

Le Big Bang helvétique

Bref historique de la SWX Swiss Exchange

[Une [sélection de photographies du livre](#) est disponible sur une page Internet séparée.]

1. Introduction

En 1996, les bourses de Zurich, Genève et Bâle, derniers bastions du négoce à la criée, fermèrent leurs portes et la Bourse suisse (ainsi que la SWX Swiss Exchange s'appelait autrefois), démarra les activités de sa plateforme de négoce électronique. C'était le point final de la partie la plus visible, mais aussi la plus contestée d'une réforme ambitieuse qui englobait pratiquement tous les aspects du secteur boursier suisse.

D'un point de vue juridique, la Bourse suisse est née en 1993. Elle succède d'une part à l'Association des Bourses Suisses (ABS) et d'autre part aux trois bourses de Zurich, Genève et Bâle. L'histoire de la SWX couvre toute la période de la réforme mais s'inscrit également dans l'évolution antérieure des bourses suisses.

2. Lorsque les bourses n'existaient pas (13^{ème} siècle – 1850)

Les premières traces d'une place financière sur le territoire suisse actuel remontent au 13^{ème} siècle, avec l'ouverture progressive de routes commerciales dans l'arc alpin. Des lieux de transit, des marchés et des foires apparurent dans les sites les moins enclavés, d'abord à Genève puis à Bâle. Ce phénomène favorisa l'échange de sommes d'argent importantes, attirant des familles de banquiers telles que les Médicis dans ces deux villes. [*Illustration No 1*]

Au 17^{ème} siècle, l'industrie textile de St. Gall était au cœur des activités économiques de la Suisse. Deux types de services y furent réglementés pour la première fois avec une ordonnance pour les messagers et, en 1639, une ordonnance sur la profession de courtier régissant les droits et les devoirs des courtiers, c'est-à-dire des agents ou intermédiaires commerciaux. Cette dernière servit plus tard de modèle pour les ordonnances de Zurich et de Bâle.

Aux 17^{ème} et 18^{ème} siècles, les marchés des capitaux durent s'adapter aux besoins financiers croissants des souverains européens pour leurs flottes marchandes et leurs conquêtes militaires, ce qui aboutit à la création des premières bourses comme celle d'Amsterdam en 1602. La place financière de Genève connut un nouvel âge d'or car les institutions bancaires genevoises administraient une grande partie de la dette de l'Etat français. Les Huguenots réfugiés en Suisse apportèrent une contribution essentielle à cette nouvelle prospérité.

3. Essor de l'industrie et de la finance, apparition des bourses (1850-1914)

Au début du 19^{ème} siècle, l'industrialisation de la Suisse s'étendit progressivement au-delà du secteur textile. L'année 1847 vit l'inauguration de la première ligne de chemin de fer, la «Spanisch-Brötlbahn» entre Baden et Zurich. Cette période marqua également les débuts du télégraphe électrique. Les banques jouaient un rôle de premier plan dans le financement de ces nouvelles infrastructures. Toutes les conditions étaient ainsi réunies pour favoriser l'avènement des institutions boursières.

C'est en 1850 que la première bourse suisse [*Illustration No 2*] fut fondée avec la création de la «Société des agents de change réunis» à Genève. La «Zürcher Börsenverein» naquit en 1855: il s'agissait surtout d'une association de commerçants et le négoce des valeurs mobilières y fut longtemps relégué au second plan. La «Basler Börsenverein» fut créée en 1866, suivie des bourses de Lausanne en 1873, Berne en 1884, St. Gall en 1888 et enfin Neuchâtel et Fribourg en 1905. Les listes des cours furent les premiers signes extérieurs d'une activité boursière.

[*Illustration No 3*]

Durant cette période riche en événements, le premier bâtiment boursier de Suisse fut inauguré à Zurich en 1880. [*Illustration No 4*] Le téléphone fit bientôt son apparition à la bourse. En 1882, le krach de l'Union générale à Paris eut des suites dramatiques qui n'épargnèrent pas la Suisse. Genève perdit sa position dominante et Zurich adopta une loi cantonale sur les valeurs mobilières. En 1890, la grande fièvre du chemin de fer donna la première impulsion à une loi fédérale sur les bourses. Au tournant du siècle, les échanges mondiaux connurent un essor spectaculaire qui fut à peine égalé cent ans plus tard par le phénomène de la mondialisation.

4. Guerres mondiales et isolement (1914 – 1945)

La Première Guerre mondiale contraignit les bourses suisses à fermer pendant une assez longue période, à l'exception du négoce obligataire qui fut poursuivi à Genève. La dépression de l'après-guerre laissa place à l'exubérance des «années folles» qui donnèrent lieu à la construction d'un nouveau bâtiment de bourse à Zurich. [Illustration No 5] Un ticker fut installé pour permettre une diffusion plus rapide des cours. Mais l'activité économique commença à s'essouffler dès 1928 et le krach de Wall Street en 1929 plongea le monde dans une crise profonde. Il fallut attendre 1936 pour que la situation s'améliore dans le sillage de la dévaluation du franc suisse.

5. Premiers accords à l'échelle nationale

Dans les années 30, la Suisse fut secouée par diverses crises bancaires qui donnèrent naissance à la loi fédérale sur les banques. Une fois de plus, la création d'une loi sur les bourses fut discutée sur la scène politique. Les bourses et les banques parvinrent à empêcher cette loi. Mais les bourses durent s'unir au sein de l'Association des bourses suisses en valeurs mobilières (ABS) afin de créer une Instance suisse d'admission. La participation à l'Instance d'admission permit au Département fédéral des finances et à la Banque nationale suisse d'acquérir l'influence souhaitée. [Illustration No 6]

A l'issue de la Deuxième Guerre mondiale, une convention de courtage fut signée à l'échelle nationale malgré la bourse de Genève, qui s'y était opposée avec succès jusqu'alors. Cette convention permit d'uniformiser les frais bancaires relatifs aux activités de négoce boursier.

6. Nouvel ordre de l'après-guerre et évolutions techniques (1950-1970)

Il fallut attendre le milieu des années 50 pour que les chiffres d'affaires réalisés en bourse atteignent et dépassent enfin leur record de 1929. Le boom dura jusqu'au krach boursier de 1962 qui fut déclenché par la conjonction de plusieurs facteurs: les mesures visant à lutter contre une surchauffe conjoncturelle en Suisse, le krach de New York et la crise des missiles cubains.

Entre-temps, les ordinateurs faisaient leur entrée dans les banques, et les bourses réfléchissaient à l'introduction de cette nouvelle technologie. A Bâle et Zurich, la création de la télévision boursière Bourse fut une première mondiale, suivie plus tard du télex boursier et des installations électroniques de tirage au sort à Zurich. En 1964, la bourse de Zurich mandate Telekurs pour étudier les possibilités d'introduire l'ordinateur à la bourse. En 1970, la SEGA démarre ses activités en tant qu'organisme de dépôt collectif et de règlement. [Illustration No 7]

7. Les origines du Big Bang helvétique (années 70)

La transformation du paysage boursier suisse est à la fois la composante et la conséquence des changements structurels et idéologiques qui ont modifié en profondeur l'économie et la société dans la dernière partie du 20ème siècle, et plus précisément à partir de 1968.

Les guerres et les crises marquèrent encore longtemps l'ordre économique. L'époque était au capitalisme coopératif, qui se donnait pour objectif de concilier au niveau national la planification économique de l'Etat, l'économie de marché et les corporations professionnelles. Du point de vue économique, l'abandon par les Etats-Unis du système de Bretton Woods et de la parité fixe en 1971 sonna le glas de la stabilité qui caractérisait l'ordre de l'après-guerre. L'année 1975 marqua une nouvelle étape décisive dans le processus de dérégulation financière aux Etats-Unis avec la suppression des commissions fixes sur les transactions en valeurs mobilières (droits de courtage).

En 1974, le premier choc pétrolier entraîna la plus grave récession que les économies occidentales aient connu depuis 1931 et fit émerger la thématique des «limites de la croissance». Cette crise déclencha un tel afflux de capitaux vers la Suisse qu'il fut question de fermer les bourses. Durant cette période mouvementée, le conflit entre marché du travail et marché financier fut au cœur du débat de politique économique. [Illustration No 8]

Le système des taux de change flottants engendra de nouveaux risques pour l'économie et fit naître le besoin de trouver des moyens de protection adéquats. La solution se présenta sous la forme des instruments dérivés, qui transposaient dans le secteur financier une technique de couverture qui avait depuis longtemps fait ses preuves sur les marchés des matières premières. D'abord limitée aux marchés des changes, cette technique s'étendit rapidement aux marchés des valeurs mobilières. En 1973, la CBOE (Chicago Board Options Exchange) fut la première bourse exclusivement dédiée au négoce d'instruments financiers dérivés.

En parallèle, le processus d'automatisation poursuivait son avancée inéluctable. Un système de négoce électronique baptisé Instinet fut introduit dès 1969 aux USA. En 1977, la Bourse de Toronto innove en lançant CATS (Computer Assisted Trading System), premier système boursier automatisé au monde dont l'utilisation resta néanmoins longtemps très limitée.

Les années 70 virent émerger trois grands facteurs d'influence qui marquent encore aujourd'hui de leur empreinte les marchés financiers: le «trio infernal» de la dérégulation, de la création de produits dérivés et de l'automatisation. Nicolas J. Bär, président de la bourse de Zurich, résuma avec justesse l'impact conjugué de ces trois éléments dans le rapport annuel de 1986: «Nous vivons une époque mouvementée où les marchés financiers sont en pleine effervescence: dérégulation, libéralisation, internationalisation, concurrence impitoyable, négoce 24h sur 24, inflation des instruments de négoce, explosion de l'informatique. Dans ce tourbillon infernal, il n'est pas facile de rester dans la course. Tout ce qui n'a pas changé au cours des dernières décennies est remis en question». Cette époque ne fut pourtant pas seulement ressentie comme une menace; on y vit aussi un renouveau qui libérait de grandes forces dynamiques.

8. Les années 80: un bon départ

En comparaison internationale, la situation des bourses suisses à l'aube des années 80 était extrêmement enviable. Comme l'écrivait déjà le célèbre Fortune Magazine en novembre 1958, «La bourse de Zurich est le plus international des marchés de valeurs mobilières européens, car c'est aussi le plus libéralisé. A Zurich, il se négoce plus de titres américains que partout ailleurs dans le monde en dehors de l'Amérique du Nord.» Selon les statistiques, la Suisse était la troisième place boursière, après New York et Tokyo mais devant Londres. A l'époque, les bourses suisses se caractérisaient également par le rôle prépondérant accordé au négoce des titres étrangers.

La Suisse offrait une combinaison unique au monde: un marché fortement intégré et des bourses jouissant d'une grande autonomie dans le cadre d'un système très fédératif. La télévision boursière permettait aux traders de suivre à la seconde près l'évolution des autres bourses. Comme les mêmes titres étaient peu ou prou négociés sur toutes les bourses, avec une grande partie du volume de transactions générée par les mêmes grands organismes bancaires, les règles et usages devaient être très similaires pour des raisons pratiques. La cotation des titres étrangers fut uniformisée par le biais de l'Instance suisse d'admission. La SEGA consolida le marché suisse des valeurs mobilières sur le plan du règlement des transactions. La convention de courtage et la taxe de bourse (taxe pour l'organisation boursière) introduite en 1971 résultèrent également d'une collaboration harmonieuse entre les bourses, qui se considéraient néanmoins comme des institutions cantonales et gardaient leurs distances, fidèles à l'esprit de «cantonalisme».

9. L'explosion du volume de transactions crée des problèmes d'engorgement

A cette époque, les problèmes de capacité représentaient un défi majeur pour les bourses suisses. Les bourses de Bâle et de Genève avaient installé une deuxième corbeille en 1973 et la bourse de Zurich une troisième en 1975, mais cette solution ne pallia que temporairement la croissance continue de l'activité de négoce.

A posteriori, l'existence de problèmes de capacité peut paraître surprenante compte tenu des journées de négoce qui ne duraient pas plus de trois heures, de 9h30 à 12h30. Les corbeilles restaient donc inutilisées plus de vingt heures sur vingt-quatre, mais il faut se rendre compte de l'état de la communication et la bureaucratie de l'époque: d'une part, débiter le négoce plus tôt n'était guère envisageable dans la mesure où les clients devaient d'abord s'informer sur la séance de la veille afin de prendre de nouvelles dispositions et d'autre part, il fallait consacrer beaucoup de temps après la clôture aux travaux de suivi, qui étaient effectués manuellement ou à l'aide de procédures par batch complexe (système de cartes perforées) soumise à des plages horaires fixes. Une séance bien remplie de deux heures trente impliquait donc du travail de nuit dans le back-office des banques. Cela fit naître un triple besoin: installer des corbeilles supplémentaires pour assurer un déroulement aussi rapide que possible du négoce, une meilleure rationalisation des processus de back-office et une coordination plus efficace entre négoce et règlement.

10. Un nouvel esprit de coopération

Sur le plan financier, tous ces défis avaient un dénominateur commun: des investissements considérables dans les locaux, les installations et les technologies. Georges E. Urban [Illustration No 9], nouveau président de la bourse de Genève et de l'ABS constatait dans son rapport de gestion de 1980: «Les efforts de coordination et d'harmonisation du marché des capitaux sur un plan international sont chaque jour plus nécessaires. Il est donc

souhaitable qu'en Suisse nous prenions toutes mesures pratiques utiles dans ce sens pour assurer notre position concurrentielle face aux autres principaux marchés financiers.»

En 1982, Georges E. Urban suggérait dans une lettre à ses homologues de Bâle et de Zurich de créer une Commission Tripartite au plus haut niveau. C'est ainsi que la Commission Tripartite Bourses (CTB) vit le jour cette même année sous la présidence de Richard Schait. [Illustration No 10] M. Schait était Directeur boursier de l'UBS et vice-président de la bourse de Zurich, et il militait depuis de nombreuses années en faveur d'une bourse informatisée. Quatre grands projets techniques et organisationnels furent placés sous l'égide de la CTB:

- l'information corbeille (IC), une version améliorée de la télévision boursière;
- le traitement des transactions (TT) pour la liaison électronique entre le négoce à la corbeille et le back-office;
- le Traded Options et Financial Futures, TOFF, pour une bourse des options et des futures;
- le système du marché assisté par ordinateur (MAPO).

11. Le négoce à la criée entre dans l'ère de la technologie

En 1986, les bourses de Bâle et Genève emménagèrent dans de nouveaux locaux. [Illustrations Nos 11 et 12] La construction d'un nouveau bâtiment à Zurich se faisant attendre, la bourse de Zurich avait commencé de gros travaux d'extension qui s'achevèrent en 1985. Le système RIS développé par Telekurs put être introduit, ce qui était d'autant plus important que le négoce fut entièrement réorganisé en 1986. On passa d'un négoce en deux temps des groupes de titres à un système différencié permettant le négoce en continu des principaux titres pendant toute la durée de la séance. Ce marché permanent fit considérablement augmenter le volume de transactions dans les blue chips et devint vite indispensable pour les instruments dérivés.

Avec l'introduction du IC (et plus tard du TT), la CTB passa du développement de projets à l'exploitation de systèmes. [Illustration No 13] La maintenance et le perfectionnement des systèmes étaient complexes et coûteux.. De nouvelles corbeilles étaient régulièrement installées. Avec les progrès de l'automatisation dans les back-offices des banques, les horaires de négoce purent être progressivement rallongés jusqu'à 16h00. Le statut de commission informelle ne suffisait plus aux nouvelles tâches de la CTB, d'autant qu'une organisation plus puissante devenait en même temps nécessaire pour le projet TOFF. Des décisions difficiles devaient être prises.

Genève tenta d'attirer l'ensemble de l'organisation du nom de SWEX (Swiss Electronic Exchange) en invoquant sa législation libérale. Zurich s'y opposa. Une véritable querelle s'engagea entre les places boursières et les groupes bancaires, durcissant encore l'affrontement entre les défenseurs traditionnels du négoce à la criée et les partisans de l'informatisation. Finalement, la CTB fut transformée sur le modèle des bourses en une association baptisée Association Tripartite Bourses (ATB) et établie juridiquement à Genève avec ses bureaux à Zurich (mais indépendante de la bourse de Zurich).

Egalement développé par Telekurs, le système interactif TT fut introduit entre 1986 et 1988. Très complexe pour l'époque, il fonctionnait sur la même base technologique que celle de l'IC. De nouveaux projets virent le jour. Le développement des dérivés (Soffex, options couvertes) renforça le besoin d'une transparence accrue en termes de chiffres d'affaires. Entre 1989 et 1993, le projet de reporting instaura une transparence des chiffres d'affaires réalisés par les bourses suisses qui paraissait véritablement révolutionnaire à l'époque.

12. La dérégulation se propage à grande vitesse

La Suisse fut happée au début des années 80 par le processus de dérégulation et de décartellisation. Selon les termes de l'Instance suisse d'admission en 1985, «le développement fulgurant du marché primaire se caractérise par l'expansion massive des augmentations de capital, des besoins de financement d'un nouveau genre, la libéralisation et l'internationalisation des marchés des capitaux ainsi qu'une concurrence acharnée qui stimule la créativité des participants au marché. Le boom des diverses opérations swap joue également un rôle essentiel.»

Les changements à l'œuvre touchèrent donc en premier lieu le marché primaire qui était entre les mains des deux grands syndicats d'émission. Le phénomène des «junk bonds» qui avait pris naissance aux Etats-Unis déferla sur la Suisse: les syndicats traditionnels ne voulaient pas entendre parler de ces titres émis par des débiteurs à la solvabilité douteuse, qui ne correspondaient pas aux normes de qualité suisses. Mais les pressions, y compris politiques, exercées par deux banques d'émission genevoises de taille modeste incitèrent le Conseil fédéral lui-même à examiner le cas de l'Instance suisse d'admission, qui fut finalement soumise à une vaste réforme entre

1985 et 1987. Malgré tout, la Commission des cartels préconisa la suppression de l'Instance suisse d'admission; mais cette dernière put échapper à cette mesure en devenant l'Instance d'admission de la SWX.

A Londres, le Big Bang se produisit en 1986 avec la suppression des commissions fixes ainsi que l'admission des banques à la bourse, une mesure que les bourses suisses avaient déjà prises près d'un siècle plus tôt. En revanche, la suppression des commissions fixes fit l'effet d'un cyclone qui marqua l'Europe au fer rouge et aussi la Suisse. Dans ce contexte, la Commission fédérale des cartels engagea une enquête de grande ampleur sur l'ensemble des conventions et accords bancaires, avec dans sa ligne de mire, la Convention de courtage, qui réglementait les frais des banques pour les transactions boursières. Après une résistance acharnée – une vaste révision de la Convention de courtage avait été entreprise en 1986 – les bourses déposèrent les armes en 1990. Alain Hirsch évoqua plus tard le «baroud d'honneur de la corporation, ... qui avait perdu le combat non pas en raison des ordonnances de la Commission des cartels, mais de la globalisation en marche.»

13. La création d'un nouvel indice s'impose

Dans l'optique de la création de la Soffex, la Suisse avait besoin d'un nouvel indice boursier indépendant, géré de manière transparente et répliquable par les utilisateurs du marché: le SPI (Swiss Performance Index) vit donc le jour en 1987 avec de nombreux sous-indices pour les divers secteurs et catégories. Mais on ne tarda pas à s'apercevoir que le négoce à la Soffex nécessitait plutôt un indice des blue chips, ce qui fut chose faite avec le lancement du SMI (Swiss Market Index) en 1988. Une famille d'indices obligataires fut créée par la suite. Ces indices avaient en commun d'intégrer de manière équivalente toutes les fluctuations de cours sur l'une des trois bourses ATB. Ils étaient basés sur l'infrastructure du système IC et calculés par Telekurs.

14. Une bourse des dérivés impatientement attendue

La CTB s'attela avec enthousiasme au projet TOFF, qui semblait toutefois un peu trop exotique aux yeux des traditionnalistes. Sur la base du négoce à terme qui existait déjà, les prévisions en termes de chiffres d'affaires étaient très modestes (3'500 à 5'000 contrats par jour). L'idée d'un négoce à la criée sur les bourses de Bâle, Genève et Zurich fut d'abord envisagée, mais le volume était insuffisant pour être réparti sur trois bourses. Or, pour des raisons fédéralistes, il était impensable de lancer ce négoce sur une seule de ces bourses. Il ne restait donc plus qu'à opter pour un système électronique. A l'époque, le négoce électronique des options et des futures n'existait nulle part, mais la décision fut prise de jouer cette carte. L'idée de faire fonctionner TOFF avec le système MAPO fut lancée en 1985. Les professionnels de la bourse étaient heureux d'avoir ainsi trouvé une application différente pour ce projet mal-aimé.

Les pressions exercées par quelques banques accélérèrent le cours des choses. Ils ne voulaient pas attendre le MAPO. Un autre motif d'urgence fut l'apparition des options couvertes, un instrument développé par Martin Ebner qui s'avéra extrêmement fécond pour le négoce boursier. Sur le moment toutefois, ces options couvertes furent perçues comme une concurrence à la Soffex. Pour accélérer sa mise en œuvre, le projet TOFF fut donc remanié et détaché de l'ATB sur le plan organisationnel. Un nouvel organe baptisé SCOF (Steering Committee Options & Futures) fut mis sur pied pour évaluer les divers systèmes de négoce étrangers qui avaient été créés entre-temps. Mais en raison des contraintes matérielles, le projet dut être réalisé en interne. La Soffex fut officiellement fondée en 1986 et démarra ses activités de négoce le 15 juin 1988. Les débuts furent prometteurs avec plus de 10'000 contrats négociés dès le quinzième jour. Aux onze actions sous-jacentes pour les options s'ajoutèrent bientôt des contrats d'options et de futures sur le SMI et les taux d'intérêt. En 1994, la Soffex devint numéro un en Europe dans le domaine des options sur actions. [Illustration No 14]

15. Stratégie de consolidation

La collaboration étroite entre les bourses suisses à partir des années 80 avait donné naissance à une multitude de commissions, sous-commissions, groupes de travail etc. qui rendaient la structure directionnelle opaque. L'organe suprême de la VSE se composait des présidents de chaque bourse: ces derniers étaient banquiers privés à Zurich, Bâle et Genève, seules les bourses de plus petite taille confiant parfois leur présidence à des représentants des grandes banques de la place. La nécessité d'une consolidation se faisait pressante et il fallait trouver un moyen d'intégrer les principaux représentants des grandes banques.

Après des débats intenses, un conseil d'administration fut créé en septembre 1988 pour diriger l'ABS. Elle restait certes une association de bourses, mais le conseil d'administration reflétait désormais davantage la structure du

marché dans son ensemble (banques, groupements bancaires) que celle des bourses. Au sein de ce nouvel organe, les trois grandes banques étaient désormais représentées par leur directeur général respectif.

Le conseil d'administration s'attela rapidement à l'élaboration d'une stratégie qui prit forme un an plus tard, en novembre 1989, autour des points suivants:

- réalisation du système de négoce électronique;
- concentration progressive des bourses;
- création d'une «Commission de régulation» dans l'optique de la conformité aux normes internationales.

La fermeture des bourses de Neuchâtel et St. Gall eut lieu plus vite que prévu. Avec l'abandon de la Convention de courtages, les banques des plus petites places avaient perdu la principale raison de conserver leurs bourses.

[*Illustration No 15*] Les membres de la bourse de Lausanne rejoignirent la bourse de Genève. La bourse de Berne mit fin au négoce à la criée mais continua à fonctionner comme bourse téléphonique. Le 26 mai 1993 marqua une nouvelle étape avec la création de la Bourse suisse des valeurs mobilières, qui absorba l'ATB, la Soffex, l'Instance suisse d'admission et la Commission de régulation. L'Association des Bourses Suisses fut dissoute et un nouveau conseil d'administration se constitua avec treize représentants des banques et trois représentants des autres secteurs économiques. Jörg Fischer [*Illustration No 16*] prit la relève de Georges E. Urban à la présidence. La nouvelle direction se composait majoritairement des dirigeants des organisations précédentes. Dans les faits, la nouvelle Bourse suisse reprit la direction des bourses à la criée locales et se vit d'ailleurs confier la responsabilité de procéder en temps voulu à la fermeture de ces bourses.

16. Du négoce à la criée au système électronique

La partie la plus délicate du processus de réforme fut le passage du négoce à la criée au système électronique, qui s'accompagna de luttes de pouvoir et de querelles sans fin entre traditionalistes et modernistes. De fait, un long intervalle s'écoula entre le premier projet MAPO de 1982 et le troisième projet BES/Soffex lancé en 1992.

Dans les années 80, il était devenu évident que l'informatique allait conquérir tous les domaines. Mais les traders s'accordaient également sur le fait que le négoce boursier était trop complexe pour être confié à un ordinateur et qu'une automatisation n'était pas envisageable, tout au moins avant le XXI^{ème} siècle. L'un des grands concepts de cette époque, débattu par les bourses du monde entier, était le «locked-in trade», c'est-à-dire le négoce traditionnel encadré par des processus automatisés. En Suisse, il fut ainsi imaginé un négoce à la criée traditionnel qui s'appuierait sur des systèmes d'information électroniques tels que IC et TT, l'order routing et le back-office des banques ainsi que les processus de règlement de la SEGA. La faiblesse de ce concept résidait dans le fait qu'il isolait finalement un système traditionnel de tous les progrès technologiques susceptibles de l'améliorer, et ne tenait pas compte de l'interdépendance des processus.

Au début du projet MAPO, les traditionalistes avaient encore clairement le dernier mot. Ils étaient indispensables – tout au moins les négociants en actions très influents – pour établir les cahiers des charges et ils assuraient en outre le financement des projets ATB. Au fil des années fut ainsi créé un système qui, selon le cahier des charges officiel, ne devait servir qu'au négoce des obligations peu traitées. Mais les tenants de l'informatique avaient toutefois de plus grandes ambitions, ce qui amena des divergences insurmontables entre les différents camps, les cahiers des charges adoptés et les attentes effectives. En conséquence, le projet MAPO fut interrompu au moment d'entrer en phase de tests. Il en fut de même pour son successeur, le projet BES, qui s'arrêta deux ans plus tard à un stade un peu moins avancé. [*Illustration No 17*]

Entre-temps, la Soffex avait réussi son baptême du feu. Les produits dérivés prenaient une importance croissante dans les départements boursiers et influencèrent en profondeur les techniques d'investissement et le négoce. La gestion du risque devint un thème central dans la mesure où les dérivés ouvraient la voie à des prises de risque plus grandes mais aussi à des techniques de couverture adéquates. La résistance à l'informatique s'effrita et un troisième projet d'automatisation du négoce fut lancé en 1992 sous le nom BES/Soffex. De nombreux collaborateurs de la Soffex furent intégrés à ce projet. L'architecture système était indirectement basée sur le système Soffex, c'est-à-dire sur le système de négoce de la bourse australienne; cette dernière avait repris l'ancien système Soffex de la DTB et l'entreprise de conseil Arthur Andersen l'avait développé pour en faire un système de négoce de titres.

Cette fois-ci, l'ABS n'octroya pas de mandat d'entrepreneur général. Le comité du conseil d'administration prit lui-même la direction des opérations. Un chef de projet expérimenté et plein de ténacité fut engagé en la personne de Bernhard Sauer. La phase finale du projet fut néanmoins exposée à de sérieuses difficultés, mais le négoce électronique put enfin être introduit en trois phases entre 1995 et 1996:

- entre le 7 et le 8 décembre 1995 pour le segment des actions étrangères;
- entre le 31.7. et le 2.8.1996 pour le segment principal, les actions suisses et toutes les options;
- entre le 15 et le 16 août 1996 pour les obligations.

Les secrétaires de la bourse animèrent pour la dernière fois le négoce à la criée le 15.8.1996: cette date signait la fin d'une époque qui avait duré plus d'un siècle. [Illustration No 18] Sceptique, la NZZ titrait: «La machine peut-elle remplacer les négociants en bourse?» Mais les anciens adversaires de la réforme eux-mêmes ne tardèrent pas à trouver le nouveau système «beaucoup mieux que tout ce que nous pouvions espérer». Jörg Fischer, ancien président de la SWX, le décrit comme «un stimulant pour la place financière suisse». Grâce à son système en réseau de haut niveau, la SWX s'était propulsée dans les premiers rangs mondiaux.

17. La Bourse à l'époque d'Internet et de la bulle technologique

La bulle des valeurs Internet et technologiques déclencha une véritable fièvre boursière qui se déclara fin 1996 avec un SPI à 2500 points et atteignit son maximum en septembre 2000 avec plus de 5700 points. Le déclin progressif qui s'ensuivit fut brusquement accéléré par les attentats du 11 septembre 2001. Fin 2003, la bourse était revenue à son point de départ. [Illustration No 19] Mais elle ne devait pas tarder à entamer une nouvelle hausse spectaculaire.

La période de la bulle technologique coïncida avec de profonds bouleversements. L'introduction de la monnaie unique fit basculer l'Europe dans une nouvelle ère et le passage à l'an 2000 créa des tensions extrêmes dans le monde informatique. L'un des effets secondaires de cette période fut la «nouvelle économie», qui bouleversa une nouvelle fois toutes les règles du bon sens économique. Dans ce contexte, l'Union européenne prit la décision, lors du sommet de Lisbonne en 2000, de faire de l'Europe l'espace économique fondé sur la connaissance le plus compétitif au monde. Les pays européens découvrirent la notion d'IPO (Initial Public Offering = entrée en bourse d'une entreprise) et espèrent que les mesures favorables au capital-risque et aux PME permettraient de générer la poussée économique nécessaire pour mener à bien la stratégie de Lisbonne. Cet environnement favorisa l'essor des «nouveaux marchés». Cette phase de prospérité boursière fut soutenue par des fusions spectaculaires. Le déclin s'accompagna de nombreux scandales d'entreprises, à commencer par l'affaire Enron aux Etats-Unis. La Suisse en connut un exemple tout aussi dramatique avec la faillite de Swissair.

Dans la foulée de l'intégration européenne, les bourses furent saisies d'une véritable «frénésie d'alliances». Les systèmes de négoce Internet étaient très à la mode. Les horaires de la bourse furent parfois prolongés jusqu'au soir, et les jours fériés locaux supprimés pour s'adapter à l'internationalisation. La SWX lança un nouveau segment consacré aux euro-obligations et un autre pour les ETF. Avec la BNS, elle développa un système pour le négoce des repos qui fut bientôt transféré sur Eurex.

18. La Loi sur les bourses

De 1890 à 1940, le projet d'une loi fédérale sur les bourses a été évoqué à maintes reprises, généralement après une crise boursière. [Illustration No 20] Lorsqu'il revint sur le devant de la scène à la fin des années 80, le krach de 1987 n'avait plus qu'une importance mineure. Ce sont surtout les évolutions juridiques à l'étranger ainsi que les interdépendances grandissantes entre les pays qui ont permis de faire entendre l'appel pressant à la suppression des réglementations cantonales. Les Etats-Unis exerçaient de très fortes pressions sur la Suisse concernant la problématique du délit d'initiés que Fritz Leutwiler, président de la BNS puis de la BRI, a qualifiées «d'impérialisme judiciaire américain».

Des mesures devaient également être prises dans le domaine des prises de contrôle. Suite à l'intensification des fusions et acquisitions aux Etats-Unis qui se propageaient en Suisse, les membres des directions générales et des conseils d'administration ont tenté de se protéger en imposant des restrictions sur la cession des valeurs mobilières. Un vaste débat s'est ensuivi, qui a débouché sur l'élaboration d'un code privé relatif aux prises de contrôle. Une vive polémique a ensuite éclaté sur la faisabilité d'une telle réglementation au plan du droit privé.

[Illustration No 21]

Le conseil d'administration nouvellement élu de l'ABS a conclu en 1988 qu'une loi fédérale sur les bourses était plus que souhaitable. Ce changement d'attitude tenait aussi à l'espoir qu'une loi fédérale sur les bourses permettrait de briser un fédéralisme boursier encore profondément ancré. Par ailleurs, l'orientation vers une bourse suisse électronique rendait presque automatique une législation fédérale en la matière. Grâce à son attitude positive, la

bourse a pu ensuite exercer une influence déterminante sur le processus législatif, notamment par l'entremise d'Alain Hirsch, président de la Commission de régulation, et du Secrétaire de la SWX Dieter Sigrist.

La Loi fédérale sur les bourses est entrée en vigueur en 1997/98. Durant une période de transition, l'exploitation de la bourse électronique SWX est restée soumise à la loi zurichoise sur les papiers-valeurs révisée à cet effet. En vertu de la loi fédérale, la Commission de régulation de la SWX est devenue la Commission des OPA de la Confédération. La haute surveillance des bourses a été confiée à la CFB. Au demeurant, la nouvelle loi a confirmé et partiellement étendu les compétences d'autorégulation de la SWX par rapport aux réglementations cantonales antérieures.

19. De la Soffex à Eurex

La DTB (Deutsche Terminbörse) avait déjà acquis le système de la Soffex peu après son lancement en 1988. Quelques années plus tard, lorsque la Soffex a dû rechercher des solutions technologiques plus puissantes pour faire face à la demande, elle a repris la négociation avec la DTB. En septembre 1996, ces négociations ont débouché sur la signature, au Bürgenstock, d'une lettre d'intention relative à la fusion entre la DTB et la Soffex. Eurex a démarré ses activités deux ans plus tard, le 28 septembre 1998. Grâce à son système de négoce électronique pionnier, Eurex a fini par détrôner les bourses de Chicago pour devenir le premier marché mondial d'options et de futures en 1999. Depuis, Eurex a réussi à conserver sa position de leader, si l'on fait abstraction du cas particulier du marché des dérivés coréen.

De par l'origine de ses fondateurs situés de part et d'autre du Rhin, le caractère international d'Eurex a d'emblée constitué un atout essentiel. La communauté des participants s'est également rapidement internationalisée, avec une mention spéciale pour les participants américains qui ont joué un rôle décisif pour Eurex. Après plusieurs tentatives de collaboration avortées, le projet de création d'une bourse aux Etats-Unis, Eurex US, fut mise en marche. Finalement, elle n'a jamais pu voir le jour en raison de la forte résistance opposée par les bourses américaines soutenues par leur autorité de régulation.

20. virt-x et Stoxx, porte-drapeaux de la stratégie d'internationalisation

Jusqu'aux années 1990, Eurex faisait figure de cas particulier dans un monde où les bourses avaient pour la plupart une vision locale ou nationale de leurs activités. Par la suite, la Directive ISD (Investment Services Directive) de l'UE et l'euro ont déclenché une frénésie de regroupement parmi les bourses qui a amené la SWX à orienter sa stratégie vers l'internationalisation. [Illustration No 22]

Londres passait alors pour la place financière européenne du futur. Par conséquent, la SWX a acquis dans un premier temps une participation importante dans la petite bourse londonienne Tradepoint aux côtés d'un consortium international composé de grandes banques d'affaires, dont les deux grandes banques suisses. La SWX a doté Tradepoint de son nouveau système de négoce et relié ses systèmes de négoce à un réseau international d'organisations de compensation et de règlement. Le législateur a également apporté sa contribution, car la législation sur les droits de timbre dans les procédures d'urgence avait besoin d'être ajustée à la nouvelle situation. Le but affiché était de mettre en avant le caractère unique et international de la Swiss Value Chain pour attirer les transactions transfrontalières sur les blue chips européennes. En guise de capital de départ, la SWX a confié à la plateforme londonienne le négoce des valeurs vedette suisses, qui demeuraient cotées en Suisse mais étaient négociées via virt-x et donc à Londres d'un point de vue réglementaire. Le lancement réussi de virt-x a eu lieu le 25 juin 2001.

Grâce à virt-x, la SWX est parvenue à soustraire au London Stock Exchange des parts de marché significatives du négoce d'actions suisses au bénéfice de son système. Elle a toutefois dû reconnaître que le lien des valeurs mobilières avec leur bourse d'origine avait la vie dure malgré la tendance à l'internationalisation. Le négoce des titres non suisses est demeuré marginal en dépit des efforts intenses déployés.

Une société commune, EXFEED, a été créée afin de commercialiser ensemble les données de la SWX Swiss Exchange et de virt-x.

La société d'indices Stoxx revient à des projets de partenariat étendus avec la Deutsche Börse et la Bourse de Paris. A l'heure actuelle, Stoxx est exploitée conjointement par la Deutsche Börse et la société américaine Dow Jones. Le Stoxx50 est l'indice de référence des blue chips européennes. [Illustration No 23]

21. Quotematch – un nouveau système de négoce pour répondre à la montée en puissance des produits dérivés

L'automatisation et l'essor rapide des produits dérivés ont profondément bouleversé les marchés. Introduite en 1995/96, la bourse électronique suisse BES était alors encore strictement orientée sur un marché régi par les ordres. Avant l'automatisation, les marchés suisses à la criée produisaient environ une cote à la seconde (cours acheteur, vendeur ou payé). Le système BES d'origine était dimensionné pour 12 transactions de même nature (fixations de cours ou opérations).

Les produits dérivés se caractérisent par les relations mathématiques parfois extrêmement complexes entre le produit dérivé et l'actif sous-jacent (cours du titre ou valeur d'indice qui résulte des cours de nombreuses autres valeurs mobilières en constante évolution). Par ailleurs, le market making et le système de négoce régi par les cours sont devenus la norme. Le market making est principalement réalisé par informatique sur la base des flux de données entrants et des programmes de négoce (algorithmes). Pour être efficace, les systèmes de négoce ont dû intégrer ce changement et parvenir à traiter plusieurs milliers d'ajustements de cours acheteurs et vendeurs par seconde.

Quotematch représente le plus grand développement jamais apporté par la SWX à son système de négoce actuel. Ce système complémentaire n'a pas été développé en interne: il s'agissait d'un produit existant sur le marché pour les systèmes de négoce qui a été ajusté aux besoins de la SWX. Le système constitue la base d'autres évolutions importantes de la SWX.

22. Le changement permanent demeure une constante

Dans le sillage des nombreux scandales d'entreprises qui signèrent la fin de l'euphorie boursière, la Suisse fut également amenée à faire de la corporate governance (CG) un thème central. La SWX édicta sa directive sur la Corporate Governance à la mi-2002, en même temps qu'economiesuisse publiait son «Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise». La directive contribua d'emblée à une nette amélioration de la transparence dans les questions de corporate governance.

La SWX assure par ailleurs le respect des devoirs d'information et de publication pour les titres cotés en Suisse: l'obligation de publier les transactions du management a été instaurée en 2005. Cette même année, l'établissement des rapports financiers selon les normes IFRS ou US-GAAP fut déclaré obligatoire pour les émetteurs cotés sur le segment principal.

Dans les années 2002/03, la SWX changea de structure pour devenir un groupe. Après l'acquisition intégrale de virt-x, la direction et l'exploitation des deux bourses devinrent étroitement liées. Par ailleurs, le contrat avec la Deutsche Börse pour la plateforme commune Eurex put être prolongé de dix ans. Le perfectionnement de la Swiss Value Chain est également le fruit d'une coopération réussie entre la SWX et la SIS. [Illustration No 24]

D'autre part, l'évolution du cadre législatif de l'UE a montré qu'il reste très difficile de gérer une bourse à vocation transfrontalière. En dépit de toutes les manifestations de bonne volonté, l'obstacle des frontières existe toujours bel et bien: il est le résultat d'une concurrence acharnée entre les places financières internationales.

En 2002, Reto Francioni [Illustration No 25] prit la relève de Jörg Fischer à la présidence de la SWX. Lorsque M. Francioni fut nommé CEO de la Deutsche Börse, Jacques de Saussure assura les fonctions de président ad interim jusqu'à l'assemblée générale de mai 2006, qui élut Peter Gomez [Illustration No 26] comme nouveau président de la SWX.

23. Conclusion

Le Big Bang helvétique s'apparente davantage à un grondement continu qu'à un coup de tonnerre. Contrairement à l'exemple de Londres, où la politique de l'Etat a joué un rôle important, il résulte de facteurs d'influence internes et externes et notamment de phénomènes internationaux tels que l'essor des instruments dérivés, l'automatisation et la dérégulation. [Illustration No 27]

L'euphorie des années 90 fit penser que l'automatisation enclencherait un grand mouvement de consolidation des bourses qui aboutirait inexorablement à leur disparition complète. La réalité en a décidé autrement. D'une part, le progrès technologique et l'inventivité des nouveaux participants au marché ont démontré l'efficacité des interactions entre un nombre illimité de bourses et de traders. D'autre part, le transfert de propriété implique des valeurs et des normes profondément ancrées. Les institutions boursières naviguent donc entre des forces de marché innovantes et géographiquement très mobiles, et les attaches de la réglementation locale et traditionnelle.

Ainsi, le changement est en marche sur les bourses - en fin de compte, la règle «plus ça change, plus ça reste la même chose» est toujours d'actualité. La bourse reste le point de rencontre entre l'offre et la demande pour les titres et les traders admis au négoce, et continue à veiller au déroulement conforme des processus de transaction. Telle est sa mission d'hier, d'aujourd'hui et de demain. [*Illustration No 28*]