

Séminaire

Vie des Affaires

*organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Air France
Algoé2
ANRT
Arcelor
Areva2
Cabinet Regimbeau
Caisse des Dépôts et Consignations
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
Entreprise & Personnel
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Télécom
FVA Management
Roger Godino
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IDRH
IdVectoR1
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale des Entreprises
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Royal Canin
Saint-Gobain
Schneider Electric Industrie
SNCF1
Thales
Total
Unilog
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} juillet 2007)

QU'ATTENDRE DE LA FUSION D'EURONEXT ET DU NEW YORK STOCK EXCHANGE ?

par

Sylvain de FORGES

Corédacteur du rapport Lachmann

Coordonnateur du groupe des émetteurs français actionnaires d'Euronext

André LÉVY-LANG

Ancien président de Paribas

Professeur-associé émérite à l'université Paris IX-Dauphine

Séance du 4 mai 2007

Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

En bref

Les Bourses sont des entreprises presque comme les autres. Elles raisonnent ainsi en termes de croissance, de taille critique, de rentabilité et de concurrence dans un paysage devenu global. C'est dans cette optique qu'ont été étudiés depuis de nombreuses années des rapprochements entre Bourses, en Europe ou hors d'Europe, et en dernier lieu celui d'Euronext avec le New York Stock Exchange (NYSE) ou avec la Deutsche Börse de Francfort. Mais nombreux sont les acteurs économiques qui considèrent que les Bourses ne sont pas des entreprises comme les autres car elles joueraient un rôle clé dans l'organisation du financement des économies. Entre ces deux modèles, la messe est-elle dite, et le premier l'a-t-il définitivement emporté ?

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Sylvain de FORGES

New York Stock Exchange (NYSE) a donc finalement absorbé Euronext. Une très grande entreprise, NYSE, a acheté une grande entreprise : et si les actionnaires de NYSE ont acheté Euronext, ça n'est pas pour la détruire mais bien pour la développer, de la même façon qu'ils veulent développer la partie américaine. Tout procès d'intention sur ce thème me paraît donc infondé. Cela étant, les sociétés boursières ne sont pas des entreprises commerciales comme les autres et ce qui frappe, c'est la passion qu'elles suscitent. C'est le genre de sujet qui amène des gens, habituellement extrêmement mesurés, à s'enflammer de façon totalement imprévisible et fortement contagieuse. Comment donc en est-on arrivé à ce que trois chefs d'État prennent publiquement parti dans cette affaire, ce qui est plutôt rare dans une opération commerciale ?

Un court rappel en préalable : les marchés demandent que soient assurées trois fonctions, s'appliquant à différents produits, financiers ou non. La plus évidente est l'élaboration du prix d'échange et la transaction elle-même. La deuxième couvre la compensation des opérations entre elles. Vient ensuite le règlement livraison, c'est-à-dire tout ce qui assure la sécurité de la transaction et la conservation du titre de propriété. Selon les droits, ces différentes fonctions sont, ou non, emboîtées et de ces situations historiquement déterminées découlent des positions très diverses, offrant une quasi-infinité de stratégies pour les entreprises. J'y distinguerai trois axes.

L'axe technique et financier

En Allemagne, Deutsche Börse est une SSII qui crée beaucoup d'emplois ; la tutelle en est exercée au niveau du Land de Hesse et non pas au niveau de l'État fédéral, ce qui explique la prise de position déterminante du ministre-président de ce Land dans l'opération de Deutsche Börse sur Euronext. Pour les Anglais, c'est une *utility* parmi d'autres sur la place financière, sans prestige particulier, et qu'ils vendent sans aucun état d'âme tout en vérifiant bien, cependant, qu'elle continue à fonctionner pour le plus grand bénéfice de la place financière, en général, et de ses intermédiaires, en particulier. Pour les Français, mais aussi pour les Américains et, sans doute pour les Japonais, c'est un élément de puissance et d'identité, presque de souveraineté, ce qui laisse pantois nos amis anglo-saxons. Ce sont donc des objets plus importants que leurs composantes techniques pures. Autre singularité : leurs composantes émotionnelles affectent spécifiquement le marché des actions en épargnant tous les autres.

Techniquement, ce système n'intéresse directement que les intermédiaires et les *brokers* qui passent les opérations dans leurs livres et, très indirectement, leurs clients. En tant que directeur des opérations financières de Veolia, entreprise cotée sur Euronext et sur le NYSE, et alors qu'il était question de constituer un groupe d'actionnaires pour défendre les intérêts de la place, j'ai été invité à apporter une contribution au débat entre Henri Lachmann¹ et quelques autres. J'ai eu une certaine difficulté à convaincre Henri Proglio, président de Veolia, que le sujet était d'importance : pour lui, le seul enjeu était que, toutes choses égales par ailleurs, ses actionnaires individuels soient décemment traités lors des échanges de titres et il n'entraînait en rien dans la raison sociale de Veolia de prendre des participations dans des entreprises de marché.

Avant le big-bang des années 1980, partout dans le monde, ces systèmes sont des systèmes mutualistes. Ce sont alors les utilisateurs, peu nombreux, qui construisent et entretiennent entre eux les outils nécessaires à leur pratique. En France, c'est la Compagnie des agents de change (CAC), basée sur un système de profession réglementée et contingentée qui remonte au code Napoléon. La CAC possède la Bourse et l'entretient au mieux de l'intérêt collectif. Le

¹ Président du conseil de surveillance de Schneider Electric, Henri Lachmann a été rédacteur en 2006 d'un rapport sur l'évaluation des scénarios de consolidation boursière impliquant Euronext de 1999 à 2005.

premier choc qu'a subi ce système est technique et lié à l'augmentation des capacités informatiques. En France, cela prend la forme de la loi de 1983 sur la dématérialisation des titres, la permettant d'abord puis la rendant obligatoire. Pour l'anecdote, en 1958, le dernier chef du grand bureau de la Dette publique au sein de la Comptabilité publique dirigeait, pour découper les titres des emprunts d'État, 750 personnes qui occupaient la totalité de la galerie du Bord de l'eau du Palais du Louvre. Les mêmes fonctions sont aujourd'hui tenues par deux informaticiens alors que le montant des opérations a été multiplié par huit ou dix. La même évolution a touché l'ensemble des *back offices* bancaires.

Le deuxième choc a été l'ouverture du contingentement des intervenants. Celui-ci se légitimait ex post parce qu'on ne pouvait laisser accéder au marché boursier un trop grand nombre d'entreprises sans mettre en danger la sécurité des opérations. À partir du moment où l'évolution technique a permis leur dématérialisation et leur gestion dans des conditions de sécurité satisfaisantes, le contingentement ne se justifiait plus. C'est le mouvement qui se généralise dans les années 1980 à 1984 sur toutes les grandes places du monde. En France, on va commencer par le marché de la Dette publique, puis celui des produits dérivés suivra. Le marché des actions ne sera concerné que plus tard, en application des directives européennes.

Dès lors, le nombre d'intervenants n'est plus limité a priori, mais la propriété du système logistique central reste aux mains des participants historiques. C'est alors que, les unes après les autres, les charges d'agent de change et les sociétés boursières vont être rachetées par leurs principaux donneurs d'ordres – les grandes maisons financières et bancaires – ou disparaître. C'est également en 1988, qu'en tant que chef de Bureau des questions européennes à la direction du Trésor, je parle pour la première fois de la constitution d'une Bourse européenne. Comme pour tous les négociateurs des directives du marché unique dans les services financiers, il m'était évident que la logique industrielle de globalisation allait très profondément modifier les infrastructures des services financiers.

À partir de là, l'histoire de l'institution boursière française est relativement linéaire. On passe d'abord de la Compagnie des agents de change à la SBF (Société de Bourse française), ce qui marque la fin du contingentement en conservant à l'outil son caractère mutualiste. Puis, en 1995, sous l'impulsion communautaire et l'effet de la démutualisation, la structure perd son caractère d'autorité réglementaire à l'occasion de la réforme de la COB (Commission des opérations de Bourse) et de la création du CMF². Puis viennent les premières tentatives de fusions européennes. On se souviendra qu'en mars 1998, a été publiée et acceptée par leurs deux conseils, la fusion des Bourses de Londres et de Francfort sous le nom d'iX. Je me rappelle les réactions de fureur à cette occasion d'un certain nombre de Français disant que, décidément, ces Allemands se comportaient mal et que tous les contacts noués avec eux pour créer une Bourse européenne étaient niés par ce coup de Trafalgar... Il ne verra finalement pas le jour pour des raisons un peu confuses et Jean François Théodore, président de la SBF, va cristalliser autour de la Bourse de Paris les Bourses qui constituent aujourd'hui le réseau Euronext. Les dernières étapes de ce processus seront l'ouverture du capital, puis la mise sur le marché et, enfin, la vente par les "grands-mères" (les grandes banques françaises) de leurs participations dans leur "petite-fille", ce qui va laisser nombre d'observateurs pantois à l'instar d'Henri Lachmann ne comprenant pas que les industriels lâchent la propriété d'un outil nécessaire à la bonne marche de leurs affaires.

L'axe institutionnel et politique

Selon une très vieille thèse, traduction simple du code Napoléon à laquelle j'adhère, les Bourses sont, dans l'inconscient collectif, le lieu d'équilibre entre la société et l'argent. Deux principes organisent les lignes de fracture entre ces deux *core points*.

² Conseil des marchés financiers : autorité des marchés créée en 1995, fusionnant les deux structures antérieures (Conseil des Bourses de valeurs – CBV – et Conseil des marchés à terme – CMT, elles-mêmes mises en place en 1987), transposant les textes communautaires de 1993 sur le marché européen et prenant l'essentiel de ce qui restait des compétences "auto réglementaires" de la SBF et du Matif. En 2003, une fusion supplémentaire : COB/CMF donnera l'actuelle AMF.

Le principe d'égalité entre participants au marché : quand on prône ce principe dans l'exécution des opérations, on en déduit l'existence d'un marché central à qui on rapporte toute opération faite, en dehors du marché mais obligatoirement aux mêmes conditions, entre deux participants. On en déduit également les théories du *fixing* et, in fine, ce qu'on appelle dans les techniques actuelles, le livre d'ordres, par lequel chaque participant, quelles que soient sa taille ou son origine, a l'assurance de voir son ordre passé à des conditions exactement semblables à celles de n'importe quel autre ordre. Ce principe va également jouer pour garantir la circulation équitable entre tous de l'information sur les objets dont on traite. D'où la réprobation, sur tous les marchés, de la notion de "coup de Bourse" qui suscite à la fois jalousie et réprobation ainsi que la pénalisation du délit d'initié et de son recel.

Le principe de protection : en France, à tout le moins, il s'agit de protéger la "veuve de Carpentras". Et cela n'a pas grand-chose à voir avec la façon dont les Anglo-Saxons envisagent la protection de la *Scottish Widows*. On protège la veuve de Carpentras, y compris contre elle-même, en lui interdisant de faire certaines choses. C'est tout le sens de la réglementation de protection de l'épargne publique. La "veuve écossaise", elle, ne sera protégée que contre une escroquerie flagrante et encore lui faudra-t-il attendre que celle-ci soit établie. C'est le principe anglais du *caveat emptor*, par opposition à la tradition du devoir d'information continental. En France et aux États-Unis, on protège bien l'intervenant de marché, le non-initié et le non-professionnel contre leurs propres risques et contre le risque de suivre des conseils dont ils ne mesurent pas la pertinence. Lorsque ce principe est retenu, on voit apparaître des structures de protection extrêmement puissantes : typiquement la SEC (*Securities and Exchange Commission*), la COB, l'AMF (Autorité des marchés financiers), la Consob. Ce qui est intéressant, c'est que cette protection se concentre sur le cash actions. Sur les autres marchés (obligations, SICAV, *Hedge funds*, voire Assurances vie), la veuve de Carpentras est ignorée, voire exclue, et les abus sont recherchés de façon beaucoup moins agressive.

L'axe du pouvoir

Cette cristallisation sur le marché des actions existe parce que les actions ne sont pas seulement des valeurs au sens financier du terme mais, à l'évidence, l'outil de pouvoir qui commande la propriété de l'entreprise. Le droit de vote est au cœur de ce débat. Il s'agit bien là de la grammaire des affaires, au sens le plus fort du terme, et c'est ce qui a motivé tous ces débats autour de la fusion NYSE-Euronext et la résurgence d'un nationalisme économique qui a trouvé là l'un de ses points majeurs d'affirmation.

Rationalité industrielle contre défaut d'Europe

Ce débat a clairement montré une rationalité industrielle de gestion d'*utilities* affrontée à la flambée du regret d'un défaut d'Europe. L'apparente bonne idée était de construire, avec Deutsche Börse, un outil européen se revendiquant comme tel et couvrant au minimum l'Eurozone. Extérieurement, ça paraissait indiscutable mais, ex post, Deutsche Börse étant ce qu'elle est, c'eût été une structure allemande et non une structure européenne.

Le débat fut compliqué par un certain nombre de quasi-leurres : par exemple, l'histoire du silo³, très contingente par rapport à la problématique de base. Très estimables quoiqu'également très contingentes, les préoccupations sociales, si importantes : le ministre-président s'est opposé à la fusion avec Euronext parce qu'il craignait, vue de Wiesbaden, une perte d'emplois qualifiés sur Francfort. D'où la proposition d'Henri Lachmann, au milieu de cette ébullition, de rapprocher ce qui pouvait l'être et de laisser vivre le reste, ce qui n'aurait nullement empêché, dans une deuxième étape, voire de façon quasi simultanée, d'étendre cette alliance et d'y faire participer NYSE. Troisième quasi-leurre, le problème des dérivés : un mariage entre Deutsche Börse et Euronext aurait pour certains été scandaleux, leur fusion

³ Fallait-il conserver l'emboîtement des trois structures cité précédemment ou selon la théorie anglo-saxonne, les dissocier pour les confier à des entités distinctes ?

leur conférant, sur le marché des produits dérivés, une place incompatible avec les règles européennes. C'est techniquement exact, à la réserve près que les marchés organisés ne représentant que 5 à 6 % de l'activité réelle sur ces produits, Bruxelles aurait probablement accepté.

Le débat a ainsi continué à végéter alors qu'Euronext souhaitait être rachetée par NYSE et, manifestement, avait une terreur bleue de Deutsche Börse. Ceci réglé, la place de Paris s'est focalisée sur les risques d'extraterritorialité des lois ou pratiques américaines. Là aussi, il s'agissait en partie d'un faux débat : ce n'est pas parce qu'une entreprise européenne est cotée sur le marché américain qu'elle applique automatiquement toutes les règles qui s'imposent aux entreprises américaines. Bien évidemment, il y a des problèmes d'articulation des législations respectives et le risque qu'elles débordent. Cela fut réglé par la mise en place d'une fondation de droit néerlandais, ayant la capacité de geler les actions d'Euronext détenues par NYSE au cas où se développerait une pratique dommageable pour les marchés des titres cotés sur Euronext. Un dispositif analogue sera, dans le même esprit, développé outre-Atlantique.

Pour le reste, Gérard de La Martinière⁴, alors président du comité des finances du MEDEF, et les acteurs européens ont bataillé, avec une certaine réussite à ce stade, pour que le mode d'organisation et de fonctionnement de la future structure soit le plus *user friendly* possible. Désormais, du point de vue des entreprises de la place, l'absorption d'Euronext par le NYSE apporte une association beaucoup plus poussée des utilisateurs à toute modification de la réglementation ou du fonctionnement du marché, la partie américaine étant, de ce point de vue, beaucoup plus ouverte que ne le fut Euronext par le passé.

Les enjeux futurs

Quels sont les risques et les opportunités d'une telle union ?

Premier élément de réponse : en 2006, le taux de marge d'Ebitda réalisée par Deutsche Börse a été de 56 %, celui d'Euronext de 51 %, ce qui est la marque d'un usage, certes modéré, d'un *pricing power* exceptionnel qu'envieraient beaucoup de secteurs industriels. Depuis la libéralisation, on voit que cette situation suscite des concurrents, de façon a priori étonnante, puisque la dissuasion est l'objectif de la plupart d'entre eux : la menace d'une nouvelle structure de marché amène les grands acteurs à baisser raisonnablement le niveau de leur commission pour éviter qu'une réelle concurrence ne se dégage. Mais, parfois, de véritables concurrents émergent. L'un d'entre eux, concurrent direct de NYSE et du NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), a été une vraie réussite : il s'agit d'Archipelago. Cependant, après quelques années de succès, Archipelago a été vendu par ses créateurs... à NYSE !

Deuxième élément, et c'est là un réel succès à l'actif des Anglo-Saxons : la directive MIFID⁵ a ouvert, en France comme en Allemagne et ailleurs, la capacité de ne plus rapporter les transactions directement au marché central : c'est l'internalisation. Ce qui a toujours été permis en Grande-Bretagne, mais était interdit en France depuis Napoléon, devient dès lors possible et chaque réseau financier va pouvoir, à partir du mois d'octobre prochain,

⁴ Gérard de La Martinière est diplômé de l'École polytechnique et de l'ENA. Inspecteur général des finances, il a occupé plusieurs postes au sein du ministère des Finances de 1969 à 1984, puis a été successivement secrétaire général de la COB de 1984 à 1986, président de la Chambre de compensation des instruments financiers de Paris de 1986 à 1988 et directeur général de la Société des Bourses françaises de 1988 à 1989. Il a rejoint le groupe Axa en 1989 et en était directeur général finance, contrôle et stratégie, membre du directoire.

⁵ La Directive européenne MIF 2004/39/CE (Marchés d'instruments financiers) ou MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) modifie profondément les mécanismes financiers et le marché des instruments financiers (valeurs mobilières et obligations). Cela concerne principalement ceux qui se chargent d'effectuer les transactions, les PSI (Prestataires de services d'investissement), que sont les banques de détail, les *brokers* (courtiers) et les *asset managers* européens. Les systèmes informatiques des opérateurs financiers (banques, courtiers...) sont fortement impactés.

compenser en son propre sein toute relation entre deux de ses clients au lieu de ne pouvoir le faire que par le biais de l'organisme de marché. Naturellement, celui qui compensera ainsi dans ses propres livres devra garantir à la veuve de Carpentras la *best execution*, c'est-à-dire lui garantir que l'exécution de son ordre, désormais effectuée dans ses écritures, sera d'aussi bonne qualité que sur tout autre système. Le monde est désormais complètement ouvert, et les rapprochements ne se feront plus entre plates-formes logistiques que pour des raisons d'économies de gestion.

Qu'attendre donc de la fusion NYSE-Euronext ? Dans un ordre purement technique, je ne trouve que deux éléments de réponse. En premier lieu, elle a été, pour NYSE et ses actionnaires, l'occasion d'un transfert de technologie rapide et très fructueux dans le domaine de l'informatique : alors qu'ils devaient depuis longtemps réformer leur système, ce transfert leur a permis de le faire plus rapidement qu'en Europe, où il a fallu consacrer un temps considérable pour atteindre un degré de perfection minimal. En deuxième lieu, même si de nombreux doutes subsistent sur sa faisabilité réelle, il faut prendre en compte l'hypothèse que NYSE-Euronext, basé en Europe et en particulier à Paris, puisse concentrer l'ensemble de ses développements hors des États-Unis, même si rien n'est joué malgré la bonne foi de John Thain, le PDG de NYSE Group.

La plupart des *utilities*, dans l'histoire, ont été propriétaires de leurs clients sous forme de régies, de Stadtwerke, etc. Mais ce n'est pas l'*utility* elle-même qui importe mais la régulation qui s'applique sur elle. Il en est des marchés financiers comme de l'eau ou du traitement des déchets. Il y a de nombreuses façons de les prendre en compte : mais ce qui importe est, qu'à tout instant, il reste une pluralité de solutions ouvertes et une égalité sur le terrain de jeu.

La fusion NYSE-Euronext a préservé la capacité de régulation européenne. Désormais, la question est relativement simple : cette capacité sera-t-elle exercée et souhaite-t-on qu'elle le soit ? La clé réside dans les évolutions du consensus politico-social, dans la qualité de la régulation, dans sa capacité à s'adapter aux progrès des techniques et de la productivité, dans la bonne analyse des risques et leur prise en charge ou leur couverture. Ce n'est pas la fusion de deux entreprises, qui ne sont au fond que des SSII, qui va changer quoi que ce soit de ce point de vue-là.

EXPOSÉ d'André LÉVY-LANG

J'ai été amené à prendre quelques positions publiques sur la fusion NYSE-Euronext, parce qu'il m'apparaissait qu'il y avait beaucoup de leurres et de choses inexactes dites sur ce problème. Il est certain que la Bourse des actions a une valeur symbolique considérable, ce qui engendre des réactions émotionnelles importantes et parfois excessives. Je voudrais avec vous prendre un peu de recul, privilège de mon âge et de mon expérience, mais également dû à ma position extérieure au débat et au regard froid que j'ai ainsi pu porter sur cette affaire.

Je voudrais au préalable revenir sur une question fondamentale : qu'est-ce qu'une Bourse ? C'est d'abord un marché organisé, soumis à des réglementations, qui assure la rencontre de l'offre et de la demande pour certaines valeurs mobilières : actions, obligations, produits dérivés. Ce sont des produits standard, et le fait qu'ils soient standard fait que des volumes importants peuvent être traités. S'il y a des Bourses des produits dérivés, c'est parce qu'il existe des produits standard simples comme les futures CAC 40. La Bourse fixe un prix de marché, assure la réalisation des échanges dans des conditions de sécurité, de liquidité, de transparence et d'égalité, et pour cela elle emploie plusieurs outils séparés : l'outil de transaction lui-même, et puis les outils de règlement/livraison et de compensation qui n'ont pas de raisons techniques ou économiques d'être réunis. Ce sont des outils distincts. Chacun de ces outils est, fondamentalement, une SSII (Société de services en ingénierie informatique). L'autre dimension essentielle d'une Bourse, c'est l'autorité de contrôle pour assurer précisément sécurité, transparence et égalité.

Au milieu des années 1980, il y a eu, aux États-Unis, en France, en Angleterre, un big-bang libéral avec chaque fois le même effet : en vingt ans, le coût des transactions boursières a été divisé, au minimum et en monnaie constante, par dix. Cette chute ne peut être comparée qu'à celle observée dans le domaine des circuits intégrés. Au total, le progrès technologique a plus que compensé pour les clients l'effet résiduel de monopole.

Une Bourse est une entreprise qui a plusieurs catégories de clients. Il y a d'une part, les acheteurs et vendeurs de valeurs, c'est-à-dire les investisseurs, les veuves de Carpentras ou de Glasgow, les gérants de fonds, et, deuxième catégorie, les émetteurs, c'est-à-dire les entreprises cotées ainsi que des émetteurs d'obligations qui sont les États et les emprunteurs structurels : la Banque mondiale, la Banque européenne d'investissement, etc. Enfin, troisième catégorie d'usagers, les intermédiaires : courtiers, banques, etc. Pour toutes les entreprises, un système efficace d'échange de valeurs dans le cadre des Bourses d'actions a un effet bénéfique sur le coût du capital. La prise de risque pour l'économie est réduite dans la mesure où il y a la meilleure adéquation entre l'offre et la demande : la Bourse est un marché du risque. Spécifiquement pour les entreprises moyennes, cela leur donne un accès au capital qu'elles ne trouvent pas facilement par ailleurs. Pour le capital-risque et les affaires innovantes, une Bourse efficace donne une sortie possible et permet donc de valoriser l'investissement à une étape relativement précoce de son développement. Le Nasdaq aux États-Unis est l'exemple d'une Bourse qui joue ce rôle ; à Londres, l'AIM (*Alternative Investments Market*), à Paris, Alternext créé par Euronext en sont d'autres exemples.

De la nécessité d'une place financière...

Malgré la globalisation et la dématérialisation des opérations, l'expérience démontre la nécessité d'une place financière, c'est-à-dire d'avoir, en un lieu donné, un nombre important de gens qui s'occupent d'affaires financières. Cela crée une masse critique. C'est clairement un avantage de Londres ou de New York et ça l'est également pour la France, une situation de concurrence difficile. Le rôle de la Bourse dans la concurrence entre places financières a été un élément important dans le débat.

Quels sont les critères d'attractivité d'une Bourse ? Un critère intéresse tous les usagers : c'est la liquidité. Une définition rigoureuse consiste à dire que la liquidité est la variation du prix de la transaction en fonction du volume échangé : plus il y a de volumes traités, plus il y a de chances de pouvoir acheter ou vendre des volumes significatifs. La liquidité dépend aussi de l'efficacité des intermédiaires qui prennent des risques. C'est ce qui justifie en partie le passage d'un club fermé avec des moyens limités, au système des banques, notamment en France et en Allemagne. Donc, les effets d'échelle jouent pour la liquidité. Il est clair que la question de la liquidité ne se pose pas vraiment pour le CAC 40. En revanche, pour une entreprise moyenne, la liquidité de la Bourse où elle est cotée est importante parce qu'il y a peu d'investisseurs non résidents sur les valeurs moyennes. Cette question de la taille et de la situation géographique des Bourses n'est donc pas indifférente d'un point de vue économique : un pays qui dispose d'une Bourse nationale importante a un avantage en matière de financement de ses PME, d'innovation et de croissance. Inversement, le NASDAQ attire les entreprises innovantes du reste du monde (Israël par exemple). Cette question de la liquidité est donc fondamentale.

Autre dimension importante : la sécurité. Le grand intérêt d'une Bourse, c'est que lorsque vous y achetez une valeur, vous êtes sûr d'être livré et celui qui vous vend est sûr d'être payé. L'équité et la transparence relèvent du rôle des autorités réglementaires : l'information doit être complète, égale pour tous, et les minoritaires doivent être protégés, éventuellement par un droit de suite. La question de l'égalité, quant à elle, se pose avec acuité depuis l'apparition des systèmes parallèles et de l'internalisation. Le coût de la transaction pour les investisseurs, mais également le coût de l'introduction et de la cotation, sont significatifs. Au chapitre de l'application réglementaire, la loi Sarbanes Oxley impose donc aujourd'hui des conditions de transparence draconiennes aux entreprises américaines : mais, dans la notice d'une entreprise américaine, la partie risque représente désormais une vingtaine de pages qui passent en revue tous les risques possibles ! À la lire, il ne faudrait surtout pas toucher à l'action ! On parle

beaucoup du marché des actions parce que c'est celui qui a la fonction économique la plus importante. Pourtant, les dérivés représentent un poids considérable : pour la Deutsche Börse comme pour Euronext, le volume des opérations de recettes sur les dérivés est supérieur à celui des actions. De même, le marché obligataire est un marché discret, mais d'une énorme importance.

Une des raisons de la domination des Bourses américaines est que les Américains détiennent la moitié environ de l'épargne mondiale investie en actions sur les marchés financiers. C'est ce qui explique que chez Euronext les investisseurs non français représentent aujourd'hui près de la moitié du capital du CAC 40. La deuxième raison de la domination du marché américain, c'est qu'ils ont joué admirablement l'oligopole : il y avait aux États-Unis, depuis la crise des années 1930, une loi qui interdisait aux banques commerciales d'avoir des activités en Bourse, le Glass Steagall Act. De ce fait, les banques d'affaires américaines avaient un monopole de fait et fonctionnaient comme un club oligopolistique sans formalisme. Jusqu'à très récemment, aux États-Unis, la rémunération des opérations de marché (autres que le courtage), introductions en Bourse ou augmentations de capital, était très largement supérieure à ce qu'elle était en Europe, ce qui fait que les banques y avaient un marché extrêmement rentable à la fois grâce à la masse de l'épargne investie en actions et à cet oligopole quasi légal.

...pour faire face à la concurrence

Les principales raisons pour lesquelles je me suis lié au projet Euronext-NYSE sont, d'une part, que je croyais que le mariage avec les Allemands était impossible à un horizon de quelques semestres (en matière de fusions d'entreprises, les problèmes de personnes sont prépondérants) et, d'autre part, parce que la concurrence dans ce domaine avance à une vitesse folle. Pour les usagers du système, peu importe que le fournisseur gère quelque chose de très rentable si le service qu'il vous rend répond à vos besoins à un prix raisonnable et si le fait de contourner ce service est compliqué et coûteux. Mais il existe des façons de le contourner et la concurrence se développe en utilisant essentiellement trois moteurs : un moteur réglementaire, qui est déjà en place, fondé sur la disparition partout dans le monde du monopole de Bourse ; deuxièmement, l'impact des technologies de l'informatique et de la communication : le fait que les investisseurs, y compris particuliers, aient accès à l'ensemble de l'information à partir de leur bureau à des coûts voisins de zéro, est quelque chose qui ne va pas disparaître et dont on n'a pas encore mesuré tous les effets. Enfin, les directives : la directive MIFID, en Europe, et les règles de *Best execution*, aux États-Unis, autorisent les banques à internaliser les opérations. Cela crée une pression sur l'offre et crée un problème majeur d'égalité et de transparence, que les défenseurs des Bourses ont essayé en vain de mettre en avant pour se prémunir. Tout ceci amène les gérants des fonds de retraite ou des OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) à devoir démontrer qu'ils ont trouvé la *Best execution* et pas seulement le prix le plus bas.

Cette pression concurrentielle ne se pose pas pour les entreprises du CAC 40. À ce niveau, le seul problème est de savoir qui réglemente. Dans le cadre de la réglementation générale financière et boursière européenne, personne n'envisage d'avoir une instance unique de réglementation, pas plus en matière bancaire que financière. Ainsi, la Banque Centrale Européenne n'a rien à dire en matière de réglementation bancaire, la solvabilité des banques étant un bien public et, à ce titre, contrôlée par chaque État. Il n'y a donc pas de menaces sérieuses de contrôle réglementaire des entreprises cotées par la SEC (*Securities and Exchange Commission*) quoi qu'aient pu en dire les opposants à la fusion. Il y a déjà une coordination des agences de régulation des marchés financiers de par le monde qui fonctionne plutôt bien.

Par contre, quelle est la concurrence au regard des nouveaux émetteurs ? Aujourd'hui, les concurrents directs d'Euronext ne sont pas New York : c'est d'abord Londres, suivi par Shanghai et Mumbai. Les nouveaux émetteurs aujourd'hui, ceux qui arrivent à recréer un flux d'investissements en Bourse, ce sont les pays émergents. Et pour eux, la place naturelle où aller, c'est Londres : ils y vont massivement parce que les Anglais en ont fait un avantage

compétitif mondial. Dès lors, une des idées présentes derrière le mariage Euronext-NYSE, en dehors des synergies techniques, est de proposer aux émetteurs d'Asie un système plus libéral que celui de New York mais ayant la visibilité auprès des acteurs américains. C'est peut-être un rêve, je le reconnais, mais quelles sont les alternatives ? Aller tous à Londres ? Cette question de la concurrence se pose donc de manière vitale.

Euronext et les PME

Ce dernier point est un vrai enjeu : quel est l'avenir d'Euronext pour les entreprises moyennes ? Que peut-on faire pour qu'il y ait plus d'entreprises moyennes cotées en Bourse ? Depuis quelques années, les Bourses occidentales, aussi bien européennes qu'américaines, rendent l'argent aux investisseurs : si on additionne les dividendes versés et les rachats d'actions par les entreprises, on obtient un montant supérieur aux augmentations de capital et aux introductions, ce qui est une situation que je qualifierai de malsaine. C'est à peine atténué par le fait qu'une partie de l'argent rendu aux investisseurs s'investit en actions non cotées à travers les fonds de *Private Equity*. Les Bourses ont donc toutes besoin de faire venir de nouveaux émetteurs et leur concurrent numéro un, c'est le capital privé. Se faire racheter est parfois plus sympathique et semble plus simple que l'introduction en Bourse, mais le risque pour le chef d'entreprise est de voir chaque semaine l'actionnaire vous poser des questions difficiles au lieu d'avoir de jeunes MBA qui vous posent tous les trimestres des questions sans intérêt !

En conclusion, j'ajouterai que, fort heureusement pour elles, alors que des gouvernements les surveillent, que des experts donnent leur avis, que des journalistes les critiquent, etc., ces deux SSII que sont Euronext et NYSE sont animées par des équipes très compétentes, ce qui est un atout considérable sur ce marché très concurrentiel. Alors, si l'on avait pu faire l'opération avec Deutsche Börse, c'eût été idéal, évidemment, mais rester seul aujourd'hui n'était pas une bonne idée. Et tout le reste n'est que leurres.

DÉBAT

Bourse européenne ou fédération de Bourses nationales ?

Un intervenant : *Dans ce rachat, l'identité de la place de Paris sera-t-elle préservée ?*

Sylvain de Forges : L'un des moments de grande émotion sur la place de Paris a été, il y a un peu plus d'un an, l'enterrement de madame Vanel. C'était une personne d'une discrétion et d'une compétence totales et d'un dévouement sans limites connues. Au poste de secrétaire générale de l'AMF, elle a aidé quantité de grandes et de petites entreprises françaises à se développer dans cet environnement complexe. La question que tout le monde se posait à cette occasion était : « *À qui et où devrais-je désormais m'adresser ?* » Cette dame était en union de culture totale avec ce que cherchait le demandeur. À elle seule, elle incarnait la place de Paris dans le marché des actions car, là comme ailleurs, tout est affaire de personnes. Cette capacité à donner le bon conseil fait la réputation d'une place financière. Ce qu'a réussi Jean-François Théodore en faisant d'Euronext une fédération de Bourses – au lieu de parler d'absorption – a été d'une profonde intelligence et j'espère que ce modèle fédératif sera conservé, quelle que soit l'organisation future. Là où l'opération Deutsche Börse n'a pas performé, c'est que l'impérialisme allemand est antinomique avec la construction d'un modèle fédératif pour ce qui est de la vie de tous les jours. Or une place, c'est la vie de tous les jours, en particulier du point de vue des PME. Combien de patrons de PME maîtrisent suffisamment l'anglais pour expliciter dans cette langue ce que sont les équilibres et les mécanismes de leur entreprise ? C'est pour cela qu'on essaye de créer une population d'analystes "valeurs moyennes" en France. C'est, et ça restera, un enjeu national.

Int. : *La présentation que vous faites de l'impérialisme de Deutsche Börse n'est-elle pas excessive d'autant que l'Allemagne est un pays parfaitement décentralisé ?*

S. de F : Pour comprendre cela, il faut revenir sur le combat très dur qui s'est livré en Allemagne entre les différentes places boursières au cours des vingt dernières années. Aujourd'hui, les Bourses de Hambourg ou de Wiesbaden ne sont plus qu'un souvenir et Deutsche Börse, la Bourse de Francfort, a imposé sa structure. De ce combat est ressortie une entité extrêmement concentrée, parce qu'on est dans une philosophie de SSII, et qui ne pouvait accepter d'être remise en cause par sa participation dans une structure fédérative. Henri Lachmann, dont l'un des parents est Allemand et qui est parfaitement bilingue, avait été choisi comme négociateur pour son ouverture d'esprit au-dessus de tout soupçon. Malgré cela, il s'est heurté à l'intransigeance, pour le moins maladroite, des dirigeants de Deutsche Börse. Mais maintenant que les équipes ont changé et que le patron est un Suisse Allemand, je constate que, depuis quelques mois, Deutsche Börse s'est réorganisée, en cassant le silo, en reprenant les différentes lignes de métiers, sur une structuration propre qui rendrait beaucoup plus facile l'opération qu'ils n'ont pas réussie par le passé...

André Lévy-Lang : Il faut comprendre que les Allemands ont fait de la *Finanz Platz* de Francfort un enjeu politique majeur. Le fait que la BCE (Banque centrale européenne) y soit, n'est pas tout à fait indifférent ! Imaginons maintenant que nous ayons pu les convaincre. Je ne suis pas sûr que l'opération eût été plus avantageuse pour l'économie française. L'épargne allemande est peu investie en actions : de ce point de vue, l'Allemagne est un petit pays. Une simple fédération des Bourses européennes n'aurait dès lors pas créé un acteur mondial de premier plan. Il ne faut pas idéaliser le projet d'une Bourse européenne.

Int. : *Le NYSE ne risque-t-il pas d'attirer à lui seul les investisseurs, en particulier ceux des pays émergés ?*

S. de F : NYSE n'a pas racheté, avec Euronext, une fédération de Bourses européennes pour y mettre le feu ! Rien ne dit que, le moment venu, ne viendront pas se joindre, à un très grand groupe qui ne sera plus américain que par effet de mémoire, de grandes places boursières comme Milan et Madrid et des Bourses de nouveaux pays européens. À terme, rien n'empêche d'imaginer une fédération des Bourses européennes en *partnership* avec un très grand marché américain, cash et dérivés, (car NYSE finira bien par acheter une des grandes entreprises américaines de dérivés) et, surtout, avec les *partnerships*, capitalistiques ou non, de Shanghai ou Mumbai.

Viendra-t-on à Paris ?

Les émetteurs des "nouveaux pays" ne commettront probablement pas la même erreur que nous. À la fin des années 1990, la mode était pour les entreprises françaises d'aller se faire coter sur le marché américain. Je n'en connais aucune qui n'en ait retiré autre chose que des ennuis considérables ! C'était un piège, pour eux comme pour nous, et les Américains ont fini par le comprendre. Depuis trois mois, on les voit réaliser une succession d'ouvertures qui desserre l'étau et va jusqu'à leur faire accepter les comptabilités tenues selon les nouvelles normes internationales IAS/IFRS (*International Financial Reporting Standards*), ce qui est une révolution par rapport à l'impérialisme de la SEC qui, lui, est quelque chose de bien réel, sérieux et pratique ! Ceci n'a rien à voir avec les qualités techniques comparées du LSE (*London Stock Exchange*) et du NYSE, car ce qui, fondamentalement, a fait la croissance de Londres, c'est la qualité et l'intelligence de ses réglementations de tous ordres, infiniment supérieures à celles en vigueur aux États-Unis. C'est ce qui a fait aujourd'hui de Londres, face à New York, ce qu'aucun Anglais n'osait rêver depuis des siècles !

Je ne vois donc pas pourquoi, si j'étais le président d'une entreprise moyenne chinoise tendant à se développer, j'irai me faire coter à Paris, Londres ou New York. J'irai me faire coter à Shanghai, si les services techniques y sont convenables, ce qui est désormais le cas, et si la régulation y est faite de façon convenable. Si je suis Chinois, je préfère m'adresser à une madame Vanel chinoise, qu'à une madame Vanel française, quelles que soient ses qualités.

A. L.-L. : Si les Israéliens vont se faire coter sur New York, ce n'est pas parce que c'est une mode, mais parce que le Nasdaq leur donne accès aux investisseurs. La vraie question est celle d'investisseurs qui investissent localement pour les entreprises qui ne sont pas au CAC

40. C'est ce qui marche à Londres : les gens viennent s'y faire coter parce que les investisseurs sont à Londres. Pour Paris, peut-être qu'un jour, le fait d'être dans un ensemble considéré comme américain par les Américains, facilitera ce genre de choses. Il n'est pas sûr que cela marche. C'est un pari : le *downside* est nul, le *upside* est possible.

Int. : *Quel est l'impact de cette opération en termes d'image sur les places boursières mondiales, vues comme des collectivités professionnelles ?*

A. L.-L. : À court terme, il est nul. Mais il faut raisonner autrement : faire que Paris devienne une place financière importante est un pari difficile, mais il faut le faire. Ce pari suppose de multiples conditions. On part avec un handicap considérable au plan de l'image ou de la fiscalité. J'ajouterai que les grandes banques françaises ne jouent pas autant la place de Paris qu'elles le devraient. Mais il existe un effet d'image positif liée à cette opération qui n'est pas nul aux États-Unis : le fait que NYSE ait choisi Paris plutôt que Londres n'est certes pas déterminant pour les professionnels, mais va dans le bon sens. Et pour l'instant, en France, il y a un début de prise de conscience de la nécessité de ce changement d'image. La création d'un pôle de compétitivité Finances en Île-de-France, les nombreux programmes universitaires de recherche, dans lesquels je suis très impliqué, l'idée que l'on peut avoir un *cluster* financier à Paris unissant recherche, universités, entreprises, start-ups, etc., va dans la bonne direction et permettra peut-être de faire venir un certain nombre de cerveaux qui, pour l'instant, vont plutôt vers Londres ou ailleurs.

Int. : *Que va-t-il advenir de Deutsche Börse dans ce contexte et va-t-on arriver à trouver une balance à l'hégémonie de Londres ?*

S. de F : Cette réforme de leur organisation à la suite de cette opération manquée est une bonne chose. Ensuite, ils vivent leur vie ! Ils visent, bien sûr, le court terme d'une ouverture des marchés et d'une compétition extrêmement forte, mais gardent toujours en ligne de mire l'évolution à moyen terme, ce dont témoigne leur réorganisation récente. Aujourd'hui, un an après avoir affiché ses ambitions d'alliance avec Euronext et Milan, Deutsche Börse n'a plus de contacts ni avec l'un, ni avec l'autre. Mais, récemment est sortie l'information du rachat d'ISE (*International Securities Exchange*) par Deutsche Börse. Leurs économies sont très robustes : ils peuvent sortir 2,8 milliards d'euros pour acheter le numéro quatre sur le marché des dérivés américains !

Présentation des orateurs :

Sylvain de Forges : Directeur des opérations financières de Veolia Environnement depuis novembre 2003 ; avant de rejoindre Veolia, il était directeur général de l'Agence France Trésor (AFT) au ministère de l'Économie et des Finances après avoir été chef du service des affaires monétaires et financières à la direction du Trésor.

André Lévy-Lang : Il a été président de Paribas jusqu'en 1999, date de création de BNP Paribas ; physicien (École polytechnique) et économiste (Université de Stanford) de formation, il a commencé sa carrière comme ingénieur dans l'industrie (CEA puis Schlumberger), en France et aux États-Unis ; il enseigne la finance à l'université de Paris Dauphine, et il est administrateur de plusieurs entreprises cotées et fondations de recherche.

Diffusion juillet 2007