

La banque d'investissement à Paris : une dynamique collective possible

Accenture a mené une enquête auprès des professionnels de la banque d'investissement et de marché et de leurs clients. La cartographie de l'écosystème parisien de la banque d'investissement ainsi dressée en montre le sous-dimensionnement.

Philippe Vidal
Senior Executive,
responsable des activités
Marchés de capitaux
Accenture



■ L'étude que nous avons menée avait différents objectifs : tout d'abord, fournir une vision objective des forces et faiblesses de la place de Paris, mais aussi recenser les défis majeurs, à moyen et à long termes et examiner l'utilité de lancer une dynamique collective.

Il s'agissait de recueillir l'avis des professionnels sur la position des activités de marché à Paris, par rapport aux autres grandes places : Londres, bien sûr, mais également aux grandes places émergentes telles que Shanghai. Nous avons rencontré une quarantaine de dirigeants et d'experts des activités de banque d'investissement : origination, analyse, vente, exécution et *post-trade*, conservation, fusion-acquisition. Les activités de financement représentent un périmètre élargi, bien connecté aux activités de banque d'investissement. Une partie des acteurs sait coordonner ces deux activités pour enrichir ses offres. Dans un premier temps, des entretiens ont donc été menés auprès de dirigeants et d'experts. Dans un second temps, un sondage a été réalisé auprès des directeurs financiers de cinquante entreprises françaises cotées, pour connaître leur vision de la valeur ajoutée qu'apportent les intermédiaires localisés en France, du comportement et de l'évolution dans le temps de ces intermédiaires.

Enfin, la présentation n'aurait pas été exhaustive sans une rapide cartographie de ces activités pour les acteurs de la place de Paris. Le périmètre géographique retenu est celui de l'écosystème parisien. Nous parlerons donc à la fois des intermédiaires français et étrangers localisés à Paris.

La France dispose d'émetteurs forts et d'un taux d'épargne élevé

Une place de marché peut se développer si émetteurs et épargnants y sont importants. La France dispose d'émetteurs de grand talent. Paris et la région Ile-de-France constituent la deuxième région mondiale pour l'implantation des sièges sociaux des grandes entreprises mondiales.

Par ailleurs, le taux d'épargne est très élevé et le gisement d'épargne reste conséquent. Une gestion d'actifs puissante favorise le développement d'une place de marché. Force est de constater que le taux d'épargne français figure parmi les plus élevés dans les économies développées (supérieur à 15 %, à comparer au taux britannique de 6 %). Le bassin d'épargne est également très développé. Les fonds d'investissement représentent aujourd'hui plus de 1 000 milliards d'euros, un chiffre qui fait de la France l'un des principaux acteurs mondiaux de l'industrie des fonds. L'Hexagone représente aujourd'hui le quatrième encours sous gestion mondial. Forte de ces deux piliers – des émetteurs extrêmement puissants prêts à s'adresser à des intermédiaires localisés en France et un taux d'épargne très important –, on pourrait penser que la place de Paris est sur la bonne voie...

Le pôle d'activités BIM est sous-dimensionné en France

Un examen plus attentif fait néanmoins apparaître que la capitalisation boursière de la place de Paris (la cin-

quième mondiale) est en retrait par rapport au PIB. Pour ce ratio, il existe ainsi un rapport de 1 à 2,5 entre la France et le Royaume-Uni. Les activités de BIM participent à la richesse des banques et des intermédiaires de manière moins importante que dans d'autres places. Sur ces activités, l'ensemble des commissions perçues par les deux acteurs majeurs que sont BNP Paribas et Société Générale représente environ la moitié des commissions perçues par le groupe Deutsche Bank dans le monde.

Les acteurs français allouent-ils des montants de capitaux propres comparables sur ces activités de marchés, par rapport à leurs confrères européens ou américains ? La réponse est négative. Il existe un rapport allant de 1 à 4 ou 5 entre les grands acteurs internationaux (Goldman Sachs) et français (BNP Paribas, Société Générale ou Calyon).

Nous avons également cherché à voir ce que pesaient les activités de marché en termes d'emploi sur la place de Paris. L'absence de statistiques est révélatrice d'un manque d'identification de ces activités. À Londres, ces documents sont facilement accessibles.

Les réponses aux enquêtes menées par la FBF et l'AFEI, ainsi que les entretiens permettent d'estimer que les activités BIM représentent un peu plus de 30 000 emplois à Paris et 250 000 emplois à Londres. Le ratio est donc de 1 à 6 ou 8. Un autre élément de comparaison est fourni par Morgan Stanley qui représente 54 000 emplois dans le monde.

Un sous-dimensionnement lourd de conséquences

Les activités de banque d'investissement sont fortement rentables: les RoE développés dans ces métiers au cours des dernières années sont significativement supérieurs à ceux des grands groupes bancaires dans leur ensemble. Il apparaît que ces activités apportent un PNB et un RoE très significatifs pour les groupes opérant en France. Elles représentent d'ailleurs une part de plus en plus importante tant pour les grands groupes que pour les mutualistes.

Sur le plan macroéconomique, ces 25 000 emplois représentent plus de 3 milliards de recettes fiscales, soit 1 % de l'ensemble des recettes de l'État ou 50 % des crédits du ministère de la Recherche. Il existe, d'une part, un enjeu de protection de ces emplois et de la richesse créée à partir de ces activités à Paris (en évitant les relocalisations dans d'autres places) et d'autre part un enjeu de développement. 10 000 nouveaux emplois représentent environ 1 milliard de recettes fiscales supplémentaires.

La France n'exploite pas encore assez cette activité créatrice d'emplois bien rémunérée. L'épargne conséquente drainée auprès des Français est finalement peu axée sur des produits plus risqués, disposant d'une marge plus importante et faisant appel à une expertise de BIM plus significative et plus évidente. Par ailleurs, le capital des entreprises françaises est fortement détenu par des non-résidents, ce qui pose problème en termes de gouvernance.

Cette situation résulte d'une culture collective mal orientée

Pourquoi est-on arrivé à cette situation? Un des premiers éléments débattus et discutés au cours des entretiens est le positionnement du régulateur, perçu par les acteurs interrogés comme trop centré sur la seule protection de l'épargne, au détriment du développement des activités de marché.

- **Le positionnement du régulateur:** quelles différences existent dans les missions confiées à l'AMF et à la FSA de Londres? L'AMF s'occupe avant tout de veiller à la transparence des marchés et à la protection de l'épargne. Elle considère comme essentiel que les épargnants puissent être les mieux informés et les mieux

protégés. La FSA, au contraire, insiste sur le concept de *fairness*, d'honnêteté. Il s'agit d'assurer la chaîne des acteurs contre le dol et de doter ceux-ci des instruments nécessaires pour traiter en toute honnêteté. La FSA joue également un rôle actif de développement des activités de marchés de capitaux à Londres.

- **L'insuffisante culture de l'innovation, du risque et de la concurrence:** Paris et la France font preuve d'une culture du risque moins importante, qui ne favorise pas le développement des activités plus risquées, plus "exotiques". Ainsi les *hedge funds* se sont difficilement imposés sur la place de Paris – pour autant qu'ils se soient imposés – alors qu'ils sont un contributeur de revenus exceptionnels.

“Les 25 000 emplois de la banque d'investissement représentent plus de 3 milliards de recettes fiscales, soit 1 % de l'ensemble des recettes de l'État ou 50 % des crédits du ministère de la Recherche.”

La place de Londres accueille de nombreux établissements internationaux (des États-Unis, mais également d'Europe continentale). Celle de Paris est en retrait sur ce point, par rapport à ce qui existe à Londres et à ce qui pourrait exister dans des places asiatiques. Potentiellement, la place de Paris a peut-être un intérêt à favoriser l'implantation dont le siège social n'est pas forcément en Ile-de-France.

- **L'environnement politique, social et juridique:** toutes les personnes interrogées lors des entretiens ont abordé des questions relatives à l'environnement politique, social et juridique. La fiscalité française constitue un élément pénalisant par rapport aux activités de marché de capitaux

La fluidité du marché de l'emploi serait un levier fort de développement de ces activités très cycliques, qui ont besoin de se développer de manière contrastée dans le temps.

- **L'insuffisance de l'action collective de la place:** il semble que les professionnels de la place n'ont pas opéré

suffisamment d'actions en commun pour défendre les intérêts de celle-ci. Dans les organismes internationaux, dans des entités de lobbying international, ils n'élaborent pas assez de positions favorisant la place de Paris.

Une statistique – quelque peu anecdotique – semble intéressante à cet égard: la liste des représentants à la dernière conférence de IOSCO, en octobre 2005, montre qu'aucun intermédiaire français n'était officiellement représenté, contre douze établissements britanniques, un intermédiaire turc, et que Goldman Sachs avait envoyé à cette réunion huit de ses représentants, provenant de quatre pays différents.

Cette culture explique peut-être des opportunités majeures manquées. C'est par exemple le cas des *hedge funds*. Il est vrai que le terme fonctionne peut-être comme un repoussoir dans la culture française. Il n'en demeure pas moins que les *hedge funds* représentent une part significative (environ 13 %) de l'ensemble des revenus des banques d'investissement et qu'ils participent également à la création de richesses sur une industrie post-marché extrêmement importante. De même, les acteurs de type *prime broker* se sont développés massivement à Londres, tirent de leur activité des revenus significatifs, mais ne sont pas réellement représentés à Paris.

Pourquoi les *hedge funds* sont-ils peu représentés? On peut trouver des raisons à cette faible représentation dans le manque de mobilisation des acteurs au moment où l'idée des *hedge funds* frémissait et où certains acteurs majeurs des places allaient créer ces activités à Londres, avec des *prime brokers* anglais et des intermédiaires en majorité anglo-saxons.

Les succès constatés sont prometteurs, mais restent fragiles et réversibles

Néanmoins, on peut se dire satisfait d'un certain nombre de succès, comme celui des dérivés actions.

- **Les dérivés actions.** Aujourd'hui, les acteurs de premier plan en dérivés actions sont majoritairement Français. La Société Générale est le leader mondial sur cette activité; BNP Paribas en est un acteur important. Demain, Calyon pourra figurer en bonne place parmi les acteurs. Aujourd'hui, ce sont les Français, non les Anglo-Saxons, qui

détiennent la compétence en matière de dérivés actions.

Un cercle vertueux se développe sur des niches de ce type. Pour les dérivés actions, il s'agit des produits structurés et des fonds garantis. La France est le pays où la part des OPCVM à fonds garantis est la plus importante: elle est de 7 % pour une moyenne mondiale de 4 %.

Le régulateur a tout à fait joué son rôle dans cette aventure, car il a permis, à travers le passeport européen, de maintenir cette avance française pour exporter ce savoir-faire et distribuer ces produits.

Ce succès est pourtant fragile. Ces activités de dérivés actions représentent quelques milliers de personnes, dans des équipes limitées qui peuvent être délocalisées du jour au lendemain, par exemple à Londres. L'évolution des contraintes réglementaires pourrait également écorner ce succès, comme, par exemple, les réglementations antiblanchiment, qui imposent aux producteurs de produits dérivés une justification très importante dans les pays non-GAFI.

“Aujourd'hui, ce sont les Français, non les Anglo-Saxons, qui détiennent la compétence en matière de dérivés actions.”

- **L'analyse financière** est considérée par les émetteurs comme un point fort de la place de Paris. Notre sondage CSA a montré que 76 % des grands émetteurs français considèrent l'analyse financière émanant des acteurs localisés à Paris comme de bonne ou très bonne qualité. Celle-ci est un élément déterminant pour les intermédiaires financiers en termes d'acte d'achat.

De grands noms français se sont maintenus dans ce panorama mondial de l'intermédiation financière: Cheuvreux, BNP Paribas, Exane ou Oddo, maison indépendante qui a su conserver son positionnement à côté de Goldman Sachs, de Morgan Stanley et des autres entreprises anglo-saxonnes.

Les limites de ce succès résident dans le manque de taille critique pour

répondre aux attentes sectorielles et mondiales des investisseurs. L'analyse financière n'est plus le seul levier important pour les *brokers*, pour les intermédiaires pour vendre leurs produits. Un *debundling* a ainsi lieu entre les offres. On évolue de plus en plus vers des offres d'exécution pure. Cette tendance pourrait remettre en cause l'avance parisienne, fondée avant tout sur la qualité de la recherche. Notre sondage CSA auprès des émetteurs nous amène à mettre l'accent sur une menace: 12 % des directeurs financiers des entreprises interrogées pensent délocaliser leur centre de décision financière en dehors de Paris, à l'horizon 2010, ce qui aurait un impact significatif sur les intermédiaires français.

- **La conservation:** le succès des activités de titres, de *securities* réalisées par les établissements français est également un motif de fierté pour la place parisienne. Plusieurs acteurs français figurent parmi les grands établissements mondiaux. L'un d'entre eux est le leader européen. Néanmoins, les activités cumulées de ces acteurs français représentent à peine la puissance du quatrième acteur mondial, Citigroup. Étant donné l'importance des investissements, notamment technologiques sur ces métiers, cette faible dimension constitue une menace pour ces acteurs.

L'environnement est ouvert et les barrières traditionnelles disparaissent

Le périmètre s'internationalise, les réglementations s'homogénéisent et des *clusters* se constituent au niveau mondial. Londres fait partie de ces grands *clusters*. Les États-Unis jouent également un rôle éminent, avec plusieurs places. La France pourrait être un de ces *clusters*. Tel est probablement l'un des enjeux des années qui viennent.

La préférence locale est un critère de moins en moins considéré par les émetteurs et par les clients français. Les acteurs basés à Paris considèrent leurs équipes francophones et leur localisation comme les critères les moins importants. Les critères les plus importants sont la capacité à valoriser la liquidité sur un titre, la capacité à proposer une offre globale ou la qualité du réseau d'affaires qui ne favorisent pas nécessairement la place de Paris.

Enfin, les intermédiaires français ne se démarquent pas forcément très bien de leurs concurrents. Ils viennent en retrait sur certains critères clés tels que la capacité d'innovation, la capacité à proposer une offre large et globale, le réseau d'affaires ou la renommée.

La pertinence commerciale des intermédiaires français

Lorsque nous interrogeons les entreprises sur la pertinence commerciale des dispositifs mis en place par les intermédiaires localisés en France, seulement 9 % d'entre elles considèrent que ces dispositifs sont meilleurs que ceux des concurrents, même si 61 % des sondés considèrent que ceux-ci se sont améliorés. Compte tenu de ces éléments de constat, collectés à la fois par le biais de sondages quantitatifs et d'entretiens qualitatifs très fructueux, la faiblesse des activités de BIM en France apparaît. Nous disposons néanmoins de piliers très importants et très favorables.

Il existe une volonté et une vraie prise de conscience de la part de nombreux acteurs afin d'éviter le réflexe franco-français de s'adresser à l'État ou d'accuser uniquement les régulateurs. Essayons d'entreprendre un certain nombre de choses ensemble pour capturer les bonnes idées et être à l'aune des produits qui vont se développer, sans révoquer les *hedge funds*, ni les dérivés actions, qui sont plutôt une réussite.

Intervenons auprès des organismes internationaux – car, de toute façon, nous sommes plongés dans un monde résolument international – pour du moins influencer, sinon participer très en amont à la fixation des normes juridiques internationales et ne pas les subir.

Accenture est très peu interrogé par ses clients français sur la directive MiFID, sur ses impacts et la façon de la mettre en œuvre, alors qu'au Royaume-Uni, des équipes entières de l'entreprise travaillent sur ces sujets, à la fois pour des intermédiaires et des associations de professionnels.

Il nous faut enfin réfléchir sur des infrastructures communes: que peuvent-elles apporter? comment peut-on les influencer? Paris dispose d'infrastructures très sophistiquées, ne serait-ce qu'au niveau technologique, et potentiellement en avance par rapport aux infrastructures de ses consœurs. ●