



LA LOCALISATION DES ACTIVITÉS DE BANQUE D'INVESTISSEMENT

MICHEL FLEURIET*

Les banques d'investissement exercent le métier du titre, à l'interface entre les émetteurs et les investisseurs. Elles animent les marchés financiers, suscitent l'émission d'actions ou d'obligations. Elles conseillent les entreprises sur leur capital et les investisseurs pour leurs placements. Elles gèrent le risque.

Le métier des entreprises d'investissement s'appelle en anglais *l'investment banking*. C'est un faux ami : les services d'investissement sont différents de l'investissement dans les entreprises industrielles et commerciales. Les entreprises d'investissement ne peuvent prendre de telles participations que de façon limitée, contrairement aux banques d'affaires¹. Elles sont de simples intermédiaires entre émetteurs et investisseurs.

Les banques d'investissement sont intimement liées aux marchés financiers. Lorsque les guignols de l'information brocardent le marché comme un être mythique, ils visent les banques d'investissement. Les banques d'investissement font le marché et les banques d'investissement étrangères font leur marché en France.

Pour la première fois en 1998, le nombre des banques étrangères installées en France a dépassé celui des banques françaises. Selon le CECEI, 187 banques sous contrôle étranger exerçaient des activités en France, contre 172 banques françaises. Elles étaient 141 en 1985. Sur ces 187 banques étrangères, un peu plus d'une centaine viennent de l'Union économique européenne. Trois pays représentent 38 % des banques étrangères : 24 sont allemandes, 24 sont britanniques et 23 sont américaines. Souvent créées au départ pour aider les filiales des grands groupes de leur pays d'origine, les banques étrangères en France se sont progressivement orientées vers le financement des entreprises françaises et la banque d'investissement. En effet, beaucoup de ces banques étrangères mènent des activités de banque d'investissement. Certaines ne font même que cela : 10 des 23 banques américaines sont contrôlées par une maison mère non bancaire. Elles exercent en France un ou

* Chairman, HSBC France.

plusieurs métiers de la profession du titre financier : de la vente des valeurs mobilières jusqu'aux opérations de financement actions ou obligations en passant par le conseil dans les opérations de fusion et acquisitions. En même temps, les banques françaises développent leurs activités de marché à Londres.

Qu'est-ce qui explique la localisation de cette profession du titre financier ?

D'ABORD L'HISTOIRE...

Les bourses ont attiré longtemps les « banquiers, négociants, agents, courtiers interprètes ». Diderot définissait une bourse de la manière suivante : « endroit public dans la plupart des grandes villes, où les banquiers, négociants, agents, courtiers, interprètes et autres personnes intéressées dans le commerce s'assemblent en certains jours et à une heure marquée pour traiter ensemble d'affaires de commerce, de change, de remises, de paiements, d'assurances, de fret et d'autres choses de cette nature qui regardent les intérêts de leur commerce tant sur terre que sur mer ». ² Les transactions financières tendaient à se concentrer sur certaines places majeures. Si la première émission obligataire semble avoir été réalisée par la République de Venise en 1157 pour financer la guerre contre Constantinople, c'est à Amsterdam à la fin du XVII^{ème} siècle que se multiplient les placements d'emprunts d'Etat. Les méthodes de commercialisation n'étaient pas très différentes des placements de titres d'aujourd'hui. Braudel parle « des comptoirs qui traitent l'affaire en gros, une foule de démarcheurs et sous-traitants qui replacent titres et obligations dans le public et touchent au passage une commission. L'emprunt " fermé ", les titres sont introduits à la bourse³ ». La localisation des activités de commerce de la Compagnie unifiée des Indes Orientales dans le monde connu de l'époque a beaucoup soutenu l'activité croissante de la bourse d'Amsterdam. Son capital, très réparti dans le public a été coté très tôt, au début du XVII^{ème} siècle.

Vers 1720, l'Angleterre avait découvert la possibilité de recourir à l'épargne des particuliers pour gérer sa dette publique. Jusque-là les emprunts d'Etat étaient de courte durée et consentis par un banquier. A partir de cette date, l'activité de prise ferme et de placement d'emprunt, activité d'origine de la banque d'investissement, a pris son essor à Londres. Elle y est restée.

L'une des premières émissions d'actions dans le public semble être celle d'une firme répondant au doux nom de « The Myserie and Compagnie of the Merchand Adventurers for the Discoverie of Regions, Dominions, Islands and Places Unknown ». C'était en 1553, à Londres encore, et le projet industriel était de découvrir un passage maritime vers la Russie. On peut considérer qu'il s'agissait aussi de la première



privatisation : l'exploration avait été jusque-là une activité de service public assumée par la marine portugaise sous l'autorité du roi Henri le Navigateur pour découvrir le passage vers les Indes par la côte d'Afrique. Puis cette activité avait été affermée à Christophe Colomb par les rois d'Espagne en 1492. Le projet russe financé par un groupe de marchands londoniens réussit : l'un des trois navires parvint à atteindre la cour d'Ivan le Terrible et à revenir en apportant un traité donnant à l'Angleterre le droit de commercer avec la Russie. La société changea ensuite son nom en Muscovy Company qui connut un grand succès en Bourse de Londres. En France, les opérations financières mirent beaucoup plus longtemps à se développer et l'on ne voit pas la présence de banques d'affaires, les ancêtres des banques d'investissement, avant le milieu du XIX^{ème} siècle. Il y avait bien eu des tentatives isolées, mais peu utiles pour l'activité économique.

En 1711 par exemple, Duguay-Trouin avait créé une société commerciale pour faire appel à l'épargne des plus grands noms du royaume pour... financer la prise de Rio de Janeiro. Fernand Braudel cite une protestation auprès du Roi vers 1730 : « Personne n'ignore que selon l'usage constamment établi pour les armements en course, il ne s'est fait à Saint-Malo et dans les autres ports du Royaume aucune Entreprise de cette nature que par la voie des souscriptions, qui étant divisées en actions d'un capital modique, font refluer les intérêts des corsaires jusqu'à l'extrémité du Royaume ». Les corsaires malouins de l'époque n'étaient-ils pas un peu négriers ? On comprend le préjugé défavorable qui s'attachait alors, au mot actionnaire !

...MAIS AUSSI LE BESOIN DE SE RAPPROCHER DES CLIENTS

Les banques d'investissement vont là où sont les clients, investisseurs et émetteurs. Mais se développent aussi des effets de masse. Les investisseurs veulent aller là où il y a du mouvement et de la liquidité. Les émetteurs veulent toucher les bassins d'épargne. Les sociétés de bourse vont là où il y a les transactions. La liquidité attire l'intermédiation. Les avantages concurrentiels d'une place se résument à trois facteurs : les hommes, les flux, l'infrastructure. Les hommes d'abord. La profondeur et la largeur du pool de talents des financiers, des juristes, des conseils, leur capacité d'innovation aussi, est un facteur de localisation. Mais également la fluidité du marché de l'emploi et la facilité de recrutement / de licenciement. Enfin la qualité de la vie et le coût de la vie (y compris les obstacles fiscaux). Les *traders* qui peuvent s'installer n'importe où, peuvent se délocaliser aisément vers des havres fiscaux.

Prenez l'exemple de Francfort. La présence de la Banque centrale européenne a servi d'aimant pour la liquidité. Mais le statut de *benchmark* des taux longs allemand se laissait deviner avant la mise en place de



l'euro. Est-ce une raison pour que les tables de marché de taux se concentrent à Francfort ? La liquidité attire la liquidité, mais ce n'est pas pour cela que les banques d'investissement vont localiser leurs activités d'intermédiation dans telle ou telle place. On peut très bien traiter les *bunds* à Londres, ou à Paris. En revanche, on a besoin d'être en Allemagne pour toucher plus facilement les clients, qu'ils soient investisseurs ou émetteurs. En mars dernier, Salomon Smith Barney a annoncé le transfert d'une partie de ses vendeurs actions de Londres à Francfort, incluant des équipes de Schroders dont elle a acquis les activités de banque d'investissement.

La localisation des émetteurs va aussi se révéler fondamental pour une banque d'investissement. Par exemple, la présence d'émetteurs actifs attire à Paris des banques d'investissement étrangères. En revanche, le manque d'investisseurs institutionnels sur les marchés actions en France, oblige les intermédiaires à placer les émissions d'actions auprès d'investisseurs non français. Ceci conduit les banques d'investissement qui se veulent actives dans le primaire actions à développer des forces de vente importantes dans les grands marchés financiers du monde pour y placer les actions françaises.

La banque d'investissement doit ainsi de plus en plus disposer de compétences multiples pour rester partenaire de l'entreprise dans la réalisation d'une opération. Outre la connaissance de l'entreprise et du secteur dans lequel elle évolue, elle doit disposer d'une bonne expertise dans l'origination et d'une force de distribution sur les différents marchés. La banque doit, en effet, être en mesure de proposer la structuration des financements la plus adaptée aux besoins de son client, tout en ayant une claire vision de son risque, c'est-à-dire des partenaires bancaires et non bancaires qui pourront être intéressés à l'opération au prix envisagé.

LA LOCALISATION REFLÈTE ENFIN LA STRATÉGIE DE CROISSANCE

Le développement des banques d'investissement ressemble à la croissance d'un plant de riz par adjacence d'un métier à l'autre. La stratégie de croissance dans la banque d'investissement consiste à faire jouer les synergies entre les trois services financiers (prise ferme et placement, marché secondaire et conseil auprès des entreprises) sur les trois types d'instruments financiers (actions, produits de taux et dérivés). Par exemple, un courtier actif sur le marché secondaire des actions dans un pays donné dispose d'une bonne pénétration auprès des investisseurs institutionnels. A partir de là, il peut se positionner auprès d'émetteurs *corporate* comme banque de garantie et de placement d'actions. Pour rendre ce service, le courtier doit créer et maintenir un réseau de



vendeurs d'actions dans les principaux marchés du monde, afin de placer les tranches internationales des placements qu'il dirige. Finalement, les bonnes relations qu'il entretient avec les entreprises émettrices lui permet de développer une activité de conseil, d'ingénierie financière et de M&A. De courtier au départ, la société de bourse est devenue banque d'investissement. Mais elle a dû aussi localiser ses activités de vente d'actions dans plusieurs pays du monde. Le même raisonnement s'applique à un établissement de crédit qui utilise ses bonnes relations avec les entreprises clientes pour développer son rôle de placement et de garantie de financements de marché. La banque peut vouloir initialement garantir l'émission d'obligations *corporate*, accompagnant ainsi le mouvement de désintermédiation bancaire. On constate que nombre d'entreprises ne se contentent plus d'une relation de crédit bilatérale avec un syndicat de banques prêteuses, mais qu'elles font de plus en plus appel au marché financier par émission d'instruments de taux. Pour une banque commerciale, c'est une diversification naturelle d'accompagner ses clients dans l'émission d'obligations. La banque peut aussi vouloir proposer à son client *corporate* le service de garantie d'émission d'actions. Il faudra alors qu'elle accompagne cette stratégie en développant un réseau de vente à la fois d'obligations et d'actions d'envergure internationale.

Prenez l'exemple d'HSBC. HSBC, la deuxième banque au monde et la première d'Europe par la capitalisation boursière, a ouvert un bureau à Lyon en 1881 pour financer le commerce de la soie avec la Chine. Mais sa présence en France n'était pas à la hauteur de sa dimension internationale. C'est la banque la plus internationale qui soit puisqu'elle réalise 40 % de ses profits en Europe, 40 % en Asie et le reste en Amérique. HSBC est installée dans 82 pays, et le métier *investment banking* emploie 7500 personnes dans 42 pays. Comme nous l'avons vu, ce métier s'articule étroitement avec le métier actions.

La force de vente institutionnelle d'HSBC, l'une des premières au monde, comprend 400 vendeurs actions, une cinquantaine aux US, 180 en Europe et autant en Asie-Pacifique. La localisation des activités actions est finement répartie. Ainsi en Europe, à Londres bien sûr, mais aussi à Paris, à Amsterdam, à Stockholm, avec Trinkhaus en Allemagne, en Pologne et à Madrid pour la vente. Voyez en Asie où les vendeurs sont également installés partout : au Japon bien sûr, mais aussi à Hong Kong, aux Philippines, en Malaisie, à Singapour, en Inde et en Australie. La recherche d'actions est installée dans la plupart des pays pour être plus proche de l'information : Japon, Hong Kong, Thaïlande, Taïwan, Philippines, Malaisie, Corée, Indonésie, Singapour, Inde, Pakistan et Australie. En revanche, les *traders* actions sont installés au Japon et à Hong-Kong pour couvrir l'ensemble des actions de la zone. Comme

toujours, les activités d'intermédiation se concentrent sur une ou deux places.

En Europe, le Groupe appartient au cercle fermé des cinq grandes banques anglaises mais sa présence sur le continent n'était pas suffisante. En France, comme beaucoup de banques étrangères, HSBC menait des activités de niche s'appuyant sur les points forts du groupe dans le reste du monde : la recherche actions et la force de vente internationale pour la société de bourse, le réseau mondial pour l'activité grandes entreprises, la gestion de fonds internationaux pour la clientèle privée. Ces activités de niche ont produit de bons résultats : dans le palmarès 1999 du marché primaire français des actions, HSBC France devançait Paribas et la BNP par le montant des capitaux levés. Cependant, pour pouvoir mener une stratégie globale en Europe Continentale, le groupe a souhaité étendre la gamme de ses activités et les renforcer en lançant, début avril, une offre amicale sur 100 % des actions du CCF. Le but de cette opération largement commentée était de localiser à Paris la coordination de l'activité de banque d'investissement et de grandes entreprises en Europe et de développer l'offre de gestion de fonds mondiale du groupe HSBC à la clientèle privée française. Cette opération illustre à merveille la stratégie de croissance du « plant de riz » dans la banque d'investissement. C'est cette même stratégie qui explique le rôle dominant des banques américaines en Europe.

6

LA LOCALISATION DES BANQUES D'INVESTISSEMENT AMÉRICAINES EN EUROPE

En analyse financière et en recherche actions, la présence des banques américaines reste incontournable en Europe. Sur les 10 premières équipes de recherche européennes, on trouve cinq européens (HSBC, ABN Amro et Dresdner pour la zone euro, UBS Warburg et CSFB) et cinq américaines (source : Extel 1999).

Le classement des émissions d'actions en Europe fait une place à peine meilleure aux banques européennes. Parmi les 10 banques ayant dirigé le plus d'émissions d'actions européennes en 1999, on trouve six banques d'origine européenne : HSBC, une néerlandaise, deux allemandes, mais aussi deux suisses et quatre américaines. Goldman Sachs est en tête devant Deutsche Bank, Morgan Stanley UBS Warburg et HSBC (Source Thomson Financial).

Pourquoi les banques d'investissement américaines ont-elles pris une place incontournable en Europe ? La taille du marché américain est comparable à celle du marché européen, mais il est confronté à l'oligopole de 6 à 8 banques d'investissement qui se partagent le marché. A cette situation, s'ajoute le niveau des commissions et des rémunérations plus substantielles qu'en Europe. Pendant longtemps, l'industrie financière américaine s'est limitée à son marché domestique. La régle-



mentation avait bridé l'expansion géographique des banques et interdisait aux banques commerciales l'activité sur instruments financiers. Il en résulte deux traits importants du système financier américain. Tout d'abord, l'absence de grands groupes financiers a limité historiquement le rôle des banques dans le financement du développement économique américain. En deuxième lieu les services, orientés directement sur les marchés financiers, symbolisés par Wall Street, ont connu un développement beaucoup plus important qu'en Europe.

La spécialisation des métiers engendrée par le cadre réglementaire a paradoxalement servi les banques d'investissement américaines. Ne pouvant pas, comme les banques commerciales, subventionner leurs activités par les activités de banque de détail, ces banques ont dû perfectionner leurs techniques et élargir la gamme de leurs services. De leur côté, les émetteurs américains ont recours plus facilement aux marchés que leurs homologues européens. Les investisseurs avec les fonds de pension, ont fourni la liquidité nécessaire. Finalement, les banques d'investissement américaines ont exporté leur savoir-faire en Europe. Toutes les nouvelles techniques de financement sont nées aux Etats-Unis avant d'être introduites sur les autres marchés : FRN, swap de taux, de devise, zero coupon, *high yield*, *bookbuilding* et *green shoe*.

LA PRÉSENCE DES BANQUES D'INVESTISSEMENT ÉTRANGÈRES EN FRANCE

7

Les banques américaines reflètent en France la position incontournable qu'elles ont établie en Europe. La plupart d'entre elles sont des banques d'investissement pur. Un groupe multimétier comme CitiGroup mène ses activités de banque d'investissement sous la bannière de Salomon Smith Barney, qui s'est rapproché au début de l'année de Schroders pour le conseil en M&A et les opérations de marché, mais n'a pas acquis (encore ?) la position des cinq premiers. Dans le domaine du conseil en fusions et acquisitions, les banques américaines se classent dans les premières depuis 1995. Sur les dix banques les plus actives en 1999, on dénombre quatre américaines (Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan), une européenne (CSFB) et quatre françaises, Lazard, Rothschild, BNP et Paribas. Les banques européennes, plus généralistes, ont installé en France certaines activités de banque d'investissement ou de crédit structuré. Ce sont surtout les allemandes et les hollandaises. Deutsche Bank est active sur trois des métiers de la banque d'investissement (émission, intermédiation, gestion d'actifs) surtout après l'intégration des équipes de Bankers Trust. La banque a également démarré à grand renfort de publicité une activité de gestion de patrimoine pour les particuliers. La Dresdner a développé avec DKB ses activités de conseil aux entreprises et de marché. Commerzbank se

concentre sur les activités de change et de produits dérivés. La Bayerische Landesbank s'est spécialisée dans les financements structurés et la titrisation, où elles figurent parmi les premiers intervenants de la place, mais elle est aussi présente sur les financements de projet et les *leasings* aéronautiques. West LB a développé une activité de financement structurée et s'intéresse de près aux activités actions pour les valeurs technologiques : introduction en bourse, augmentation de capital, émission de convertibles. Le groupe néerlandais ABN-Amro est actif dans le *wholesale banking* et le marché actions : introduction en bourse, émission et intermédiation. Son compatriote ING après l'acquisition de BBL est très présent dans les activités de marché avec la société de bourse Ferri.

L'IMPACT DES NOUVELLES TECHNOLOGIES SUR LA LOCALISATION DES BANQUES D'INVESTISSEMENT

L'arrivée des nouvelles technologies va créer une onde de choc majeure sur la localisation des activités financières. Il suffit de remarquer les problèmes que pose Internet pour tout ce qui a trait à la présence physique : quelle est la nationalité d'Internet ? Quelles sont les taxes applicables aux transactions Internet ? Comment réglementer les échanges Internet ? Comment les sécuriser ? Les facteurs-clé du succès de ces nouvelles technologies tiennent au coût marginal des transactions, qui est nul. L'entrée en est facilitée : c'est ville ouverte. Or les nouvelles technologies instaurent une nouvelle relation avec le client final. Elles favorisent une relation directe entre émetteurs et investisseurs, une désintermédiation des banques d'investissement et à un moindre degré des marchés réglementés. L'effet sur la localisation des activités est difficile à prévoir mais l'orientation apparaît clairement : réduction des coûts d'intermédiation, bouleversement des métiers de la vente et réduction des opérations manuelles de back office. L'émission d'obligations sur la toile est devenue courante. Les marchés réglementés fusionnent. Une bourse moderne devient désormais un réseau en architecture ouverte, qui va créer ses « boucles locales » pour connecter les investisseurs finaux là où ils se trouvent. Comme la Compagnie unifiée des Indes Orientales, elle va créer ses points de vente dans le monde entier. Comment l'intermédiaire va-t-il localiser son activité sur la toile alors qu'elle le contourne ? On rentre dans le cyberspace, mais l'on ne voit pas où il est localisé.

NOTES

1. L'expression *banque d'affaires*, qui date de la loi bancaire de 1945, désignait les établissements qui, à l'époque, étaient supposés prendre des participations dans le capital des entreprises.
2. Diderot, *Encyclopédie ou dictionnaire raisonné des sciences, des arts et des métiers*, 1777, T.V., p 396).
3. Fernand Braudel, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme ; Les Jeux de l'Echange*, Livre de Poche 1979, p 644