



L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ : DES AGENTS DE CHANGE À EURONEXT

JEAN-PIERRE PINATTON *

Lorsqu'en avril 1987, le Syndic de la compagnie des agents de change annonce à ses 100 confrères réunis en Assemblée générale qu'il vient de convenir avec le ministre de l'Économie et des Finances d'une réforme qui, entre autres, supprime les offices d'agents de change pour les remplacer par des Sociétés de Bourse, il tourne une page multiséculaire de l'histoire de l'organisation du marché financier français. Mais cette réforme majeure n'était nullement inattendue. Seule sa date et la forme qu'elle prendrait étaient inconnues. En effet, elle s'inscrivait dans la série des réorganisations des marchés financiers commencée aux États-Unis en 1975 qui s'était poursuivie à Londres en 1986 avec le Big Bang et qui, après Paris, allait gagner toutes les places continentales construites sur le modèle français en important les notions des codes civil et commercial.

Un premier mouvement s'était en fait enclenché en France à la fin des années 1970 lorsque les crises économiques liées aux chocs pétroliers avaient révélé le manque flagrant de fonds propres des entreprises françaises. La Commission présidée par Monsieur Maurice Pérouse à la demande du ministre de l'Économie et des Finances, après une étude approfondie de l'environnement et des pratiques étrangères, proposait déjà en 1980 des réformes profondes. L'accroissement de la dette publique des années 1980 entraînait aussi l'État à revoir les conditions d'émission, de distribution et de négociation des emprunts d'État et assimilés pour en réduire le coût et faciliter leur circulation en

* Président du Conseil de surveillance, Oddo et Cie.



créant les Spécialistes en valeurs du Trésor. Enfin l'arrivée de moyens informatiques puissants permettait de moderniser, non seulement toute la communication des marchés, mais aussi leur fonctionnement.

La modernisation en France semblait à peine achevée que, dès 1992-1993, une série de directives européennes lançait les premières étapes de la construction d'un marché européen des instruments financiers, que la création d'une monnaie unique allait pleinement justifier. Cette construction étant jugée trop lente, le Plan d'action sur les services financiers (PASF) de 1999 en a accéléré le mouvement.

Ces quelque 20 années de transformations quasi-permanentes n'ont pas concerné que les intermédiaires et les Bourses. Elles ont été marquées par l'évolution de la clientèle et accompagnées par la transformation des autorités de marché. Pour saisir l'ampleur de ces mutations, il est donc nécessaire de considérer ce qui s'est produit dans ces quatre domaines.

L'ÉVOLUTION DE LA CLIENTÈLE

La clientèle se compose de trois grands groupes qui ont chacun été un facteur de modernisation de notre marché financier : les émetteurs, les particuliers épargnants individuels et les institutionnels français et étrangers.

Après une longue période de faible appel public à l'épargne, sinon sous forme d'émission obligataire, qui avait vu le nombre de sociétés françaises cotées sombrer de 1171 en 1969 à 717 en 1982, la tendance se renverse quand les émetteurs constatent qu'avec le lancement de l'épargne Monory, les Français commencent à nouveau à s'intéresser à la Bourse. Malgré l'impact des nationalisations, dès 1983, la cote se recompose grâce au Second marché avec 43 introductions cette année-là. L'afflux d'argent accompagnant la progression des cours permet, non seulement un premier train de privatisations de 1986 à 1988, mais encore l'introduction d'un total de 298 valeurs au Second marché sur un total de 908 sociétés cotées à fin 1989. Parallèlement, la capitalisation boursière des actions françaises passe de 20 Md€ en 1977 à 334 Md€ en 1989. Le retournement de marché de la première moitié des années 1990 provoque un nouveau désintérêt du public pour les actions et interrompt cette progression. Avec le retour de l'épargne à partir de 1995, les émissions et les introductions reprennent. La création du Nouveau marché en 1996 permet à des sociétés de plus petite taille, mais à forte croissance et forte demande en capital d'accéder à la Bourse. Fin 1999, 968 sociétés françaises étaient cotées dont 367 au Second marché, 104 au Nouveau marché et 168 au marché libre. La vigueur du marché permettait aussi une deuxième



série de privatisations. Au 31 décembre 1999, la capitalisation boursière des valeurs françaises hors marché libre atteignait 1 493 Md€. L'éclatement de la bulle financière de 2000/2001 a évidemment ralenti cette progression, mais la demande des entreprises reste présente dès que le marché le permet. À fin 2004, 700 sociétés françaises étaient cotées sur le marché réglementé, capitalisant 1 146 Md€, et 235 au marché libre. En simplifiant l'accès au marché, avec des règles adaptées à ces nouveaux émetteurs, le Second marché, puis le Nouveau marché ont permis un renforcement de la structure financière des entreprises moyennes et ont contribué à la pérennité de nombre d'entre elles. L'offre de papier ne manque pas quand la demande est là, et les sociétés ont appris à se servir du marché.

Ces 20 années ont connu cependant deux flux et deux reflux de l'épargne investie en actions. Les particuliers français montrent, en effet, un faible goût du risque et une grande méconnaissance du fonctionnement des marchés. L'absence de grand réseau de distribution et de conseil sur les valeurs mobilières, contrairement à ce qui existe aux États-Unis, en Grande-Bretagne ou au Japon, en est l'une des causes. La distribution de produits collectifs domine largement en France, mais cela contribue peu à l'éducation des épargnants. Ils investissent dans le marché par vagues successives en réagissant d'abord à des incitations fiscales, épargne Monory, Dautresme, PEA, assurance-vie ; en participant aux privatisations et aux introductions en Bourse qui ont souvent permis des gains substantiels à très court terme ; enfin, attirés par l'espoir de profiter d'une hausse de marché qu'ils ont regardée de l'extérieur sans agir. Cela les conduit souvent à investir trop tard. Leur nombre a cependant augmenté de façon sensible pour atteindre plus de 6 millions. L'accès quasi, direct au marché *via* le Minitel, puis Internet a aussi provoqué un engouement pour la spéculation boursière, d'autant plus qu'il s'est accompagné de la création de *discount brokers* offrant des frais de négociation extrêmement bas. Malheureusement le manque de compréhension de l'intérêt d'un placement long de leur épargne les conduit à se placer souvent à contre-tendance du marché, entraînant ces reflux brutaux.

C'est donc l'épargne gérée collectivement par les institutionnels qui a vraiment alimenté le marché et contribué à son évolution. Palliant l'absence de véritables fonds de pension, les OPCVM, placés abondamment par les réseaux bancaires, soit directement, soit au travers de contrats d'assurance-vie, ont connu un développement exceptionnel : en 1985, on comptait 2 450 SICAV et FCP capitalisant 97 Md€. En 2000, ils étaient 6 913 capitalisant 739 Md€ et, en 2004, 7 221 rassemblant 936 Md€ d'encours. L'évolution de leurs structures, la professionnalisation de leurs équipes de gestion et de marché ont



largement contribué à l'évolution du marché français. Cependant, n'étant pas des produits de véritable épargne longue, ils sont aussi victimes des cycles qui conduisent les Français à sortir du risque « actions » pour se porter vers les véhicules à faible volatilité qui utilisent les nouveaux instruments de couverture que l'on trouve grâce à l'expansion des marchés de produits dérivés. On s'éloigne ainsi de la valeur mobilière et du financement de l'économie.

C'est donc surtout auprès des fonds de pension étrangers que les émetteurs français et le marché ont dû se tourner pour trouver de l'épargne longue. Forts de leurs moyens, de leur plus longue expérience, ils ont exigé des prestataires français les mêmes services que ceux fournis dans le monde anglo-saxon. Par leur demande en termes d'analyse financière, en termes de qualité d'exécution, d'apport de liquidité, de qualité de *back-office*... ils ont stimulé l'ensemble des prestataires français à répondre à la pression de concurrents étrangers qui avaient pris de l'avance dans ces services aux institutionnels.

Il faut enfin remarquer que cette forte professionnalisation des métiers de la gestion a aussi encouragé beaucoup d'épargnants individuels à confier leur portefeuille en gestion sous mandat à un nombre grandissant de sociétés de gestion de toutes dimensions.

L'ÉVOLUTION DES ENTREPRISES DE MARCHÉ

Dans un environnement de plus en plus ouvert à la concurrence du fait de la libre circulation des capitaux, de la disparition des contrôles des changes, les structures de négociation ont été un facteur clé du changement en se réorganisant autour de nouveaux outils informatiques. Ces mutations profondes ont engendré trois principaux débats : La « Bourse » devait-elle rester un instrument mutualisé de confrontation des ordres apportés par ses membres ? Devait-elle bénéficier d'un monopole de négociation avec une obligation de concentration de toutes les négociations sur les valeurs cotées ? Devait-elle organiser la fixation du prix à partir de la confrontation des flux d'ordre ou de la concurrence de prix affichés par des contrepartistes professionnels, les *market makers* ?

L'objectif de ces débats était de parvenir à l'organisation la plus efficace en termes de coût et de liquidité du marché, tout en assurant l'équité et la transparence, facteurs de confiance. Ces débats ont été particulièrement intenses au cours des années 1980 car le marché français subissait une concurrence très vive de la Place de Londres qui avait pris une forte avance dans la commercialisation des valeurs mobilières, et qui jouissait déjà d'un environnement réglementaire et fiscal lui permettant de se construire en place *off shore* pour toutes les valeurs européennes.



Des négociations efficaces entre la Chambre syndicale des agents de change (CSAC) conduite par son Syndic, le ministre des Finances et la communauté bancaire, ont permis de répondre progressivement à ces questions.

La création des Spécialistes en valeur du Trésor en 1985 marquait une première exception au monopole de négociation des agents de change. Puis, en février 1986, le lancement du MATIF sous forme de société commerciale dont le capital était ouvert à d'autres que ses membres négociateurs ouvrait la voie à la démutualisation d'un marché en France. C'est avec l'éclatement de la Compagnie des agents de change et la disparition de la notion d'officier ministériel mis en œuvre par la Loi du 22 janvier 1988 que le pas essentiel était franchi.

La Société des Bourses françaises (SBF) perdait l'esprit d'une organisation mutualiste pour devenir une société commerciale gérant un marché. Certes, son actionnariat, d'abord limité à des institutions financières ne s'est ouvert au public qu'en juillet 2001 après la création d'Euronext, mais très vite, en étant déchargée de nombre des fonctions de la Chambre syndicale des agents de change, elle s'est concentrée sur son rôle d'opérateur de marché. Cette politique lui a permis d'adopter une démarche plus créative sur le plan des services et des produits. N'assumant plus les risques liés à la solidarité, elle a pu se concentrer sur sa mission de base : faciliter la rencontre d'ordres, gérer les flux d'information relatifs au marché, et assurer un post-marché efficace grâce à sa chambre de compensation.

Cette évolution a pu se faire avec une relative facilité grâce à deux décisions majeures prises par la Chambre syndicale et la place dans la lignée des conclusions du rapport Pérouse : la dématérialisation des titres de 1982 rendait possible une informatisation complète de la chaîne titres avec un minimum de rupture de charge. Le passage au marché en continu, couplé à la négociation informatisée du système CAC, permettait de traiter des flux considérables d'ordres en abaissant significativement le prix de revient de la négociation. Le volume des transactions sur actions françaises bondissait, grâce à cela, sans difficulté de 22,7 Md€ en 1985 à 107,7 Md€ en 1989, 727 Md€ en 1999, pour culminer à 1 202 Md€ en 2001 et 1 074 Md€ en 2004.

Cette évolution technologique a permis de clore une partie du débat sur le type de marché à mettre en œuvre : grâce à l'efficacité et à la transparence du système CAC, à l'explosion des volumes qu'il permet de traiter sans engagement de fonds propres de la part des intermédiaires, le marché « tiré par les ordres » donne de meilleurs coûts d'exécution que le marché « tiré par les prix » qui nécessite la prise de risque des *market makers*, donc un coût du capital supplémentaire. Cela a permis à la Place de Paris de se défendre avec succès contre la concurrence que le système



SEAQ International avait tenté de lui faire. La mise en place du système de post-marché RELIT ainsi que la possibilité de traiter avec des contreparties de son choix en dehors des carnets d'ordres rendaient l'organisation du marché français très compétitive dès le début des années 1990. Il servait de modèle à la majorité des Places continentales et au développement du marché des options lancé en 1987.

Cependant cette efficacité n'était que nationale et il n'y avait pas de raison pour que le marché unique européen ne soit pas étendu aux marchés financiers. Avec la Directive services d'investissement, la communauté européenne donnait un signal fort sur son intention de créer un vrai marché européen des valeurs mobilières. Même si cette Directive n'a pas abouti au résultat espéré, l'idée était lancée. Très vite, la Société des Bourses françaises participait activement à la recherche d'un système d'alliance avec d'autres Bourses européennes pour poursuivre au niveau européen ce qui était une réussite en France. Cela conduit à la création d'Euronext concomitamment à la mise en place de l'euro, dès le 4 janvier 1999 pour l'ensemble des négociations dans la zone.

Cette évolution d'Euronext et de ses entreprises périphériques a nécessité des investissements lourds assumés par la Place. Cela a été rendu possible par la sagesse du législateur qui a maintenu au travers de l'obligation de concentration le monopole de négociation de la SBF, puis d'Euronext. Cette protection a permis à cette entreprise commerciale de constituer une base solide dans cinq pays européens pour affronter avec son modèle la concurrence qu'elle va subir lors de la mise en service en 2007 de la Directive marché des instruments financiers (Directive MIF) qui abolit définitivement toute obligation de concentration des ordres.

L'ÉVOLUTION DES INTERMÉDIAIRES

Pris entre des exigences de plus en plus précises de leurs clients, une organisation du marché qui leur échappait tout en leur apportant une base de modernisation considérable, les intermédiaires du marché français ont vécu 20 ans d'adaptation constante.

Ce n'est qu'au début des années 1980 que les agents de change ont pris conscience que seule, la modification de leur statut qui leur interdisait « tout acte de commerce sauf la négociation des valeurs mobilières » (Art. 85 du Code du commerce), était un lourd handicap dans la concurrence internationale qui devenait vive, en particulier avec le développement de la Place *offshore* de Londres. Ce statut créé pour garantir la neutralité dans la négociation excluait toute activité de démarchage qui était de fait laissée aux banques commerciales dont ce n'était pas la principale activité. Le renouveau du marché des actions en France nécessitait donc une réforme en profondeur.



Au-delà de la démarche commerciale, il fallait aussi que l'intermédiaire ait les moyens de s'équiper pour répondre à la demande d'information et de gestion des clients, à l'apport de liquidité par la contrepartie pour ceux qui souhaitaient rendre ce service, à l'extension des réseaux commerciaux. Cela nécessitait une augmentation substantielle des fonds propres des charges alors que la solidarité au sein de la Compagnie des agents de change et leur responsabilité illimitée d'officier ministériel leur avaient permis d'opérer avec peu de capitaux. Enfin, cette organisation n'aurait pas pu survivre à la disparition d'un tarif de courtage imposé à tous par décret ministériel. New York connaissait la liberté de tarif depuis mai 1975, Londres l'instituait avec son Big Bang en 1986 ; il était peu vraisemblable de maintenir des tarifs fixes dans les principales Bourses européennes, même si cela avait le mérite d'assurer une certaine subvention des petits clients aux dépens des institutionnels.

L'effet de la Loi du 22 janvier 1988 sur la profession a été très rapide. Des 45 charges d'agent de change parisiennes qui avaient survécu après la crise des années 1970, seules 6 n'avaient pas ouvert leur capital à des tiers financiers à fin 1989, 1 avait cédé moins de 30 % de son capital, 11 entre 30 et 50 %. Plus de la moitié s'était donc filialisée au sein des groupes bancaires ou financiers français ou étrangers. Cependant, le maintien des tarifs obligatoires de courtage jusqu'au 1^{er} juillet 1989 et du *numerus clausus* des Sociétés de Bourse jusqu'au 1^{er} janvier 1992 permettait aux nouvelles organisations de se mettre en place.

Les Sociétés de Bourse ont poursuivi les développements entamés dans la décennie. Elles investirent fortement dans tous les domaines : informatisation des systèmes de négociations, de règlement-livraison et de communication, développement de l'analyse financière et des équipes de vendeurs, efforts commerciaux intenses en France, mais aussi à l'étranger. Tout en se réorganisant en profondeur autour de leur nouvel actionnariat, un grand nombre d'entre elles a tiré profit des nombreuses innovations de la place souvent menées à l'initiative de l'ancienne Chambre syndicale et, en particulier, du marché électronique de la SBF, qui était très précurseur.

Cependant, il faut attendre la Loi MAF du 2 juillet 1996 de transposition de la Directive services financiers 93/22 pour qu'une profession spécifique de l'intermédiation financière soit enfin reconnue sous le nom « d'Entreprise d'investissement » qui peut couvrir alors un champ d'activité identique à celui de ses concurrents anglo-saxons, et la distingue des établissements de crédit. Cette étape est importante, car elle sort la Société de Bourse de l'image de simple exécutant d'ordre de Bourse héritée de son origine agent de change. Les Entreprises d'investissement choisissent leurs domaines d'activité : collecte, négociation, compensation, gestion de portefeuille, conservation ; les marchés sur lesquels



elles opèrent : actions, obligations, MATIF, MONEP ; leurs cibles de clientèle... Certaines pratiquent des courtages très bas pour attirer un public de petite spéculation, d'autres développent des services Internet très performants. Elles n'hésitent plus à sous-traiter à des confrères ou à des banques la partie de la chaîne qu'elles ne veulent pas exploiter elles-mêmes. S'appuyant sur la flexibilité offerte par le marché électronique et ce statut à la carte, un nombre important d'Entreprises d'investissement se crée. Au début 2005, l'Association française des entreprises d'investissement comptait 130 adhérents, contre 45 charges parisiennes et 16 de province en 1988. Les Entreprises d'investissement ont su saisir les opportunités offertes par l'efficacité des systèmes de Place pour maintenir en France le marché directeur des valeurs françaises.

L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE ET L'ÉVOLUTION DES AUTORITÉS BOURSIÈRES

Contrairement au monde de la *Common Law* où la loi et le règlement viennent encadrer les pratiques développées par les professionnels pour répondre à la demande des clients, notre tradition organise et codifie des métiers ou des activités avant même qu'ils se soient développés. C'est ainsi que pendant deux siècles la législation a été axée sur l'égalité et la transparence des négociations et a superbement ignoré la commercialisation des valeurs mobilières qui a donc été faite par défaut par les banques. La législation traitait plus du fonctionnement et de la sécurité du marché que de la protection de l'épargnant. Deux organismes supervisaient l'ensemble : la Commission des opérations de Bourse (COB), créée en 1967, axée sur le contrôle de l'information financière, de la déontologie et de la gestion, et la CSAC. Cette dernière assurait l'organisation et le fonctionnement du marché, la gestion des admissions à la cote, la réglementation, la surveillance et la discipline des Agents de change, la garantie de bonne fin des transactions, la garantie des dépôts titres et espèces dans les caisses de ses membres. Elle en était le banquier exclusif, gérait leur trésorerie, ainsi que les relations avec leur personnel au travers d'une convention collective très protectrice. Cela a fait dire que la Chambre syndicale était « l'entreprise », les agents de change n'en étant que ses agents généraux.

La Loi de janvier 1988 a réparti les fonctions de la CSAC entre trois organismes : la Société des Bourses françaises opérateur de marché, le Conseil des Bourses de valeurs chargé de la réglementation, de la surveillance y compris prudentielle et de la discipline des Sociétés de Bourse ainsi que de l'agrément des opérations sur titres des sociétés cotées ; l'Association française des Sociétés de Bourse (AFSB) chargée de la représentation des Sociétés de Bourse dans le domaine social et



auprès de la Place. La supervision du MATIF était confiée, par ailleurs, au Conseil des marchés à terme, la COB gardant ses fonctions historiques. À partir de 1990, un fonds de garantie spécifique était créé pour se substituer à la garantie solidaire que les agents de change offraient à leurs clients et que la SBF avait assumée en application de la Loi de 1988.

Cette dispersion des autorités qui, toutes, étaient elles-mêmes sous la surveillance directe ou indirecte du ministère des Finances, était un facteur de coût et de lourdeur administrative, mais présentait l'avantage de la proximité avec les professionnels. La loi MAF de 1996 fournit l'occasion de fusionner CBV et CMT en un Conseil des marchés financiers et de transférer la supervision prudentielle des Entreprises d'investissement à la Commission bancaire et leur agrément au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI). Mais il faudra attendre la Loi de sécurité financière de 2003 pour regrouper COB et CMF en une Autorité des marchés financiers (AMF).

Ce recentrage des autorités boursières permet enfin de donner au marché français un encadrement réglementaire et disciplinaire facilement lisible et compréhensible. Cela libère l'opérateur de marché réglementé, Euronext, de toute fonction de surveillance, si ce n'est celle de ses propres systèmes, et lui permet de mener une stratégie commerciale européenne en anticipation de la mise en place du grand marché européen fondé sur une réglementation unique.

Pour conclure, que peut-on dire de ce passage en quelques 20 ans d'une situation issue du XIX^{ème} siècle au marché totalement ouvert du début du XXI^{ème} siècle ?

Au rayon des succès, la rapidité avec laquelle la toute petite population, à peine 6 000 personnes, employée par la Bourse et ses agents de change a su organiser et gérer ses mutations successives. Elle est passée en moins de 2 ans d'un marché de criée antique au premier marché tout électronique du monde. Elle a su faire de même pour les activités post-marchés et elle a recréé une forte dynamique commerciale. S'appuyant sur les moyens financiers fournis par son actionnariat ouvert, elle a pu conquérir de nouvelles clientèles en créant et développant de nouveaux services et des nouveaux marchés. Elle a géré sans trop de difficulté un gonflement spectaculaire des volumes de transaction ainsi qu'une recomposition de la cote. Elle a su capter pour la Place de Paris une clientèle étrangère qui y joue aujourd'hui un rôle majeur.

Au rayon des difficultés et des échecs, cette mutation professionnelle n'a pas permis d'intéresser à l'investissement boursier direct une partie importante de l'épargne des ménages. Ceux-ci ne viennent que pendant des périodes de forte hausse des marchés, souvent trop tard, sans



comprendre l'intérêt du placement long et du rôle essentiel du marché financier pour le bon fonctionnement de l'économie. Cela a provoqué une hypertrophie des OPCVM qui pèsent un poids relatif trop important sur le marché, particulièrement en période de baisse quand des remboursements leur sont demandés. Il manque toujours de vrais fonds de pension par capitalisation qui sont les seuls à pouvoir accumuler une épargne longue et stable, laissant ainsi une part trop large du marché français aux investisseurs étrangers. Parmi les échecs, il faut noter aussi la quasi-disparition du MATIF au profit de Londres et de Francfort après 10 ans de succès, vraisemblablement du fait de son refus prolongé de passer à la Bourse électronique, contrairement au marché des actions.

Ces mutations se sont réalisées sans catastrophe majeure, certainement grâce au maintien, certes assoupli, de la règle de concentration des ordres, qui a protégé le monopole d'Euronext en France. Ce modèle de marché va affronter son prochain test d'efficacité avec la disparition de cette protection dans le cadre de la mise en place générale du PASF et de la Directive MIF. Ce sera en écoutant les clients, en s'appuyant sur une entreprise de marché consciente de la nécessité de maintenir sans cesse sa compétitivité que l'on pourra, non seulement résister à la concurrence, mais aussi étendre ce modèle hors des frontières de l'Hexagone.