'époque le changement de philosophie des banques commerciales qui devaient réagir face au virage de la désintermédiation.

Le cérémonial de signature et la publicité des euro-crédits syndiqués

Lorsque le marché des euro-crédits syndiqués a pris son envol au cours des années 70, les banques commerciales qui accordèrent les premières facilités aux emprunteurs souverains furent en position d'imposer toute une série de formalités entourant la signature des contrats. Il y eut rapidement une façon traditionnelle de faire les choses et au fond tout un cérémonial. La pratique par répétition successive devint une convention. Notons que cette convention avait des incidences monétaires, puisque la quasi-totalité des coûts était assurée par l'emprunteur.

Le cérémonial comprenait essentiellement trois éléments; la séance de signature proprement

dite, la remise de cadeaux souvenir et le repas de signature. Comme le nombre de représentants des banques pouvait être très élevé, la banque responsable de toute l'opération devait mettre en place un certain protocole pour que tout se passe « selon les normes ». Il est intéressant de noter que ce protocole était en fait assez précisément codifié. Une comparaison entre l'ouvrage de R.P. McDonald de 1982 (p. 142-146) et celui de T. Rhodes de 1993 (p. 144-148) est révélatrice à cet égard. Ces deux ouvrages publiés dans la collection Euromoney ont, chacun en son temps, été considérés comme la bible sur les euro-crédits syndiqués. Or, on constate que lorsqu'il s'agit du cérémonial entourant la signature des euro-crédits syndiqués, il y a une grande similitude dans le vocabulaire employé (les deux auteurs parlent par exemple du « folklore des euro-crédits »), ou dans la présentation des détails du protocole (tels que la forme de la table prévue pour la signature ou le minutage de toute l'opération).

Dans le même ordre d'idées, mentionnons que dès ses débuts le marché a pris l'habitude de faire de la publicité au moyen de « pierres tombales » (*tombstones*). Il s'agit d'encarts publicitaires qui apparaissent après coup dans certains journaux ou revues spécialisées. La composition graphique de ces *tombstones* a très rapidement été régie par des règles non écrites qui dictaient la place occupée par chacune des banques prenant part à la facilité mise en place et le choix de la taille des caractères utilisés pour chacun d'elles en fonction de son rang ou de son rôle dans la syndication. De plus, le logo de l'emprunteur apparaissait systématiquement en haut du *tombstone* alors que celui de la banque remplissant la fonction d'agent se retrouvait en bas. Les règles non écrites de composition et la pratique de la publication du *tombstone* sont vraiment des conventions.

Or, qu'est-il arrivé à ces conventions bien établies? En quelques années, il y a eu bien des changements.

Tout d'abord, en ce qui a trait au cérémonial entourant la signature on peut observer une nouvelle simplicité. La signature

donne maintenant souvent lieu à une rencontre assez brève, à caractère essentiellement technique, réunissant simplement un nombre limité de personnes. Le cérémonial complet semble être réservé aux nouveaux emprunteurs.

De la même façon, la composition des *tombstones* a évolué. Le vocabulaire utilisé pour désigner les différents groupes de banques participantes a changé et le nombre de banques mentionnées sur le *tombstone* a beaucoup diminué. En outre, la publication de ces annonces est beaucoup moins fréquente. Ce sont généralement, ici aussi, les nouveaux venus sur le marché (ou leurs banques!) qui tiennent à ce qu'un *tombstone* soit publié.

Ces modifications dans les conventions reflètent en fait de profonds changements dans le marché. En particulier, comme souvent aujourd'hui la syndication proprement dite se fait surtout par sous-participation plutôt que par la recherche de partenaires avant la mise en disponibilité des fonds, l'opération de signature est réservée aux seuls preneurs fermes. Cela explique aussi le changement du nom générique accordé à la fonction de coordination; aujourd'hui, on parle plutôt d'*arrangeurs* que de *chefs de file*.

La nouvelle simplicité des opérations de signature et la remise en cause par les emprunteurs les plus connus de la publication d'une « pierre tombale » reflètent un renversement du rapport de force entre emprunteurs et prêteurs. Depuis le début des années 1990, les emprunteurs, du fait de la concurrence très vive entre les prêteurs potentiels, sont capables d'obtenir des conditions particulièrement favorables et de concessions inimaginables dix ans plus tôt. Ils sont donc en mesure de refuser des dépenses (cérémonie de signature et publication de *tombstones*) suggérées par les arrangeurs et présentées il y a dix ans comme quasiment obligatoires « par convention », par tradition.

Conventions et mode de placement des titres internationaux

L'observation de deux autres segments du marché international des capitaux nous permet également de constater des changements de conventions, qui, en fait, révèlent des changements de pouvoir. Cette fois-ci, par contre, il ne s'agit pas de changements modifiant le rapport de force entre prêteurs et emprunteurs, mais de changements s'opérant entre différents groupes d'intermédiaires financiers.

Le marché euro-obligataire s'étant épanoui à l'abri de toute réglementation nationale, il a pu élaborer des propres modes de fonctionnement. C'est ainsi qu'au lieu de copier le mode de placement des titres en vigueur à New York, les pionniers du marché euro-obligataire en dollars à Londres mirent en place un mode de placement original qui devint rapidement le mode conventionnel. Ce mode (qualifié souvent de mode européen ou traditionnel⁶) était en particulier caractérisé par l'existence d'une période assez longue de préplacement et par la segmentation des rôles entre les différents groupes composant le syndicat de placement. C'était presque le mode unique jusqu'en 1989. Or, brusquement, en deux ans, le mode traditionnel fut supplanté par un autre; le marché accepta une nouvelle convention. La technique dite du *fixed price re-offering* (FPRO) devint la norme plutôt que l'exception. Elle fut introduite pour la première fois en août 1989 par Morgan Stanley lors d'une émission pour le compte du gouvernement de la Nouvelle-Zélande. En fait, Morgan Stanley appliquait à l'euromarché la norme qui avait été toujours en vigueur à New York⁷.

En quoi ce changement de convention était-il un signal de transformations sur le marché obligataire international?

Le changement était en fait l'aboutissement des efforts des chefs de file pour exercer un véritable contrôle sur tout le processus d'émission et pour enrayer les pratiques

⁶ Voir de la Bruslerie (1990) ou Leroux (1994)

⁷ La particularité de ce mode de placement, c'est que tous les participants s'engagent à n'accorder aucune concession de prix aux investisseurs, tant et aussi longtemps que le syndicat d'émission n'est pas dissous. Voir Leroux (1994, p. 240) et Euromoney (1991)

douteuses des membres du groupe de placement. En effet, au moment de la répartition, ceux-ci pouvaient gonfler leur demande de titres au-delà de leur capacité effective de placement pour se débarrasser ensuite sur le marché secondaire des titres qu'ils n'avaient pu distribuer, tout en encaissant la commission de placement. Le chef de file gardait la responsabilité de la stabilisation des cours au moment de l'ouverture du marché secondaire lorsque les maisons trop enthousiastes vendaient leurs excédents sous le couvert de l'anonymat procuré par les titres au porteur. Cela démontrait aussi que les leaders du marché ne dépendaient plus autant qu'auparavant des clientèles que leur apportaient les membres du groupe de placement et confirmait, par le fait même, que les particuliers et la clientèle locale ne pesaient plus très lourd en comparaison des investisseurs institutionnels qui, eux, pouvaient être directement rejoints par le groupe de direction (Lee, 1995)

Cet épisode de l'histoire récente du marché euro-obligataire est également intéressant dans la mesure où il permet de voir par quels mécanismes peuvent s'imposer de nouvelles conventions de processus. En effet, le marché des euro-obligations, comme la plupart des segments par le truchement d'une association professionnelle, l'International Primary Market Association. Or, il est tout à fait remarquable que les sept maisons qui étaient les plus importantes sur le marché au moment de l'imposition de la nouvelle convention de processus étaient justement celles qui siégeaient au comité des pratiques de marché (*market practices committee*) de L'IPMA. Ainsi Crédit Suisse-First Boston, Deutsche Bank, Morgan Stanley, JP Morgan, Nomura, Paribas et l'Union des banques Suisse, que l'on qualifiait quelque fois de Big Seven, avaient trouvé dans l'association professionnelle le véhicule idéal pour faire changer la convention.

L'observation de l'évolution des conventions de processus sur le marché des euro-actions (ou actions internationales) est tout aussi instructive, car la remise en cause d'une convention et son remplacement par une autre ont signalé, là aussi, un changement majeur dans

les rapports de force entre les intermédiaires sur le marché et les maisons américaines, jusque-là dominantes.

Jusqu'en 1990, le mode de placement des émissions d'actions internationales s'inspirait du mode de placement traditionnel du marché beaucoup plus vaste des euro-obligations. (Daguët-Planche, 1994). Dans ce mode, qui a présidé aux premières grandes opérations de privatisation en Europe, on favorisait la mise en place de syndicats de grande taille avec des rôles très précis confiés aux chefs de file, aux preneurs fermes (*underwriters*) et au groupe de placement. Or, cette convention de processus a été totalement remise en cause par l'introduction d'une nouvelle convention. En effet, les actions internationales sont de plus en plus souvent placées selon la méthode dite de *bookbuilding* (Hannam 1993; Botkin et Ahern, 1994; Leroux 1996). Cette méthode consiste à contraindre toutes les maisons qui participent au placement des titres à obtenir de leurs clients des soumissions de prix pour les actions qu'ils veulent souscrire. L'ensemble de ces soumissions est réuni dans le livre des coordonnateurs (nouveau nom donné aux chefs de file). En créant ainsi une tension entre les investisseurs potentiels, on obtient pour l'émetteur un prix qui reflète plus fidèlement les conditions de la demande au moment de l'émission. Par ailleurs, les coordonnateurs ont imposé la pratique de la liste d'exemption qui limite à l'avance les investisseurs potentiels que peuvent pressentir les maisons participant au placement. Comme on le voit, cette méthode confère aux coordonnateurs un pouvoir considérable puisqu'en particulier elle impose aux maisons qui n'ont pas le statut de coordonnateur une totale transparence qui revient à partager de l'information sur leur clientèle sans bénéficier de la réciprocity.

Ce changement dramatique de la convention de processus, qui a été testée en Europe avec succès par SG Warburg lors du placement de la deuxième tranche de la privatisation de British Telecom, révélait là aussi un changement de structures et de rapports de force sur le marché.

L'énorme succès des fonds mutuels venait en effet de bouleverser la structure de la demande pour les nouvelles actions (Lee, 1993). À nouveau, les chefs de file (qui soulignaient le changement des règles du jeu en imposant avec le terme de coordonnateur une nouvelle convention d'appellation) faisaient savoir aux membres du groupe de placement que leurs services n'étaient plus essentiels. Le contrôle très strict sur tout le processus était possible parce que les rapports de force avaient changé. Le rôle dominant des maisons new-yorkaises facilita cette transformation.

CONCLUSION

L'économie des conventions constitue un courant analytique relativement jeune et prometteur. Comme toute l'approche institutionnaliste, elle « privilégie la description par rapport à la prédiction » (Dutraive, 1993; 88). Cependant, les travaux des économistes des conventions ont surtout porté sur le développement conceptuel et théorique. Les quelques exemples que nous avons empruntés à l'histoire récente des marchés internationaux des capitaux montrent en tout cas qu'il y a là une *grille d'analyse* additionnelle pour décrire et analyser un secteur économique.

Les utilisations potentielles de cette grille d'analyse ne manquent pas. *A priori* trois types de travaux pourraient être entrepris pour tester si les conventions jouent bien le rôle de signal de changements majeurs. Tout d'abord, on pourrait vérifier si les changements touchant les conventions relatives à la fixation des prix sur les marchés de matières premières ou sur les marchés des produits industriels homogènes s'accompagnent effectivement de transformations majeures dans l'industrie. D'un autre point de vue, on pourrait profiter de l'introduction d'un bouleversement important pour voir dans quelle mesure les conventions sont affectées; c'est l'occasion qu'offrira certainement l'introduction de la monnaie unique dans les pays de l'Union européenne. Enfin, et cette fois-ci en se situant au niveau micro-économique, il pourrait être intéressant de suivre le sort des conventions au sein d'une

grande organisation, ou d'une grande entreprise, lorsque sont introduites des pratiques nouvelles de gestion à la suite de l'adoption de nouvelles technologies de l'information.