

LA PLACE DE LA FRANCE SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE DES ACTIONS

JACQUES MAYOUX*

PARIS EST UN MARCHÉ ATTRACTIF

Pour les banques internationales, essentiellement « anglo-saxonnes » (quoique, à de rares exceptions, les *merchant banks* anglaises soient désormais en mains continentales) l'attrait du marché français des actions est, à l'évidence, puissant.

Nous ne pouvons qu'évaluer grossièrement leur part dans les placements primaires. Pour 1997, trois des dix principaux chefs de filat reviennent à ces institutions. Sur le marché bien distinct mais voisin des fusions et acquisitions, les banques internationales se sont, en 1997, assuré 12 des 20 premières transactions, et en valeur, environ 51 % de cet échantillon. Nous savons qu'environ 35 % de la capitalisation boursière parisienne est en portefeuilles étrangers, et que cette proportion est substantiellement plus élevée pour les valeurs du CAC 40 (ce qui s'explique en partie par des motifs techniques). On ne saurait pourtant en créditer uniquement l'effort de placement des banques internationales, les banques françaises y ont largement leur place.

123

C'est un motif de satisfaction pour les émetteurs et la place de Paris, encore que ce soit avant tout un témoignage de l'internationalisation des portefeuilles dont toutes les places européennes sont bénéficiaires, et non un choix particulier en faveur du marché hexagonal.

Vue d'un point de vue mondial, la place de Paris est incontournable mais elle ne constitue qu'un marché du second rang. La capitalisation boursière française n'est que le tiers de la britannique et seulement 15 % de l'américaine. Notre économie est encore peu centrée sur son marché financier : la capitalisation boursière ne représente qu'environ 40 % du PNB. C'est d'ailleurs un trait caractéristique, variable d'un pays à l'autre, des grands marchés continentaux sauf peut-être le néerlandais. C'est à partir de ces ordres de grandeur que les gestionnaires internationaux pondèrent, en plus ou moins, leurs investissements. Ils sont donc aussi présents à Francfort, à Milan ou à Madrid, des marchés qui, soit dit en passant, s'élargissent au rythme des privatisations et des concentrations, plus rapidement que le nôtre.

* Président d'honneur de la Société Générale, Vice-Chairman Goldman Sachs.

Il reste que l'attrait des firmes françaises n'est pas moindre que celui de leurs concurrentes européennes. De surcroît, en France, comme d'ailleurs sur le Continent à l'exception des Pays-Bas, la tradition, la réglementation ou la fiscalité privilégient les placements bancaires ou obligataires et surtout les fonds de pension investis en valeurs cotées ne jouent pratiquement aucun rôle : cela ne pouvait qu'encourager les banques internationales à conduire sur les marchés continentaux les grands investisseurs de New-York, Boston, Londres ou Edimbourg chez lesquels elles sont particulièrement introduites et actives.

Cette situation va-t-elle perdurer ?

L'Union Monétaire conduira à l'unification du marché de la dette, et la dette « corporate », du fait d'une désintermédiation active, va s'accroître massivement - qu'en sera-t-il pour les actions ? L'appel des émetteurs européens va dans le même temps s'intensifier, fruit des privatisations qui continuent dans toute l'Europe, notamment du Sud, et d'une concentration activée des entreprises. Il est peu probable que l'offre européenne de capitaux progresse aussi vite que la demande. Les banques et les actionnariats internationaux ne vont-ils pas de ce fait amplifier leur position et leur rôle ? A la limite, ne risque-t-on pas une délocalisation du marché des émissions primaires au profit d'un seul grand centre financier - Londres ? - où les investisseurs les plus puissants et les banques d'investissements sont en fait concentrés ?

124

Il faut marquer que la concentration dans un même lieu de grands émetteurs, c'est-à-dire du siège de grandes sociétés, ne génère pas en elle-même un marché primaire. Celui-ci n'existe que dans la mesure où un appareil financier, le marché secondaire, garantit une large liquidité. Et cela suppose à son tour des acteurs à la fois puissants, actifs et suffisamment nombreux : institutionnels et gestionnaires d'actifs d'une part, et d'autre part intermédiaires - banques, institutions financières, *security houses* - bien dotés en recherche boursière et en forces de vente internationales. Le marché ne se fixe que s'il y a compétence et liquidité. La corbeille n'était qu'un rouage, un symbole. La dématérialisation des transactions n'effacera pas la nécessité pour former un marché de disposer de professionnels, d'organisations, en fin de compte de rencontres propices à l'échange, à la formation des opinions, à la circulation des hommes, etc...

Pour maintenir ou accroître l'influence du marché de Paris, il faut être attentif :

- A accroître la cote et sa liquidité. Il faut que les sièges centraux de grandes entreprises européennes y demeurent ou choisissent de s'y installer. Les « champions » français doivent pouvoir passer à la vitesse supérieure, en nombre suffisant, pour ne pas perdre leur autonomie et

animer de part le monde de grands ensembles. Il faut aussi que le marché devienne le centre financier de l'économie. Or, un immense secteur n'est pas coté ou n'a pas vocation à l'être : entreprises nationalisées, grands services publics, organisations mutualistes ou de main morte (caisses d'épargne). Ces structures ne seront pas, à la longue, favorables à l'acquisition de positions mondiales : on ne peut acquérir toujours en espèces... Mais elles tendent aussi à confiner le marché de Paris à une fraction de l'économie française. C'est stratégiquement regrettable.

- Il faut aussi être attentif à la concentration bancaire française autour des banques qui ont une stature et une stratégie européennes voire mondiales et qui ont ou organisent des facultés d'investment banking. De même l'actionnariat français doit être activement développé. Dans ces deux domaines il y a beaucoup à faire et nos progrès, compte tenu de l'évolution rapide de l'Europe, sont beaucoup trop lents.

L'attraction du marché de Paris ne dépendra pas donc seulement des conditions techniques, qui ont leur importance, mais aussi et avant tout, de la puissance et du dynamisme des entreprises basées en France et de leur orientation décidée vers le marché financier. La stabilité de l'actionnariat de nos grandes firmes en dépend, car l'actionnariat national est toujours plus fidèle et plus motivé. L'emploi en dépend également : des dizaines de milliers de jobs se nourrissent de l'activité boursière directement ou non. Sans penser qu'on puisse atteindre un tel niveau, il convient de relever que la Cité de Londres assurerait 15 à 20 % du PNB britannique... C'est dire toute l'importance des services financiers internationaux.

125

*LES GRANDES BANQUES D'ORIGINE ANGLO-SAXONNE
SONT ESSENTIELLEMENT BASÉES À LONDRES
ET LE DEMEURERONT :
C'EST LE PREMIER MARCHÉ D'EUROPE.*

Certes, les marchés continentaux pris ensemble pourront en dépasser la capitalisation boursière, mais il est peu probable que l'un d'eux y parvienne à soi seul rapidement. De surcroît, aux avantages d'être déjà installé, de jouir d'une tradition financière séculaire, de la communauté linguistique, d'une grande analogie dans l'organisation et les pratiques bancaires, ou dans la législation et les procédures, s'ajoute maintenant au bénéfice de Londres l'effet d'unification du marché financier européen.

Dans la mesure, relative, où elle s'imposait, l'approche par état du marché n'est plus nécessaire ou prioritaire. Le marché européen de la dette, on l'a vu, ne sera plus dominé par des considérations de change ou de taux d'intérêt propres à chaque marché national, mais de crédit des émetteurs, indépendamment de leur localisation. De même, la valeur

d'une émission d'actions et de la qualité de l'émetteur seront appréciés au regard d'un marché financier unifié, et en se fondant sur une recherche boursière qui privilégie désormais une approche sectorielle des entreprises du Continent, comme c'est le cas aux États-Unis, accroissant ainsi spécialisation et compétence.

L'élaboration de produits financiers complexes ou de montage est depuis longtemps internationale. Elle utilise souvent des véhicules qui sont étrangers à la nationalité de l'émetteur (par exemple l'émission de *preferred shares* par des filiales américaines de banques françaises). Cette créativité suppose la connaissance comparée des systèmes juridiques et fiscaux, la capacité de négocier avec des autorités nombreuses et diverses.

Tout cela ne peut être fait dans la dispersion : les métiers ont intérêt à se trouver proches les uns des autres, à se spécialiser autant que possible, et à constituer des *task forces* à géométrie variable pour répondre aux besoins des clients. Une large décentralisation des grandes banques internationales sur les différents marchés d'Europe ne serait pas efficace. Il en sera de même pour les grandes banques continentales. Elles feront le même constat.

Mais cela ne veut pas dire que les unes et les autres doivent être absentes des marchés autres que celui de leur établissement principal. Chacun devra disposer d'antennes, de délégations, de filiales plus ou moins importantes pour être en mesure d'être au contact constant et opérationnel tant des clients émetteurs que des investisseurs pour les servir mieux et mobiliser sur place le bouquet d'expertise et de connaissances tiré du pool central de spécialistes, nécessaire à chaque transaction.

Tout donne à penser que les banques internationales, sur les marchés continentaux, et notamment sur le marché primaire français, seront influentes et actives. On ne peut exclure l'accroissement de leur part de marché, encore que la concurrence des banques continentales soit croissante. Mais si elles participent à la vie des grands marchés nationaux du Continent, les banques internationales ne sauraient en être les premiers promoteurs. Ce ne peut être que l'œuvre des émetteurs, investisseurs et banquiers « locaux ». Si par elles-mêmes ces places ne se délocalisent pas, il se pourrait que la « matière première » se délocalise et tende à se concentrer progressivement sur un grand marché européen, Londres par tradition, ou bien Francfort au cœur de la plus puissante des économies européennes qui, de surcroît, se centre très délibérément sur le marché financier.

Il dépend des pouvoirs publics, grandes firmes et équipes bancaires et des institutions financières françaises, y compris celles des grandes banques internationales actives à Paris, que les choses se passent autrement.