
L'avenir de la profession d'agent de change

Entretien avec M. Xavier DUPONT
Syndic de la Compagnie des Agents de Change

Entretien avec Sir Nicholas GOODISON
Président de l'International Stock Exchange of the United
Kingdom and the Republic of Ireland Limited

1° Quels enseignements peut-on tirer à ce jour du Big Bang et du rôle joué aujourd'hui par les Agents de Change en Angleterre ? Peut-on faire le point sur la structure du capital des charges d'agent de change, sur leurs parts de marché, sur leur rentabilité ?

X. D. : Le Big Bang a permis à la place de Londres de s'ouvrir très largement sur l'environnement international. De ce point de vue, c'est un aspect positif mais a contrario, Londres n'étant plus un marché spécifiquement britannique, doit compter avec les réactions des grandes puissances financières internationales. Cette situation n'est pas sans risques. C'est une première remarque. Il y en a une seconde : en écho au Big Bang londonien, les différentes places de l'Europe continentale réagissent et s'organisent pour mieux répondre aux exigences des grands investisseurs internationaux. C'est là que se situe le point le plus positif du Big Bang.

A Paris, une révolution tranquille est en marche, dont nous avons lancé les bases le 10 mars dernier. Les charges d'Agents de Change vont pouvoir renforcer leurs fonds propres, soit en trouvant de nouveaux partenaires financiers, soit en optant pour la situation d'Investment Bank, soit les deux.

N. G. : Les événements intervenus le 27 octobre 1986 n'ont pas modifié le rôle de la Bourse. Toutefois, il était inévitable que la suppression du système des commissions minimales et l'introduction du nouveau système électronique sur le marché se traduisent par une transformation de la configuration des acteurs. L'époque où les intermédiaires et les agents de change opéraient en première ligne ou au second plan, dans des fonctions bien distinctes, est révolue. Il n'existe plus qu'une seule catégorie de firmes membres, l'agent de change/courtier. La firme a la possibilité d'intervenir activement sur le marché dans la fixation des cours des titres pour lesquels elle s'est fait enregistrer. Cette transformation de la structure du marché a eu pour effet que la grande majorité des firmes de courtage et des firmes qui servaient seulement d'intermédiaires se sont associées à des banques d'affaires, afin de constituer des conglomérats, aux fonctions multiples, qui aient la surface nécessaire pour intervenir activement dans la cotation des cours, réaliser des transactions et donner des conseils de placement.

Du point de vue des investisseurs, le marché a gagné en transparence et la qualité des marchés s'est améliorée. Pour les titres les plus échangés, il y a beaucoup plus d'opérateurs qui interviennent activement dans la fixation des cours

TRIBUNE LIBRE

que précédemment et la concurrence qui en résulte a pour conséquence une cotation plus concurrentielle des plages dans lesquelles évoluent les cours.

Le nouveau système des transactions s'est appuyé sur le Système de cotation automatique de la Bourse, qui regroupe les cours proposés par les opérateurs qui jouent un rôle actif dans leur fixation, un peu à l'ancienne manière des coteurs au « bouton bleu » d'avant le Big Bang, et qui transmet ensuite ces cours aux courtiers. Ceux-ci ont eu tendance à délaisser la corbeille et à rester dans leurs bureaux, entièrement équipés d'écrans TOPIC. Cet abandon de la corbeille a conduit la Bourse à s'interroger sur le caractère avisé de son maintien. Elle a décidé de la fermer, au moment qui semblera opportun, pour les actions et les transactions de premier ordre.

2° Que pensez-vous de l'évolution du marché français par rapport à celui de Londres ?

Question réservée à M. Goodison

N. G. : La bourse française évolue dans le même sens que celle de Londres : il s'agit d'autoriser les banques à prendre des participations dans les charges d'agent de change et de moderniser le système des transactions. La suppression du monopole des agents de change accentuerait la concurrence à la Bourse, ce qui, dans le cadre d'une réglementation efficace, est une chose qu'il convient d'encourager.

3° Quels premiers enseignements tirez-vous du mouvement de privatisation en Angleterre et en France ?

X. D. : *Le premier enseignement que l'on peut tirer des privatisations, en France, est que, contrairement à ce que certains avaient craint, le marché a démontré sa capacité d'absorber ces opérations. L'accueil réservé par l'épargne française tant à Saint-Gobain qu'à Paribas est là pour en témoigner.*

Le deuxième enseignement est qu'il existe, en France un véritable attrait de l'épargne populaire pour la Bourse. Si depuis quelques années déjà nos compatriotes avaient repris le chemin du Palais Brongniart jusqu'à ce que débutent les opérations de privatisation, ils l'avaient fait surtout avec une motivation fiscale (avantages accordés aux comptes d'épargne à long terme « Monory », puis comptes d'épargne en actions « Delors »). Aujourd'hui, l'intérêt se porte directement sur les entreprises. Rappelons que Paribas compte pré-

N. G. : Au Royaume-Uni, le mouvement récent de privatisation s'est traduit par l'accession, pour la première fois, de très nombreuses personnes au statut d'actionnaire. Pendant les quelques jours qui ont suivi l'introduction de l'émission des British Airways, le nombre des transactions quotidiennes n'a cessé de rester élevé, dépassant 90 000 par jour. En règle générale, le nombre des transactions quotidiennes s'est maintenu à un très haut niveau depuis le Big Bang, dépassant ce chiffre de 90 000 transactions par jour.

TRIBUNE LIBRE

seulement près de 4 millions d'actionnaires particuliers. C'est un record pour notre pays.

Le troisième enseignement est que, face à la naissance d'un actionariat de masse, les sociétés françaises ont commencé et vont continuer à développer une politique d'information de plus en plus large à l'adresse du public. L'entreprise, comme la Bourse sont devenues des faits de société.

Une quatrième remarque pourrait être formulée : à côté des véhicules d'investissements collectifs (Sicav, Fonds Commun de Placement) naît un important actionariat direct.

La récente privatisation a répondu parfaitement au vœu du Gouvernement d'y faire participer le plus largement le public de façon équitable. Ce ne sera pas sans conséquences au niveau du fonctionnement du marché avec la multiplication des petits ordres. Il est certain qu'actuellement le capital de Paribas est très atomisé et que des reclassements de titres auront lieu sur le marché. Mais faut-il s'en plaindre ? Ces opérations constitueront un bon élément de soutien des cours.

4° Quels services spécifiques offrent les Agents de Change par rapport aux autres intermédiaires financiers ? En matière d'instruments à terme notamment ?

X. D. : Par définition, les marchés financiers sont le métier des Agents de Change. En conséquence il est normal que la clientèle trouve auprès de ces derniers des services de qualité et qui plus est personnalisés. Pour ce qui est de la qualité, celle-ci repose sur la rapidité des services rendus (exécution des ordres), et les conseils qui sont prodigués à partir d'analyses financières fiables. La réforme en cours va renforcer les services offerts à la clientèle.

N. G. : Les agents de change/courtiers qui sont membres de la Bourse offrent toute une gamme de services. Ils peuvent intervenir activement dans la fixation des cours, s'ils ont fait enregistrer à la Bourse leur intention de le faire ; ils peuvent se limiter à exécuter des ordres, ou offrir des services de gestion de fonds, de conseil de placement ainsi que toute une série de services financiers à l'intention des particuliers ou de la clientèle institutionnelle.

91

5° Existe-t-il un seuil de concentration minimal dans ce secteur ? Quelle est la meilleure formule pour remplacer la capacité d'intervention des Agents de Change sur les marchés ? Comment le développement du « block trading » peut-il modifier les choses dans ce domaine ?

X. D. : Dans l'environnement actuel d'exploration de l'activité des marchés, de leur modernisation et de l'internationalisation des stratégies d'investissement, les Agents de Change français sont confrontés aux problèmes inhérents à ces évolutions.

Il leur faut compléter leurs équipes, constituer des tables de marché, participer à l'élargissement de l'éventail des instruments financiers. Nouveaux produits, nouveaux marchés, tout cela

N. G. : La Bourse de Londres compte actuellement trois cent cinquante firmes membres. Il est peu probable que ce nombre diminue sensiblement dans un avenir proche. Certes, le renforcement de la concurrence peut contraindre les opérateurs relativement « faibles » à quitter le terrain, mais cela ne s'est pas encore produit. A mon sens, les firmes relativement faibles continueront à se regrouper, si bien que le nombre de firmes actives se restreindra. C'est ce que révèlent

TRIBUNE LIBRE

nécessite des investissements, donc des moyens, mais l'évolution actuelle de l'activité financière les leur procure et la réforme annoncée le 10 mars complétera ces besoins. Je ne pense pas qu'il existe en termes chiffrables un seuil minimal de concentration. Quant au développement du « block trading », il s'effectue à Paris de façon satisfaisante. Il a permis l'augmentation de la liquidité du marché.

les résultats d'une analyse récente des parts de marché : dix firmes ont réalisé 50 % de la valeur totale des transactions, et, dans le cas de celles qui atteignent ou dépassent le seuil de 250 000 livres et qui représentent 60 % de la valeur totale des transactions, cinq firmes ont effectué plus de la moitié des opérations.

6° Quel rôle pourra jouer à l'avenir la fonction de contrepartie et comment les Agents de Change interviendront-ils dans ce secteur ?

X. D. : La question des procédures en ce domaine est secondaire ; le vrai problème de la contrepartie est purement décisionnel. Les financiers, en France, sont-ils prêts à tenir le rôle de contrepartistes, autrement dit à en prendre le risque ? C'est ici que se trouve la clef de la solution. Pour le reste, les procédures sont perfectibles et les capitaux peuvent se trouver. Là encore la réforme des bourses françaises permettra un important développement en ce domaine.

N. G. : Pour devenir un intervenant actif dans la fixation des cours, une firme doit faire enregistrer par la Bourse cette intention. Celle-ci une fois acceptée, la firme est tenue de proposer, sans discontinuité, des cotations dans les deux sens pour tous les titres pour lesquels elle s'est fait enregistrer. En contrepartie, elle bénéficie de certains avantages, que ce soit pour acheter des titres, emprunter des actions ou ouvrir des comptes d'achat et de vente afin de faciliter le règlement des transactions.

7° Comment l'arrivée et le développement de l'activité des intermédiaires financiers américains et japonais modifient-ils l'équilibre des forces en Europe ?

X. D. : Il faudrait avoir un peu plus de recul dans le temps pour porter un jugement de valeur. En attendant, l'effet immédiat est la réaction de modernisation des bourses européennes. Ce qui vient de se passer à Paris illustre mon propos.

N. G. : Le système des transactions électroniques a permis aux firmes étrangères d'opérer plus facilement sur le marché intérieur britannique. Des firmes japonaises sont déjà membres de la Bourse. Elles contribuent à accroître la concurrence sur le marché — ce qui n'est pas un mal. Nous avons déjà noué des relations avec les États-Unis. Le système commun de cotation NASDAQ illustre la façon dont plus de gens peuvent accéder à notre marché. Peut-être New York et Tokyo sont-ils aujourd'hui des centres internationaux, mais ce sont avant tout des institutions à caractère national qui desservent le marché intérieur — peut-être y a-t-il là une occasion pour la communauté de rassembler ses forces et de veiller à ce que les bourses européennes offrent une source compétitive de capitaux par la voie d'émission d'actions.

8° Une coopération internationale plus poussée entre Agents de Change présente-t-elle un intérêt ? Quelles nouvelles perspectives offre l'avènement du marché interne européen à l'horizon 1992 ? Quels avantages présente le projet IDIS et quelles sont ses perspectives ?

X. D. : Par principe la coopération internationale est une solution possible, mais elle ne constitue pas une panacée.

N. G. : L'avènement d'un marché intérieur unique en 1992 se traduira par une augmentation des ressources disponibles pour l'investissement

TRIBUNE LIBRE

Je rappellerai que l'ouverture des frontières européennes le 1^{er} janvier 1992 est un sujet qui stimule la réflexion sur toutes les places. Le développement du projet IDIS est hautement souhaitable. Il permet dans sa première phase l'échange des cours entre les bourses et dans sa deuxième phase l'échange du « bid and art » et du montant sur 400 sociétés.

dans toute l'Europe. Le projet IDIS a été conçu de façon à instaurer une plus grande transparence au profit des investissements. La phase I est aujourd'hui terminée et les projets de développement pour la deuxième phase, qui intégreront les cours instantanés proposés par les offreurs et les demandeurs, sont en cours d'élaboration.

9° Quel est l'avenir des bourses régionales en Europe ?

X. D. : *Elles peuvent être un excellent relais ou tremplin pour la privatisation. Je citerai la cotation de la Sogénal à la Bourse de Nancy. La Bourse de Lyon a été très active pour ce qui est de l'introduction de nouvelles sociétés sur le second marché. Les bourses de province ont donc un rôle de place de proximité qui est important tant en ce qui concerne l'accès des entreprises moyennes au marché financier (succès du second marché) que la privatisation.*

N. G. : Il n'existe qu'une seule bourse des valeurs au Royaume-Uni, la Bourse internationale du Royaume-Uni et de la République d'Irlande.

10° Quel est l'avenir du « Third Market » en Angleterre et le marché hors-cote pourrait-il connaître le même développement en France ?

X. D. : *Il est assurément prématuré d'évoquer un troisième marché en France. Par la souplesse de ses règles, le second marché remplit parfaitement sa fonction. La création d'un troisième marché n'est pas envisagée pour l'instant. Cela étant, le hors-cote français tel qu'il existe connaît un véritable réveil.*

N. G. : Au Royaume-Uni, le marché hors-cote a été des plus intéressants pour les entreprises relativement petites qui souhaitaient collecter des capitaux et qui n'avaient pas la capacité de satisfaire aux exigences d'une cotation complète. Le troisième marché a été introduit au mois de janvier de cette année dans le but de réglementer des transactions qui se faisaient précédemment sur le marché hors-cote. J'espère qu'il fera aussi bien que le marché américain pour favoriser la croissance des petites entreprises. Il faut considérer que toute mesure qui améliore la réglementation et qui, du même coup, assure une meilleure protection, a un caractère constructif. J'espère donc que le marché hors-cote français suivra la même évolution.

93

11° Comment éviter la multiplication des délits d'initié et quel rôle peuvent jouer les Agents de Change dans ce domaine ?

X. D. : *En France, les délits d'initié relèvent de la compétence de la Commission des Opérations de Bourse (COB).*

Pour ce qui est du passé et du présent, les affaires qui ont pu être constatées ont été rares. Il suffit de consulter le rapport annuel de la Commission pour s'en convaincre.

N. G. : A la Bourse de Londres, la prévention des délits d'initié est considéré comme un impératif majeur. Une équipe travaille actuellement en son sein sur les problèmes soulevés par les abus dans l'utilisation d'informations privilégiées. La plupart des firmes membres se sont dotées d'Inspecteurs qui veillent à ce que les dispositifs

TRIBUNE LIBRE

Pour l'avenir, il est certain que l'internationalisation, en augmentant les interventions, multipliera les risques de cette nature.

mis en place pour garantir la confidentialité des informations soient suffisants à cet égard. Dans la City, nous sommes partisans d'une autodiscipline, ce qui veut dire que les agents de change ont l'obligation de veiller eux-mêmes au respect des strictes règles internes qu'ils édictent dans leur firme et que, si la sécurité venait à être battue en brèche, la firme doit prendre des mesures disciplinaires propres à côté de celles que pourraient décider les autorités chargées de la réglementation.

12° Comment sera structuré le marché financier français dans une dizaine d'années et quel rôle y joueront les Agents de Change ?

X. D. : *Compte tenu des efforts de modernisation du marché, de la mise en place de produits financiers utilisés dans le monde entier, et surtout de la réforme qui vient d'être décidée, il me semble vraisemblable que le marché français a une bonne chance d'être leader en Europe continentale. Quant aux charges d'Agent de Change, elles devraient continuer de jouer un rôle moteur dans le développement et l'animation du marché français, soit qu'elles restent indépendantes, soit qu'elles trouvent des partenaires français ou étrangers.*

N. G. : Cinq mois à peine après un bouleversement aussi important que le Big Bang, il est extrêmement difficile de prédire ce que pourront être, dans l'éventualité la plus probable, les marchés financiers dans dix ans. Je ne doute pas que certaines firmes auront disparu dans l'intervalle. Je prévois que d'ici 1997, les transactions sur écran et l'exécution automatique des ordres se seront solidement implantées. Il en ira de même pour des évolutions telles que la dématérialisation des titres, qui permettra de régler les transactions par un simple jeu d'écritures.