

L'ÉVOLUTION DES RELATIONS ENTRE ÉMETTEURS, INTERMÉDIAIRES ET INVESTISSEURS

ANTHONY BOURNE*

Si l'on pose comme axiome qu'il va presque de soi que le secret d'une émission d'actions réussie réside dans le placement auprès d'un nombre suffisant d'investisseurs aux caractéristiques requises, alors il convient de se poser la question globale des groupes d'investisseurs, du ciblage des investisseurs, des critères d'allocation, des mécanismes (et de la mécanisation croissante) des émissions d'actions et des changements au sein de la triple relation entre émetteur, intermédiaires et investisseurs.

(Tout au long de cet article, et en l'absence de toute autre spécification, j'utiliserai le terme « émetteur » pour désigner indifféremment les émetteurs et les vendeurs)

Comment cette relation évolue-t-elle dans le contexte des émissions nouvelles ?

73

LA SITUATION AUPARAVANT

Jusqu'à récemment, un émetteur était fortement dépendant des banques dirigeantes qu'il choisissait et qui offraient une possibilité d'ouverture sur un monde des investisseurs autrement fermé.

Cette situation était apparue pour plusieurs raisons :

- les investisseurs individuels « appartenait » à diverses banques.
- la « transparence » des livres d'ordre n'existait pas. Excepté de manière ponctuelle et anecdotique, tout comme les autres membres du syndicat ne communiquaient pas au teneur de livre les noms de leurs souscripteurs, le chef de file ne révélait et ne spécifiait pas systématiquement au vendeur ou aux émetteurs les ordres recueillis pour une offre et ne révélait pas non plus au garant le nom des souscripteurs. Les actions étaient attribuées, individuellement, en toute confiance aux membres des syndicats qui, à leur tour, effectuaient le partage entre clients/souscripteurs comme ils le désiraient. Personne n'avait de vision globale sur l'affectation des actions.

* Paribas Londres.

Pour beaucoup d'émetteurs, les institutions étrangères constituaient en comparaison une ressource inhabituelle et peu exploitée. L'investissement à l'étranger était moins développé qu'il ne l'est aujourd'hui et souvent, la base des investisseurs était principalement domestique (institutions financières). Le recours à ces bases d'investisseurs était souvent renforcé par l'existence de droits de préemption. Si les émetteurs avaient bien souvent une connaissance approfondie des institutions domestiques et entretenaient d'excellentes relations avec elles, ils éprouvaient le besoin d'être guidés pour évoluer à l'étranger.

Des souscriptions aux conditions draconiennes accompagnées de la fixation des prix longtemps à l'avance étaient plus fréquentes qu'aujourd'hui où la constitution de livres d'ordres et la découverte du prix constituent la norme.

A cette époque pourtant, la qualité des services et le niveau de sophistication étaient moins élevés que ce qu'ils sont devenus aujourd'hui sous l'influence combinée d'une intense concurrence entre les banques, de plus gros volumes d'offres (désormais chose courante), de l'emprunt de techniques à d'autres marchés, des applications technologiques et, en général, d'une plus grande sophistication de l'ensemble des participants.

74

Les banques disposaient d'une audience moins étendue. Il était plus fréquent d'avoir des syndicats dont le rayon d'action était limité à l'échelle régionale (au sens zone de plusieurs pays) et, en général, de considérer les banques selon leur envergure locale ou régionale. L'effort global de vente était plus fragmenté.

Le démarchage, le pré-marketing, les séminaires de présentation, les réunions de préparation pour la recherche et la publicité étaient moins intensifs et systématiques que maintenant.

Emetteurs et vendeurs n'exigeaient ni n'obtenaient les rapports détaillés volumineux concernant le déroulement des transactions, une pratique désormais courante pour les très grosses transactions, en particulier les privatisations.

Les méthodes d'émissions d'actions sans droits de préemption ainsi que les techniques de rapprochement des demandes du marché individuel domestique de celles du marché international se sont considérablement développées au cours des années.

Avec la consolidation de l'industrie de la gestion de fonds, les énormes flux d'épargne et un culte croissant des actions, les activités de placements sont dominées par un nombre concentré de très grosses institutions.

En résumé, les intermédiaires exerçaient une influence considérable sur les émetteurs tandis que les investisseurs étaient plus exposés et plus dispersés.

LA SITUATION MAINTENANT

Maintenant, bien sûr, après de nombreux changements des principes, un grand nombre de sociétés ont acquis beaucoup plus d'assurance pour ce qui est des groupes d'investisseurs internationaux et même globaux. De nombreux gouvernements, dont les privatisations ont souvent donné lieu à l'émergence de nouveaux mécanismes ainsi qu'à de nouvelles pratiques d'émission ont, comme certaines sociétés, émis suffisamment fréquemment pour être rompus aux techniques et connaissent bien les acheteurs. A de rares occasions, un émetteur ou un vendeur (par exemple, TFSA en Australie à l'occasion de l'émission de Qantas et Telstra) sont même allées jusqu'à désigner eux-mêmes les intermédiaires ou les coordinateurs, reléguant même leurs banques les plus seniors au rôle de co-coordinateurs globaux et de chefs de files parmi d'autres. En général, ces initiatives n'ont pas été couronnées de succès et, de toute façon, les émetteurs sont parvenus à réaliser qu'ils pouvaient exercer une influence importante sans avoir à assumer eux-mêmes un rôle de syndicat.

S'ils ressentent moins le besoin d'être assistés, les émetteurs font cependant travailler leur banque différemment en requérant une contribution et des services encore plus pointus.

On peut sans doute commencer par regarder d'une part ce que les émetteurs et/ou les vendeurs veulent quand ils pensent aux groupes d'investisseurs et d'autre part ce qui pourrait s'avérer crucial pour le succès d'une émission.

75

Nature de l'investisseur, qualité et différenciation

- les préjugés et les objectifs des émetteurs :
 - Individuel *versus* institutionnel.
 - Domestique *versus* étranger.
 - Les groupes particuliers d'investisseurs aux Etats-Unis, au Japon, en Europe etc. pour des raisons d'évaluation, de connaissance du secteur, des retombées commerciales des activités des émetteurs, des réactions politiques ou autres.
 - La volonté de se déployer et de se diversifier au plan géographique (pour donner l'impression que l'émetteur a une activité multinationale/globale ou pour lisser la volatilité des actions due à l'instinct de survie).
 - Le désir d'avoir un petit nombre d'actionnaires de référence avec qui entretenir des relations efficaces et étroites au lieu d'une approche de placement très fragmentée (un saupoudrage accompagné d'une très faible différenciation des meilleurs souscripteurs).
 - Le désir/besoin d'assister les employés.
 - Les préférences à l'égard de certains types d'investisseurs (s'il s'agit d'un fond de pension ou d'une compagnie d'assurance, ses horizons

d'investissement et son comportement seront supposés s'inscrire dans le long terme, nous y reviendrons plus tard)

- Les objectifs de prix : les vendeurs (y compris les sociétés levant de nouveaux capitaux) vont avoir tendance à demander le prix le plus élevé. Les dirigeants, surtout quand la société elle-même ne cède pas d'action, ainsi que parfois des vendeurs cédant une partie seulement de leur capital sont à même de rechercher un prix permettant une plus forte performance une fois sur le marché.

- Les clients avec lesquels des réunions ont abouti ou de proches alliés de l'émetteur qu'il faut prendre en considération.

Bien sûr, les volontés et les préjugés des émetteurs et des vendeurs sont en grande partie influencés par les banques d'investissement. Ce qui à son tour est quelquefois en contradiction avec le résultat final. Par exemple, des fonds spéculatifs peuvent parfois être traités favorablement dans les attributions, malgré la rhétorique développée par la banque d'investissement au moment où l'affaire est lancée, sur la qualité des investisseurs et les critères objectifs d'allocation. Cela vient de la relation très active et très rémunératrice qu'entretient sur le marché secondaire (et peut être primaire également), la banque d'investissement avec certains fonds spéculatifs.

Par ailleurs, cette rhétorique (les fonds de pension sont de bonne qualité, les fonds spéculatifs sont de mauvaise qualité) est souvent imprécise, artificielle et simpliste. Les perceptions des émetteurs et des vendeurs peuvent être forgées et de surcroît amplifiées par une tendance des banques d'investissement à renforcer certains stéréotypes et caricatures qui, d'un point de vue tactique, vont dans le sens de leurs objectifs et assurent une apparente robustesse face aux concurrents pour le mandat ou, plus généralement, qui convainquent les clients que la banque d'investissement fournit un véritable service d'assistance et de protection contre les pièges faciles. Sous la pression des émetteurs à vouloir comprendre le processus, les banquiers simplifient quelquefois (ou obscurcissent) un art à l'apparence d'une science.

- Quel est le mieux pour la négociation et le vendeur/émetteur ?

- Le montant et l'attribution de la demande de haute qualité avec une propension à tenir celle-ci,
- Une performance de marché supérieure en partie due à la stabilité et à la fidélité des investisseurs,
- La tension et la concurrence parmi les investisseurs ou les groupes d'investisseurs pour l'obtention des actions,
- La recherche permanente et entretenue d'une base d'actionnaires étendue,
- L'inclusion dans un indice peut être cruciale pour maximiser la demande et par conséquent pour la réussite de la transaction au moment

même de l'offre ou par la suite. Le choix du bon indice peut également être important,

- La bonne évaluation/fixation du prix est un ingrédient vital à la réussite d'une offre.

Les émetteurs et les vendeurs favorisent, et sont incités par les banques à le faire, les investisseurs institutionnels de haute qualité. Mais qu'entend-t-on par « qualité » et comment devrait-elle être évaluée ? La notion fait souvent référence à un amalgame de larges investisseurs avec une propension à tenir des positions de long terme et à renforcer une position acquise auparavant, lors de l'attribution d'une offre. Qu'une institution dispose d'une unité de recherche interne et qu'elle s'apprête à entretenir un contact régulier avec la société ajoute à l'impression de sérieux et donc à la qualité de l'offre.

Certains gouvernements et certaines sociétés vont plus loin et émettent clairement l'idée que les fonds de pension, les compagnies d'assurance et peut-être d'autres types d'institutions représentent la meilleure qualité et que les fonds spéculatifs, les courtiers et les professionnels de marché la moins bonne. Bien que ce soit vrai dans de nombreux cas, il existe certainement aussi des contre-exemples. Il existe des investisseurs soi-disant sérieux et affichant des objectifs de long terme qui bouleversent les attributions d'actions nouvelles ou prennent des positions de court terme, abusant quelquefois du pouvoir de marché que leur confère généralement leur statut respectable. Beaucoup d'entre eux ont des équipes de vendeurs/acheteurs qui, tout en exécutant les instructions du gestionnaire de portefeuille ont quelque latitude pour prendre leur propre position. Par ailleurs, les fonds spéculatifs peuvent parfois avoir des portefeuilles à plus long terme qui constituent le noyau dur des holdings. Bien sûr, toutes les institutions peuvent se comporter simultanément de manière différente sur la même action pour différents portefeuilles ou différents blocs d'une participation.

Cette approche simpliste a en partie évolué à cause des exigences des clients (notamment les gouvernements qui privatisent) de comprendre, d'influencer et même de participer au processus des nouvelles émissions et aussi de leur besoin ou de leur désir de montrer (que ce soit aux contribuables, à un auditeur de comptes publics, à la classe politique, à une commission de privatisation ou aux actionnaires) que l'on a suivi des procédures claires et que l'on a appliqué des critères objectifs de manière équitable. Ceci a simplifié et mécanisé le processus des nouvelles émissions tel qu'il ne peut plus prendre en compte bon nombre des autres facteurs, essentiellement subjectifs, qu'un intervenant sur le marché des actions applique selon son meilleur jugement professionnel.

Dans l'esprit des vendeurs et émetteurs (et même peut-être des intermédiaires) il peut être justifié de considérer la rigueur dans la

mission et la réglementation d'une institution comme un indicateur de ses horizons et de ses comportements d'investissement. L'idée que le passif comptable des fonds de pension et des compagnies d'assurance relève par nature du long terme, combinée à la rigueur des principes et de la réglementation régulant leur activité d'investissement dans la plupart des pays, crée une impression (pas totalement fausse) de solidité, de sérieux et d'approche long terme.

De plus, l'accentuation de la course à la performance parmi les fonds signifie que même les meilleures institutions peuvent quelquefois acquérir de nouvelles actions auxquelles elles ne croient pas mais pour lesquelles elles admettent que l'impact de l'offre peut générer une prime future lors des transactions de marché. Sachant que les courtiers (y compris ceux qui sont impliqués dans la négociation) n'oseront pas lui refuser une attribution, une institution réputée peut parfois user de son nom pour obtenir un gros bloc d'actions et ensuite changer sa position peu de temps après. Ceci peut même se produire quand le courtier/souscripteur connaît les ambitions de l'institution. Sur ce point, il relève du même calcul commercial de ne pas exclure de l'attribution un fonds spéculatif qui est un client très actif du courtier concerné, sur le marché secondaire.

78

C'est en partie pour ces raisons (bien loin d'être aussi efficaces que le bon vieux dicton des vendeurs : « connais ton client ») qu'il est de plus en plus important de saisir la nature de chaque institution au plan macro et microéconomique. Quelle est la nature de l'institution et quels sont ses objectifs et ses critères lorsqu'elle investit. Comment les fonds et leurs différentes branches d'investissement sont-ils organisés et, à partir de là, à quel portefeuille doit-on destiner telle ou telle action ?

Cette analyse plus approfondie du portefeuille et de la structure sous-jacente des institutions d'investissement (en entrant même encore davantage dans les détails) devient un outil crucial pour la formation de bases de données clients, pour l'évaluation de la qualité des clients en liaison avec les émissions nouvelles et pour l'estimation globale de la qualité des ordres et de « l'élimination » des demandes d'émissions.

Il faut bien se garder d'avoir une confiance implicite et aveugle dans l'objectivité, la précision et l'efficacité d'un processus dont la systématisation est croissance. Toute la discussion sur les critères objectifs d'allocation, la transparence et l'informatisation croissante peuvent (ou avaient coutume de) plonger les émetteurs et les vendeurs dans un sentiment de sécurité tel qu'ils sont capables d'appréhender la demande telle qu'elle est réellement et la traiter avec le coefficient d'allocation adéquat.

Cependant, il existe encore un irréductible besoin de porter un jugement humain et professionnel parmi les professionnels expérimentés des syndicats à chaque étape du processus (la hiérarchisation et le

ciblage des investisseurs, l'analyse des demandes, l'évaluation de la qualité, la détermination des meilleures allocations etc.). Seuls les individus rompus au processus et familiarisés avec une large palette d'investisseurs institutionnels et les caractéristiques de leurs comportements seront capables de juger la situation actuelle, d'estimer et d'analyser attentivement la demande réelle.

Une caractéristique intéressante de l'activité qui consiste à émettre de nouvelles actions est la façon dont la concurrence, sévère pour l'obtention des mandats, joue sur les conceptions et les préjugés des émetteurs, les renforçant davantage, avec parfois de curieux résultats. Dans cette atmosphère de « course aux armements », les banques rivalisent pour fournir le moindre service possible et imaginable : des gadgets, des innovations et des analyses éblouissantes dont la valeur est en fait souvent trompeuse. Il s'agit aussi des présentations aux investisseurs organisées là où la banque d'investissement sait que l'assiduité des vrais décideurs en matière d'investissement sera très faible. Des institutions demandent également aux co-managers des rapports de pré-marketing sur des titres bien connus, largement échangés et très liquides. Il arrive ainsi que, durant la transaction, on transmette en temps réel aux émetteurs tout un ensemble de données inutiles destinées à impressionner, là où un bulletin, disons quotidien, suffirait.

Il est important de noter l'aspect dynamique et non statique de cet environnement. L'investisseur, stable l'an passé et qui présentait des objectifs de long terme, peut se trouver racheté par une autre banque disposant d'une base individuelle importante et/ou d'une capacité de courtage. Soudain, un nom reconnu respectable peut alors être vu comme instable et incarnant une demande individuelle manquant de transparence.

Les efforts croissants en faveur de critères et de règles objectifs dans le processus de nouvelles émissions peuvent eux-mêmes donner lieu à des tactiques, des jeux et des abus qui agissent sur ces mêmes règles. Pour l'illustrer, un exemple facile à vérifier serait celui d'un investisseur de mauvaise qualité à tendance spéculative donnant un ordre le premier jour de l'offre après avoir entendu que la priorité accordée aux premiers ordres reçus faisait partie des critères d'allocation rendus publics par le chef de file alors que des institutions sérieuses, rigoureuses, orientées vers la recherche attendent les derniers moments dans le processus d'offre avant de donner un ordre. Dans ce dernier cas, bien sûr, il pourrait s'agir du désir de voir de quelle manière la négociation est accueillie (ce que l'on appelle « se laisser porter par la vague ») mais, le plus souvent, c'est pour laisser aux analystes des institutions le temps de conduire leur étude, d'organiser une réunion en tête-à-tête avec la société afin de mettre en place un démarchage général et/ou pour rassembler un comité périodique d'investissement.

Il est également intéressant de considérer la précision avec laquelle les investisseurs jugent le courtier et avec laquelle le courtier apprécie la démarche de l'investisseur. Dans le cadre d'une attribution, ceci implique des commissions élevées de la part des institutions de qualité comme des noms plus modestes qui font pression sur le courtier en vue d'une meilleure attribution sur le marché primaire. D'un autre point de vue, avec une gestion des comptes clients plus sophistiquée (évaluation et surveillance des coûts relatifs aux services offerts par les investisseurs institutionnels, en opposition aux revenus qui en découlent), les courtiers essaient d'obtenir un droit de citer sur le marché primaire : les petits clients sur le marché secondaire ne recevront aucune attribution sur le marché primaire. En guise d'illustration, il suffit de se référer à la déclaration récente d'un courtier américain de taille moyenne : seuls les clients sur le marché secondaire recevront une attribution sur le marché primaire. Les temps sont loin où les attributions étaient des processus intuitifs conduits par le chef de file d'un syndicat. Non seulement les émetteurs/vendeurs exercent davantage d'influence (via le mécanisme de « qualité » et des critères objectifs d'allocation) mais la tendance est à un secteur plus intégré où les banques ont des objectifs d'activité globale incluant notamment des objectifs relatifs au marché secondaire.

La technologie

La technologie est de plus en plus utilisée pour gérer la masse de données concernant les clients et les ordres individuels, et, ce qui est important pour les banques d'investissement, pour présenter les résultats de façon impressionnante.

L'automatisation accrue de la tenue des livres d'ordres :

- L'entrée directe et la transmission des données entre les ordinateurs des banques du syndicat (il est bien sûr probable que cela soit étendu aux investisseurs institutionnels et même aux émetteurs en temps utile).
- L'élimination, dans un nombre croissant d'étapes du processus, du support papier, du fax, de la ressaisie et de l'erreur humaine.
- Une plus grande capacité à collecter, trier et analyser de grandes quantités de données.
- Une puissance analytique et de calcul plus importante permettant par exemple la simulation des attributions à partir d'hypothèses différentes, les analyses de sensibilité sur différentes permutations de coefficients de critères d'allocations, nombres de parts, minima et maxima, et autres.

Exemples :

- Formulaire de réaction.

- Analyse des réactions/réunions préliminaires.
- Saisie des ordres.
- Résumés des ordres et reconfirmation entre chaque membre du syndicat.
- Résumés quotidiens (ou sur une autre périodicité) des comptes, analyses, graphiques, etc.
- Simulation de scénario d'allocation.
- Calculs des revenus excédents (par exemple quand il y a un seuil de gain pour le manager chef de file) et de leur répartition.
- Compilation et calcul des montants des commissions de vente dans un « pot ».
- Listes des attributions définitives préparées et envoyées aux différentes parties.
- Rapprochement des livres d'ordres.

De quelle autre manière la technologie peut-elle affecter le nouveau processus d'émission ?

- Quelques-unes des implications les plus évidentes sont :
- La distribution de la recherche par Internet.
 - L'utilisation de vidéoconférences pour les présentations aux investisseurs dans les villes que l'entreprise ne démarque pas.
 - L'utilisation de vidéoconférences dans d'autres contextes : briefing des forces de ventes par la société, réunion interne des banques garantes, réunion d'animation, réunion sur les prix et les attributions, etc.
 - Communication directe aux investisseurs de transparents de présentation et de commentaires de la société, avec un questionnaire interactif.
 - Outils informatiques utilisés par la force de vente pour les données clients, le « profilage » des clients, l'analyse de portefeuille, la connexion et la transmission d'ordre.
 - Les prospectus de l'offre peuvent être désormais scannés et rendus disponibles sur Internet.
 - Des nouveaux logiciels qui seront édités prochainement pourront être utilisés sur les réseaux intranet des banques pour permettre aux vendeurs dans le monde entier d'envoyer des ordres électroniquement à l'équipe du syndicat qui peut les passer en revue, et, simplement en pressant sur un bouton, les rentrer dans le livre d'ordres.

81

LE FUTUR

Quels sont les tendances pour le futur ?

Les investisseurs institutionnels deviennent plus puissants grâce à :

- La consolidation des activités de gestion de fonds.
- La croissance des actifs gérés.
- Une expertise plus importante.

- Des contacts directs plus nombreux avec la société.
- La recherche interne.
- Une portée globale.
- La « surcourtisation » des institutions par les courtiers.

Cela leur donne la possibilité d'influencer, certainement de manière plus marginale, le prix, le timing, les attributions...

Les prospectus, la recherche et le pré-marketing seront disponibles sur Internet. Un nouveau marché d'émission sans support papier est peut être en train d'émerger.

La combinaison d'un plus grand pouvoir des institutions et des contacts directs avec l'entreprise, une plus grande sophistication quant aux relations avec les investisseurs, la disponibilité et l'usage intensif de la technologie peuvent entraîner une désintermédiation croissante des banques d'investissement et des brokers.

En juin 1996, Cairn Energy a organisé une émission de droits de souscriptions d'un montant de £50 millions, sans décote par rapport au prix de marché, souscrite intégralement par Mercury Asset Management, un des actionnaires principaux de Cairn.

En mars 1998, Eridania Béghin-Say a placé elle-même 17% de la société espagnole Koipe (sur les 75% qu'elle détenait) avec 6 caisses d'épargne espagnoles. Ceci sera suivi d'un placement de manière traditionnelle de 8% supplémentaire, par l'intermédiaire des banques.

En avril 1998, Monument Oil & Gas (Royaume Uni) a lancé une émission de £96 millions, souscrite entièrement par les actionnaires existants. Cependant, bien que la société se soit chargée de la souscription traditionnelle et du courtage, elle a quand même fait appel aux conseils d'une banque d'investissement.

Une combinaison de facteurs - mais surtout une concurrence sévère entre de trop nombreuses banques d'investissement ajoutée aux coûts fixes engendrés par les grands réseaux de courtage/recherche/distribution nécessaires pour traiter sur le marché primaire et être compétitif sur le marché secondaire, ont conduit les commissions à la baisse. Cette tendance montre peu de signes de ralentissement et si la désintermédiation devait se répandre, la pression à la baisse des commissions pourraient s'intensifier.

Des commissions plus faibles amèneront les banques d'investissement à rationaliser tout le processus d'émission nouvelle (ce qui pourrait accélérer la tendance) :

- le pré-marketing de masse à grande échelle va se raréfier, réduit aux opérations les plus importantes et aux privatisations d'envergure orientées pour une part importante vers le public des petits porteurs.
- la constitution accélérée de livres d'ordres, et un usage plus fréquent de la « vente par bloc ».

- Les présentations aux investisseurs se limiteront à des rencontres en tête-à-tête, combinées à une diffusion de transparents via Internet et à des échanges interactifs, plutôt que par du démarchage à grande échelle, qui est de plus en plus impopulaire et inutile.

- Les banques feront peu (ou pas) d'effort pour se battre excepté pour le rôle de chef de file.

- Des syndicats toujours plus réduits pour obtenir la motivation nécessaire. Quand il y aura quand même des co-managers, leur rôle sera de plus en plus passif, similaire à celui des garants sur le marché domestique américain.

- Une compétition exacerbée pour tenir le rôle de leader et une valeur des « prix de consolation » perçue de plus en plus faible.

- La banque chef de file ayant plus de responsabilité, une plus grande attention sera portée à la contribution réelle des banques chefs de file aux émissions nouvelles.

Il est très probable que les années à venir verront une augmentation importante de l'Europe continentale en tant que foyer de placement, rivalisant avec les Etats-Unis comme source de capital. Ceci est dû au nombre de facteurs très complexes et irréversibles qui engendrent cette tendance.

- Une plus grande institutionnalisation de l'épargne

- La création de système de fonds de pensions, et d'autres schémas d'épargne retraite.

- L'adoption de plus en plus répandue des techniques anglo-saxonnes de gestion de fonds, de l'évaluation des performances, etc.

- La maturité des marchés « actions ».

- Une part croissante du PIB côté en bourse, principalement du fait de nouvelles émissions.

- De meilleures plates-formes de tradings : un système dirigé par les ordres offrant des marges faibles, de la liquidité et un système technologique avancé.

- Une protection plus forte des actionnaires minoritaires, et la réglementation des délits d'initiés.

- Une plus grande prise de conscience de l'exigence des actionnaires, et un bon « gouvernement » d'entreprise.

- Le développement du « culte de l'action » parmi le grand public : on épargnera moins systématiquement sous forme de liquidités ou d'obligations d'état.

- Les effets de l'UEM dans la création d'un marché plus large et plus unifié (voir plus bas).

- Le nombre croissant des restructurations et de fusions à travers l'Europe.

- Une reconnaissance mutuelle des particularités des marchés européens.

Les effets de l'UEM et l'adoption de l'euro méritent une mention particulière :

- La disparition progressive, pour les institutions de la zone euro, de la distinction entre le portefeuille de titres nationaux et européens.
- Un flux d'investissements à l'étranger plus important.
- Une importance croissante de l'analyse par secteurs.
- La convergence des facteurs d'actualisation et des primes de risque.

Il découle de tout ceci que la taille et la transparence (la qualité institutionnelle) des flux du marché secondaire, ainsi que la demande pour les émissions nouvelles émanant de l'Europe continentale augmenteront considérablement.

De plus, ceci se produira à un moment où certains des mythes et des préjugés des émetteurs à propos du marché américain, et de son accès, s'avèreront infondés. Le nombre de petits investisseurs américains n'est pas un facteur décisif et n'est en fait presque jamais significatif pour la détermination d'une large offre internationale. Ce sont surtout les institutions américaines, plus grandes et plus internationalisées, qui sont déterminantes dans le succès d'un placement américain bien que, la plupart du temps, ceci ne soit pas décisif dans le succès global de l'offre. Ces institutions sont très bien couvertes pour les actions non américaines par les banques non américaines.

Cette implication régulière dans de nouvelles émissions par un nombre relativement faible d'institutions américaines bien couvertes, combinée à une réglementation plus flexible et plus légère, au phénomène de globalisation de la tenue des livres d'ordres, à la convergence des pratiques de ventes et à l'application de la technologie diminuera progressivement la spécificité apparente du marché américain et justifiera de moins en moins le fait que le marché américain soit traité par une tranche séparée dans la plupart des offres. La base d'investisseurs américains prendra sa place parmi d'autres composantes importantes et accéder à cette base lors de nouvelles émissions ne sera pas plus dur que d'accéder à la demande britannique, japonaise ou à celle de l'Europe continentale.

De plus en plus, la légende qui entoure le rôle des banques chef de file dans les nouvelles émissions est remise en question. La raison en est que la plupart de leurs rôles se sont automatisés (par exemple la prise d'ordre ou les attributions), organisés selon des principes immuables (par exemple pour la distribution de recherche) ou se sont révélés faibles en valeur

ajoutée (par exemple la liaison avec les autorités de marché -ce que les avocats peuvent faire-, la logistique liée à l'organisation des présentations aux investisseurs, etc.).

Cependant, il est peu probable que cela entraîne une désintermédiation mais plutôt une définition plus fine du rôle de l'intermédiation. Ce rôle et cet apport consisteront entre autres à :

- Privilégier la connaissance des besoins des investisseurs, de leurs préférences et de leur comportement plutôt que la seule prise en compte des bases de données. Il en découle la vraie capacité à cibler les investisseurs les plus adéquats et à les allouer correctement.

- Avoir un levier sur les investisseurs (ainsi que sur la connaissance à laquelle on vient de faire référence) en offrant un bon service de courtage.

- Être capable de placer les sociétés dans la meilleure position vis-à-vis des investisseurs.

- Être le meilleur avocat d'un émetteur envers les investisseurs au moment de la nouvelle émission et par la suite.

- donner le meilleur conseil aux émetteurs et aux vendeurs sur les conditions de marché, la faisabilité, le montant, le timing et l'organisation de l'opération, des tranches et du ciblage des investisseurs, sur la manière de maximiser l'efficacité du temps passé dans les présentations aux investisseurs, et sur tous les autres aspects d'une approche efficace et fructueuse du marché.

- lire et gérer l'après émission, ce qui comprend :

- L'évaluation des effets de la fixation des prix, des conditions de marché et des attributions.

- le rassemblement, quand cela a un intérêt, des ordres de marché.

- la mise en place de politiques de stabilisation correctes.

- l'utilisation de capital, quand cela est approprié.

- L'utilisation de capital pour certains types de transactions : l'engagement en capital pourrait devenir de plus en plus important pour certains types d'opérations hors émissions nouvelles, alors que certaines actions deviennent « marchandisées » et que le prix (à la fois le niveau et le caractère certain du prix) vont devenir les facteurs déterminants.

Ce que nous constatons en ce moment, c'est que la mystique scientifique entourant le processus d'une nouvelle émission est désormais considérée comme de la pseudo science, et disparaît progressivement.

Ceci met bien en lumière le rôle essentiel et réel d'intermédiation joué par les banques chef de file, et souligne qu'il s'agit d'un art qui peut seulement être pratiqué par des organisations ayant une longue expérience des marchés et un contact quotidien avec les besoins des acheteurs finaux.