



# LE POINT DE VUE D'UN EXPERT EN NOTATION À PROPOS DES PLACES FINANCIÈRES

UNE INTERVIEW DE FRANÇOIS VEVERKA\*

**En tant que président d'une grande agence de notation, vous êtes un observateur privilégié des choix des émetteurs.**

Notre métier est l'évaluation du risque de crédit, nous sommes une étape dans un processus qui permet à des émetteurs d'accéder à des marchés, sachant que les caractéristiques des marchés de dette, dans le monde et en Europe, sont en phase de normalisation rapide, et qu'il existe un besoin de normalisation assez fort au niveau de la définition des instruments. Ceci explique le développement rapide, ces quinze dernières années, de l'activité de notation, alors qu'auparavant elle ne concernait que quelques grands émetteurs qui allaient d'abord sur le marché américain, et sur l'Euromarché. Aujourd'hui, il existe une vaste catégorie d'émetteurs qui vont sur les grands marchés, et aussi une classe d'investisseurs plus domestiques qui utilisent les mêmes critères d'évaluation du risque.

151

**Quelle est la pertinence de la notion de place ?**

En Europe, la notion de place est une notion de plus en plus relative, et en voie d'affaiblissement. Il faut distinguer ce qu'on entend par place : la place, ce n'est pas uniquement de la cotation, c'est aussi un réseau de compétences, d'intermédiation, de recherche...

**Quel a été l'impact de l'euro sur le rôle respectif des places financières ?**

L'approche domestique au niveau des grands émetteurs est en train de se diluer, et elle n'est même pas liée au fait de savoir quelle est la monnaie de référence. S'il est vrai que l'euro a encore plus ouvert les capacités

\* Directeur général exécutif, Standard and Poor's Europe.



d'accès des investisseurs à des marchés auxquels ils n'avaient pas forcément accès, cela ne veut pas dire que ce sont les places continentales européennes qui sont les mieux placées pour gérer l'euro. Il y a un développement important, suite à l'avènement de l'euro, mais ce développement est largement aussi fort à Londres que dans les autres places européennes.

Le lancement de l'euro a permis de développer des volumes d'opérations auxquels on n'était pas du tout habitué. On peut citer un exemple emblématique sur le marché de la dette : dans l'opération initiée par Olivetti sur Telecom Italia, le montant total des refinancements a dépassé les 20 milliards d'euros. Il y a à peine trois ans, une opération d'1 milliard de dollars était considérée comme très importante. Ce changement de dimension conduit à accélérer le mouvement d'unification des normes de place, et de banalisation des places d'émission. Cela renforce aussi l'idée selon laquelle la localisation, en Europe, n'est pas quelque chose de critique, en tout cas pas pour les grands émetteurs.

### **Que cherchent les émetteurs quand ils choisissent une place ?**

Nous travaillons avec de grands émetteurs, car ce sont d'abord eux qui sont notés. Ils veulent se donner le maximum de flexibilité. Les émetteurs vont là où il y a le meilleur service : en ce sens, la localisation importe.

Dans cette optique, les deux facteurs déterminants sont vraisemblablement :

- la base d'investisseurs (ce qui ne veut pas dire qu'elle va investir dans sa place d'origine : il peut y avoir une déconnexion assez marquée entre la communauté d'investisseurs et les places de cotation et d'émission). Ce terme recouvre à la fois, l'existence d'investisseurs et l'existence de réseau « d'originateurs » qui sont capables de placer du papier rapidement à des prix reflétant l'existence d'une base de transactions importantes ;
- la capacité de recherche de la place. Cela s'applique aux quelques grandes places où il y a capacité d'analyse forte, et cela constitue la grande force de la place de Londres. Mais les places continentales européennes sont en train de se doter de capacités de recherche. Le degré de spécialisation géographique est de plus en plus faible : de plus en plus, et c'est un point très important, l'approche est sectorielle plutôt que géographique.

Ce ne sont pas les seuls facteurs qui jouent, en Europe, mais, contrairement à ce qu'on pourrait croire, les aspects de compétitivité réglementaire et les aspects fiscaux sont du deuxième ordre. Pas entièrement cependant : si on regarde par exemple la cotation des obligations, Luxembourg est une très grande base de cotation pour ces raisons, mais cela ne génère pas de l'activité à Luxembourg.



### **La place de Londres a un rôle de leader en Europe. Quelles sont les manques des places continentales ?**

Tout d'abord, à Londres, il n'y a jamais eu une volonté de défendre les grands établissements nationaux pour les protéger. La politique de Londres, c'est que le *business* fasse chez elle. Il n'y a pratiquement plus de banques d'investissement britanniques (elles sont toutes filiales de banques américaines, allemandes ou suisses), mais une réelle volonté de maintenir Londres comme carrefour. Cette attitude est cohérente avec la vision libre échangiste des Anglais : à Londres, on fait du commerce, y compris du commerce financier ; la nationalité des intervenants a peu d'importance, du moment que les transactions s'opèrent à Londres.

Précisons ensuite que les places continentales n'ont pas un rôle négligeable : l'euro a développé considérablement le marché de la dette en Europe, même si cela ne s'est pas forcément traduit par un basculement en faveur des places continentales. Mais ces places, Francfort et, dans une moindre mesure Paris, jouent un rôle important, et se développent. Ce qui leur manque :

- l'existence de réseaux développés d'analystes, qui sont très importants pour contribuer à la formation des investisseurs : clairement, Londres a dans ce domaine un avantage comparatif important. Toutes les grandes banques d'investissement ont des opérations à Londres en raison de cette communauté en matière de recherche ;
- la présence d'établissements qui sont des acteurs mondiaux. Ce point doit être nuancé, même si la France est peut-être plus handicapée que l'Allemagne, au vu de l'importance des banques allemandes.

L'origine de place joue un rôle secondaire sur le marché de la dette, plus, sans doute, que pour le marché des actions.

### **Quelle est précisément cette différence entre le marché de la dette et le marché des actions ?**

La différence majeure est que le marché secondaire a un rôle bien plus important sur le marché des actions, surtout en Europe. Les éléments de liquidité, de *market making*, sont aussi très importants. En ce sens, la notion de places, de localisation en termes de bourses s'applique d'abord au marché des actions.

### **Que pensez-vous du mouvement de fusion des bourses européennes ?**

Cela découle, bien évidemment, de l'unification du marché européen. La localisation devient secondaire, car avec le processus de normalisation des produits, l'élément important est d'abord la capacité de placement. Dans ces conditions, il est évident que l'effet taille devient un élément majeur, pour réduire les coûts et attirer cette base d'investisseurs.

La fusion des bourses a aussi pour objectif de réduire les coûts. Il existe néanmoins des spécificités qui rendent les marchés non totalement fongibles : les aspects légaux, le problème de la langue (il y a aujourd'hui une forte demande, qu'on peut regretter en tant que Français, de normalisation à travers l'anglais), les aspects culturels (certaines places auraient des attitudes plus « nationalistes » que d'autres en matière de régulation). Enfin, les éléments de perception diffèrent parfois des éléments purement objectifs, et jouent aussi un rôle très important.

Les grands « originateurs », qui sont en fait peu nombreux, une dizaine, poussent à ces rapprochements, car ils veulent bénéficier de l'effet volume et d'une normalisation dans tous les domaines.

C'est d'ailleurs une des conséquences de la mise en place de l'euro. La protection qui existait, pour un certain nombre d'intermédiaires, sur leur marché d'origine, est en train de disparaître. Cela pousse à la concentration au niveau des intermédiaires, qui eux-mêmes poussent à la concentration des places de négociation. Cela renvoie aux interrogations sur le développement d'outils de développement de cotation et de *trading* en dehors des bourses, du fait de l'Internet, qui pose de manière nouvelle la question du devenir des bourses régionales.

### **Justement, quel peut être l'impact d'Internet dans ce domaine ?**

C'est un mouvement qui fait que le rôle spécifique que jouaient les places de cotation se dilue. On ne peut pas dire qu'il va disparaître, ce serait exagéré. On est au début d'un mouvement d'élargissement de base d'investisseurs, on l'a vu avec les premières émissions en direct sur Internet, réalisées par des agences publiques comme la Banque mondiale. Tout ceci ne peut qu'induire un mouvement fort de normalisation au niveau global. La notion de place devient une notion de plate-forme, visant à traiter dans des conditions de compétitivité correcte une masse d'investisseurs aussi large que possible. La notion de place géographique devient une notion de portail, qui donne accès à une base d'investisseurs, eux-mêmes de plus en plus informés en temps réel, et ayant un accès plus facile à la recherche disponible.

Dans dix ans, la notion de bourses nationales, régionales, ou même de bourse globale, cédera place à différents canaux permettant d'accéder de manière souple, à travers des outils normalisés, à une base d'investisseurs largement informés en temps réel, et ceci indépendamment de l'origine de l'émetteur.

Ce qui restera, c'est une capacité de recherche et une capacité de placement, et cette recherche devra être située quelque part, ou au moins organisée en réseau *via* un système nerveux central. La concurrence se situera principalement à ce niveau.



### **Pour conclure, quelles sont les perspectives d'évolution des places financières ?**

S'agissant des marchés de dette, on peut donner quelques pistes prospectives :

- il devrait exister deux grands pôles globaux, New York et Londres, ainsi qu'un pôle domestique continental (peut-être plutôt, malheureusement, Francfort que Paris, me semble-t-il), ou, peut-être, un réseau pan-européen qui couvrira la recherche crédit dans l'ensemble des places de la zone euro, mais en concurrence forte, même sur la recherche euro, avec des institutions non européennes ;
- il devrait y avoir aussi, de plus en plus, une cassure du lien entre le placement et le traitement, entre le front-office et le back-office ;
- l'approche sera de plus en plus sectorielle et non géographique.

Il reste enfin le problème de la régulation en Europe qui ne concerne d'ailleurs pas exclusivement les marchés de la dette : actuellement, les organismes de régulation sont parcellisés. Le discours officiel est que le « club » européen des régulateurs est un équivalent de la SEC. Mais les émetteurs ne veulent pas passer par tous les organes de régulation européen (avec les tracasseries administratives, de traduction... que cela impliquerait).

Si on veut que la zone euro soit compétitive, il faut très certainement un rapprochement plus volontariste des autorités de régulation. Paradoxalement, du fait du côté directeur du marché américain, la balkanisation en Europe ne fait que rendre plus forte la vulnérabilité des places européennes, à un moment où la globalisation conduit à unifier les instruments et les procédures. Il devient moins difficile d'accéder au marché européen avec des normes américaines. Celles-ci sont devenues des standards qui vont conduire à renforcer les institutions qui sont dans cette mouvance et leur donner plus de facilités pour pénétrer sur le marché européen. Donc, l'Europe doit harmoniser rapidement pour éviter de jouer en ordre dispersé : concentration de ses bourses et aussi harmonisation, voire rapprochement des organismes de régulation.

La mise en place de l'euro n'a de sens que si elle développe un mouvement d'harmonisation et de concentration ; si l'on s'arrête en chemin, l'euro est une ouverture qui permet aux acteurs hors zone de prendre un rôle dominant.