

LE MARCHÉ PRIMAIRE : EXISTE-T-IL UNE TAILLE CRITIQUE ?

MICHEL JACOB*

La prise ferme et le placement figurent parmi la liste limitative des services d'investissement définie par la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

Au niveau de la loi bancaire de 1984, même s'ils ne pas considérés comme des opérations de banque en tant que telles, le placement, la souscription, l'achat et la vente de valeurs mobilières sont présentés comme des opérations connexes à l'activité principale des établissements de crédit. En référence à ces textes, il est clair que les statuts de tout établissement bancaire mentionnent classiquement les activités de placement, d'octroi de garanties, et de fournitures de conseils et d'ingénierie financière.

Or, dans la réalité, on constate que la liste des acteurs bancaires réellement et significativement présents sur le marché primaire est bien plus réduite que, par exemple, la liste des établissements de crédit publiée annuellement au Journal Officiel. Ce simple constat peut laisser supposer qu'il existe des barrières à l'entrée ou du moins une taille critique, au delà de l'orientation ou des priorités que chacun des intervenants doit nécessairement arrêter.

87

LES EXIGENCES

Même si le marché primaire recouvre dans la pratique des réalités différentes, avec d'un côté les introductions en bourse et de l'autre les opérations d'appel au marché pour des sociétés déjà cotées, toute ambition de demeurer ou de devenir un acteur significatif et crédible sur ce marché passe par la réalisation de certaines conditions.

Une capacité à garantir

La faculté de donner sa garantie est directement subordonnée à la taille de bilan du prestataire de services d'investissement, qu'il appartienne à la catégorie des établissements de crédit ou à celle des entreprises d'investissement.

* Directeur Général de la Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque.

Les règles prudentielles imposées par la réglementation bancaire et notamment par le Comité de la Réglementation bancaire et financière ainsi que la simple sagesse et prudence du banquier limitent les ambitions à cet égard et par suite, les excès éventuels.

D'aucuns pourraient relever à juste titre que certains acteurs du marché primaire ne présentent pas une taille de bilan considérable. On notera toutefois, pour donner un exemple, que, à quelques exceptions notables près, les sociétés de bourse présentes sur ce marché ont pour actionnaire majoritaire ou significatif un puissant établissement de crédit. De même, certains acteurs ont choisi de s'adosser ou de conclure des partenariats (ex : RCB / ABN AMRO).

D'autres pourraient mettre en exergue le fait que la technique du pré-placement permet de réduire, dans la réalité, le risque effectif. Ceci dit, théoriquement et juridiquement, le garant demeure en risque.

Une capacité d'analyse et de recherche

88

La force de recherche influe directement sur l'obtention des missions, la capacité à monter l'opération financière puis à assurer la distribution des titres. Elle suppose le recrutement de professionnels spécialisés, ce qui n'est pas forcément évident pour les plus petits intervenants. En effet, cela nécessite un courant d'affaires suffisant et une capacité à attirer les meilleurs analystes, même si ce marché semble plus fluide que par le passé. En outre, la recherche doit être désormais paneuropéenne et si possible américaine.

La réponse pourrait se trouver dans une spécialisation poussée de certains établissements sur des secteurs limités. Mais jusqu'à présent, contrairement à ce qui se passe dans les pays anglo-saxons, on ne voit pas émerger en France des intervenants de taille modeste, délibérément spécialisés et consacrant la quasi-totalité de leurs efforts de recherche sur certains secteurs d'activités à forte croissance et à dominante technologique. Il est vrai qu'aux USA, la croissance plus concentrée sur certains secteurs et la taille du marché permettent à ces acteurs d'avoir une approche très ciblée, cette stratégie étant plus difficile à adopter sur un marché domestique européen.

Une capacité à distribuer les titres

La distribution des titres constitue la troisième phase, après celles de l'origination et de l'exécution. Située en aval, elle constitue l'aboutissement de l'opération financière, après les travaux de conseil, de *due diligence* financière, de relations avec les autorités de surveillance et de rédaction de la documentation. Autant les placements privés peuvent être envisagés par un nombre plus important d'acteurs, autant les

opérations avec appel public à l'épargne requièrent, en tout cas pour les plus importantes en montant, une réelle capacité de distribution, et pas seulement sur le marché domestique.

Sur ce point, force est de constater que cette capacité à distribuer les titres constitue la plus sérieuse barrière à l'entrée sur le marché primaire, à l'exception sans doute des introductions en bourse pour lesquelles le placement est moins sensible. On peut redouter qu'elle ne devienne de plus en plus importante du fait de l'interdépendance des marchés, de la très grande diversité des investisseurs (notamment au plan géographique) et de l'extrême fluidité de la circulation des capitaux.

De fait, la capacité de distribution et de placement est directement fonction de la connaissance des investisseurs, de la typologie de la clientèle et de la qualité de la recherche du ou des établissements concernés. Ces dernières conditionnent la crédibilité et par conséquent, le succès des contacts.

Ainsi, des établissements comme La Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque, ont pu par exemple, dans les opérations de privatisation, avoir un rôle très actif sur les tranches « institutionnels » mais, du fait de l'absence de réseau et de la typologie de la clientèle (gestion patrimoniale sous mandat), se trouver moins actifs sur les tranches « particuliers ».

89

Au-delà de ces aspects structurants, le choix d'un prestataire dépend de multiples autres facteurs, souvent plus subjectifs :

- l'intimité de la relation avec l'émetteur : des relations de confiance et de très grande proximité, inscrites par ailleurs dans la durée, peuvent parfois suffire à emporter la décision. Toutefois, il est clair que pour les très grandes opérations, les établissements ayant une très forte capacité de placement bénéficient d'un avantage concurrentiel déterminant, l'aspect relationnel n'intervenant que plus marginalement, notamment au niveau du rang dans la syndication.

- la réticence de certains émetteurs, essentiellement des groupes très peu internationaux, à confier un mandat à une banque étrangère, souvent considérée comme moins proche culturellement et surdimensionnée. En particulier, on constate souvent que certains dirigeants de sociétés se montrent très réticents à l'idée d'un placement tourné vers les investisseurs étrangers.

- l'ingénierie et la capacité à innover, notamment dans le domaine des produits hybrides. Toutefois, la diffusion quasi instantanée du savoir-faire en ce domaine oblige à entretenir constamment cette capacité à innover.

- les conditions tarifaires : certains acteurs peuvent être amenés à conduire, de manière souvent conjoncturelle, une politique tarifaire particulièrement agressive.

- la surenchère de certains intervenants auprès des clients, souvent démagogique ou à courte vue : la sur-évaluation d'une société émettrice ainsi que les déclarations en matière de « capacité à vendre » à un certain niveau de prix peuvent, dans certains cas, permettre à certains concurrents d'emporter un appel d'offres.

Mais dans la pratique, ces différents facteurs jouent à vrai dire surtout pour les opérations les moins importantes.

D'une manière générale, l'ensemble des contraintes énoncées précédemment sont très fortement interdépendantes, et le métier nécessite en fait une convergence de moyens. Aussi, dans la pratique, la solution est le plus souvent globale.

LA RENTABILITE DE L'ACTIVITE

A l'évidence, un acteur ne peut être durablement et significativement présent sur le marché primaire que si cette activité s'avère rentable.

Or, pour qu'il soit crédible, d'importants moyens doivent être engagés :

- moyens humains : l'origination, l'exécution et la distribution sont des métiers en tant que tels, qui exigent compétence technique et spécialisation. La mise sur pieds de véritables équipes dédiées est la meilleure solution ; on comprend aisément que les établissements les plus modestes puissent plus difficilement dégager de telles ressources humaines. De manière liée, à l'instar d'une taille critique, on peut parler de « capacité technique critique », la compétence s'entretenant par le courant d'affaires.

- investissements en recherche : une véritable force de recherche et d'analyse est la meilleure garantie pour l'origination, la *due diligence* et la distribution de titres. Cela suppose de coûteux investissements en bases d'information, documentaires et moyens humains associés, lesquels sont forcément des professionnels spécialisés (sectoriels ou géographiques). Ainsi n'est-il pas étonnant de constater que les acteurs les plus importants sur le marché primaire disposent dans leur groupe d'une société de bourse.

Certes, certaines nuances méritent d'être apportées : des synergies peuvent exister avec d'autres métiers (M&A, capital-développement ou gestion patrimoniale par exemple) ; de même, les efforts de recherche et les moyens peuvent être ciblés sur des secteurs d'activité bien précis ou sur certaines entreprises bien déterminées, présélectionnées ou pour lesquelles l'effort d'investissement initial (en termes de connaissance et d'intimité) a déjà été opéré.

Mais dans le cadre d'une stratégie ambitieuse et globale, les moyens requis génèrent des charges fixes considérables, qu'il importe d'être en mesure de couvrir.

Or, le marché est très concurrentiel (les acteurs étrangers étant de plus en plus présents sur le marché domestique) et les marges réduites, du moins pour certains types d'opérations comme les introductions en bourse (notamment celles au second marché et dans une moindre mesure celles au Nouveau Marché), ainsi que pour les niveaux les plus bas du barème.

En effet, les chances optimales de couvrir ces coûts dépendent directement d'une part, de l'importance de l'opération (de telle sorte que le seuil plancher semble se situer au niveau des opérations de 100 MF de taille), et d'autre part, du rang et du rôle que l'on obtient au niveau de la syndication. Naturellement, les rôles de coordinateur global et *book runner* ou *keeper* ainsi que de *lead manager* ou de *joint lead* sont particulièrement prisés et recherchés. La rémunération sera bien moins intéressante au fur et à mesure que l'on descend dans le barème (*co-lead manager* ou *co-manager*...).

LE PAYSAGE ACTUEL : QUELLE PLACE POUR LES MOINS GRANDS ?

La traduction des exigences susmentionnées se retrouve dans les différents classements et palmarès publiés sur le marché primaire, tant en ce qui concerne la notoriété des établissements que le montant des opérations réalisées.

Ainsi, le palmarès des chefs de filat pour l'exercice 1997 en ce qui concerne les augmentations de capital fait ressortir une très nette domination des grandes entités (Société Générale, Paribas, Goldman Sachs, SBC-Warburg, BNP, Merrill Lynch).

En ce qui concerne les émissions obligataires en eurofranc, les premiers sur le marché français sont CDC Marchés, Société Générale, BNP, Paribas, JP Morgan, CCF et Merrill Lynch. Pour les émissions obligataires en francs, le classement des banques chefs de file donne pour 1997 : Société Générale, Crédit Agricole Indosuez, BNP, Paribas, CDC Marchés, Crédit Lyonnais.

Le marché est relativement stable et les petites entités apparaissent au mieux dans le second cercle.

Les grandes institutions occupent également sans exception les meilleurs rangs, pour les privatisations et les opérations de reclassement.

Seul le marché des introductions sur des marchés réglementés fait apparaître une plus grande diversité et hétérogénéité : les banques à faible réseau, les banques régionales ainsi que les sociétés de bourse y sont particulièrement bien représentées.

Hormis ce marché un peu particulier, les exceptions sont plus rares. Cette situation de domination des plus grands établissements a pu

conduire certains établissements à s'adosser ou à conclure des partenariats (par exemple : ABN AMRO/RCB).

D'autres, comme Lazard, dont la capacité de distribution demeure relativement limitée, peuvent pour le moment maintenir des positions privilégiées du fait de leur extrême notoriété et de l'intimité de leurs relations avec de grands émetteurs.

Faut-il pour autant que les établissements à taille de bilan et à capacité de placement et de garantie réduites abandonnent complètement le marché primaire ? Certes non ; tout établissement bancaire doit pouvoir offrir l'ensemble des prestations de service, même si cela ne correspond pas pour lui à un axe stratégique majeur.

Pour ce faire, il doit à la fois avoir une bonne conscience des réalités du marché, et définir un positionnement adapté à son profil.

En effet, il doit prendre en compte une indéniable inertie du marché, sensible à différents niveaux :

- celui du client, notamment les plus grandes entreprises, le décideur ne voulant pas courir le moindre risque, cette précaution se justifiant déjà souvent en interne (crédibilité - *track record*) ;
- celui des investisseurs : la problématique se posant également en termes de crédibilité, souvent liée à la capacité de recherche, des établissements assurant la « paternité » de l'opération.

A partir de là, il convient d'afficher des ambitions raisonnables reposant sur un nombre limité d'axes :

- pénétration du marché des introductions, beaucoup moins cloisonné et en très forte croissance (les mesures DSK devant d'ailleurs fortement y contribuer), même si les grandes banques françaises à réseau vont également s'y intéresser. A cet égard, il convient de souligner que cette approche par le biais des introductions en bourse, offre l'opportunité de nouer des relations durables avec un émetteur dont on guide ainsi les premiers pas sur le marché, et qu'il s'agit là d'un moyen privilégié de se positionner pour les futurs appels au marché. C'est à l'évidence le point d'entrée sur le marché primaire le plus accessible pour les établissements de taille intermédiaire.
- pour les opérations les plus importantes, viser la place de *co-lead manager* et pour les opérations de taille moyenne, celle de *lead* ou *co-lead manager* ;
- maintien d'un niveau de créativité et d'innovation ;
- effort commercial auprès des plus petites entreprises (moins d'un milliard de chiffre d'affaires), celles-ci se montrant généralement davantage tentées par des banquiers plus à leur taille, apparemment plus accessibles et dont les prétentions en matière de rémunération peuvent être moins élevées. En outre, le besoin d'amortir le coût de leurs équipes

amènent de plus en plus les plus grands établissements à se concentrer davantage sur les opérations ou les cibles les plus importantes et à moins démarcher les plus petites entreprises.

- adoption éventuelle d'une stratégie de niches, avec des compétences sectorielles clairement affichées et entretenues ;
- et enfin, conclusion d'alliances ou de partenariats, dans le cadre d'une complémentarité.

Mais il est clair que la tâche y est plus malaisée que pour d'autres activités bancaires, comme l'activité de conseil en M&A où des stratégies de niches peuvent se concevoir et connaître un succès relativement rapide.

Aussi, *a priori* le marché primaire ne devrait pas réserver dans le futur de surprise et de *success stories* inattendues.