

ÉDITORIAL

*La déréglementation et la concurrence poussent à la consolidation des bourses dans le monde. Le processus est loin d'être achevé. L'avenir d'Euronext engage non seulement le devenir de l'Europe financière, mais également les termes de la croissance et de l'emploi sur le continent. Le rapport analyse tout spécialement les conditions et les conséquences du projet de rapprochement entre Euronext et le New York Stock Exchange.*

*Un tel rapprochement comporterait un certain nombre d'avantages. Il soulève aussi un certain nombre de défis (la gouvernance du nouvel ensemble, les réglementations applicables...). Il faudra veiller en particulier à ce que l'accord reste ouvert à d'autres partenaires qui pourraient rejoindre ultérieurement le groupe pilote (en particulier la Deutsche Börse) et à ce que la consolidation transatlantique ne freine pas, mais plutôt renforce l'intégration bancaire et financière de l'Europe.*

**Christian de Boissieu**

## Consolidation mondiale des Bourses

Rapport de Jacques Hamon, Bertrand Jacquillat et Christian Saint-Étienne

*La consolidation des Bourses est devenue un processus inéluctable dans un monde globalisé où la circulation des capitaux se situe à l'avant-garde de la mondialisation. La France peut d'autant moins rester à l'écart de ce mouvement que l'enjeu est « industriel » et concerne la compétitivité d'un secteur à haute valeur ajoutée. Comment se positionne la place financière de Paris dans ce contexte ? Quelles sont les principales options ouvertes pour les entreprises de marché ? Quelles sont les perspectives offertes par l'alliance Euronext/New York Stock Exchange ? Le rapport de Jacques Hamon, Bertrand Jacquillat et Christian Saint-Étienne apporte des éléments de réponse à ces questions.*

*Ce rapport a été présenté le 18 janvier 2007 à Jean-François Copé, ministre délégué au Budget, dans le cadre d'une séance plénière du CAE. Cette lettre, rédigée sous la responsabilité de la cellule permanente, en reprend les principales conclusions.*

Comme le soulignait Schumpeter, le secteur financier joue un rôle crucial pour la croissance. Des marchés et des intermédiaires financiers efficaces mobilisent l'épargne, la dirigent vers l'investissement, organisent la mutualisation des risques et favorisent ainsi la productivité et l'innovation. La finance est donc une « industrie » stratégique et à haute valeur ajoutée, dont la rentabilité sociale est élevée. C'est dans ce contexte qu'il faut considérer le rôle et l'évolution des bourses.

### Bourses et marchés : état des lieux

Dans la première partie de leur rapport, les auteurs présentent un état des forces et des acteurs en présence tant au niveau des principaux marchés que des entreprises de marché qui les gèrent. Pour les auteurs, l'effervescence actuelle autour de la consolidation des bourses n'est que la continuation d'un processus permanent et mondial qui touche à la fois les marchés d'actions, mais aussi et surtout les marchés de produits dérivés.

Pour comprendre la logique du mouvement actuel, il est utile d'effectuer un examen approfondi de l'activité des entreprises de marchés. On constate ainsi que la composition des portefeuilles d'activité diffère d'une entreprise à l'autre.

La première distinction porte sur la nature des titres échangés. Le *New York Stock Exchange* (NYSE), le *NASDAQ* ou le *London Stock Exchange* (LSE) se sont ainsi spécialisés dans le produit action, alors que Euronext et Deutsche Börse (DB) équilibrent leur activité entre les marchés actions et les marchés de produits dérivés. D'autres intervenants sont intégralement spécialisés dans les marchés de produits dérivés.

La seconde distinction est relative au degré d'intégration verticale des activités. Le cœur de l'activité des entreprises de marché concerne la confrontation de l'offre et de la demande, c'est-à-dire les opérations de cotation et d'organisation des transactions. En aval de la chaîne du titre, se déroulent les opérations post-mar-

chés : la compensation, le règlement-livraison et la conservation des titres.

Le NYSE, le LSE, le NASDAQ ou Euronext concentrent leurs activités sur la cotation et la négociation d'actions, alors que la Deutsche Börse a intégré verticalement les activités et tirent un revenu très substantiel de sa filiale « Clearstream » spécialisée dans les opérations post-marchés.

Les activités de cotation et de négociation d'actions génèrent des types de revenus qui reflètent les choix technologiques et le modèle de marché utilisé par l'entreprise.

Ainsi Euronext, qui a été pionnier dans la cotation assistée par ordinateur, tire des revenus substantiels de son activité de développement logiciel. Le LSE, le NASDAQ ou le NYSE vendent en temps réel les flux de données qu'ils cotent. Ces trois entreprises limitent les prélèvements qu'elles tirent des transactions conclues (*trading fees*) afin d'accroître la liquidité du marché, et se financent sur les émetteurs en prélevant des droits à la cotation réguliers ou lors d'événement affectant le capital (*listing fees*). Le paiement par l'émetteur est une contrepartie à la certification qu'accorde l'entreprise de marché en admettant l'accès à la cotation.

Les *listing fees* d'Euronext ou Deutsche Börse sont plus limités. Leur capacité d'attraction, notamment auprès des émetteurs étrangers, est en effet moindre. Le *listing fee* est, en ce sens, une mesure de la valeur de la marque.

### Les raisons de la consolidation

La consolidation des bourses constitue un processus inéluctable dans un monde globalisé où la circulation des capitaux se situe à l'avant-garde de la mondialisation. Le fonctionnement des marchés financiers génère en effet des économies d'échelle, et la

consolidation des marchés permet de les exploiter. Du côté de la demande, on observe une externalité de réseau : les gains retirés par un investisseur de sa participation à un marché augmentent avec le nombre de participants. Ainsi, la consolidation des marchés accroît la liquidité d'un titre et incite les opérateurs à réaliser davantage de transactions, amplifiant l'effet initial de consolidation. Par ailleurs, la réunion des transactions et des opérations de règlement-livraison sur des plates-formes intégrées réduit les coûts de transaction à l'avantage des investisseurs, des entreprises de marché et des émetteurs. Ces différents effets sont renforcés par le développement des technologies de la communication et de l'information.

Au total, l'enjeu de la consolidation des bourses est la réduction du coût de l'intermédiation entre épargne et investissement, et la possibilité d'opérer une meilleure diversification des portefeuilles des investisseurs.

### La place des réglementations dans le mouvement de consolidation

Toutefois, mal contrôlée, la concentration des ordres s'exerce au détriment de la concurrence, et conduit à une augmentation des marges des intervenants, qui entrave le développement des échanges. La structure optimale d'organisation des marchés doit maximiser la liquidité, ce qui implique de favoriser la concentration des ordres tout en développant la concurrence. Un tel arbitrage est du ressort de la réglementation qui régit l'organisation des marchés.

Comme il est souligné dans le rapport, les effets de la fragmentation et de la consolidation de marchés conduisent à une redistribution des gains entre les différentes parties prenantes, les investisseurs, les intermédiaires financiers, les bourses et les émetteurs.

Mais, il ne s'agit pas pour autant d'un jeu à somme nulle. Le choix d'une architecture optimisant la liquidité consolidée abaisse le coût du capital pour les émetteurs tout en augmentant les performances des portefeuilles des épargnants.

Les effets positifs de la concurrence entre marchés suggèrent qu'il existe des bénéfices à maintenir une certaine fragmentation. La difficulté consiste alors à construire une organisation des marchés en concurrence qui permette de répliquer au mieux les effets de la consolidation des offres sur un seul marché. Si l'on se place du point de vue de l'organisation des transactions, les bénéfices attendus de la consolidation boursière ne passent pas nécessairement par une fusion des entreprises de marché.

En effet, le développement de nouvelles technologies et de services permet une interconnexion électronique des carnets d'ordre qui rendent compatibles la consolidation des échanges et la fragmentation des marchés et des intervenants, facteurs de concurrence.

Cette structure s'est facilement mise en place aux États-Unis, pays dans lequel le négoce de titres financiers n'a jamais été un monopole réglementé. Le « *National Market System (NMS)* » organise la concurrence et régit l'interconnexion des marchés.

À côté des marchés nationaux (NYSE, AMEX, NASDAQ Stock Market) où les titres sont officiellement listés, il s'est ainsi développé de nombreux cas de négociation sans listage officiel sur des marchés régionaux ou sur des plates-formes plus informels.

La situation européenne est moins assurée mais la mise en place prochaine de la DMIF (MiFID, Directive marchés d'instruments financiers) doit changer la donne. Certes, cette directive ne prévoit pas la mise en place d'un marché européen qui serait le pendant du « *National Mar-*

*ket System* » américain. Elle mettra fin à l'obligation de concentration des ordres et va réduire les barrières et les coûts liés aux opérations transfrontalières. On peut ainsi s'attendre à une concurrence accrue entre les différents marchés, et à la construction d'un espace financier européen où la fragmentation actuelle des marchés est compatible avec une consolidation efficace des transactions. Une question essentielle est de savoir si la DMIF permettra la mise en place de clause de « meilleure exécution » prévoyant d'acheminer les ordres vers le marché le plus performant.

D'un point de vue technique, les opérateurs européens ont déjà réalisé la consolidation. Ainsi, les carnets d'ordre électroniques et transparents de SETS, Euronext ou XETRA offrent une structure de marché assez efficace. L'annonce du lancement d'une plateforme d'échange de données de marché par un consortium de neuf banques à l'horizon d'août 2007 introduit de la concurrence dans un domaine jusque-là réservé à chaque marché.

L'automatisation avancée des marchés européens va faciliter l'interconnexion, et offre un terrain favorable à la DMIF. Même si l'organisation européenne des transactions n'alignera pas son fonctionnement sur le NMS américain, elle permet d'accroître et de faire vivre une concurrence vertueuse à l'avantage des intervenants.

La réglementation affecte également l'organisation des opérations post-marchés de règlement livraison. On peut penser que des économies d'échelle significatives affectent cette activité, qui induit des coûts de transaction significatifs pour les agents. Aux États-Unis, un seul système (le *Depository Trust and Clearing Corporation, DTTC*) gère l'ensemble des transactions sur tous les marchés d'action. Ce service commun (sinon public) semble fonctionner efficacement, et s'avère d'un

coût assez faible. En Europe, les systèmes de compensation, règlement-livraison et conservation des titres sont presque aussi nombreux que les pays. On observe actuellement une certaine consolidation des systèmes autour des opérateurs Euroclear (partagé par plusieurs places de marché) et de Clearstream (lié à Deutsche Börse). L'Europe ne parvient pas à trouver le « bon » modèle dans ce domaine oscillant entre un schéma à l'américaine de partage d'une plate-forme de compensation par plusieurs marchés (Euroclear) et un schéma d'intégration verticale entre les transactions et la compensation (Clearstream). L'intégration verticale constitue un obstacle au développement de la concurrence sur le segment transaction-négociation. L'hypothèse d'un seul organisme au niveau européen sur la base des coûts constatés aux États-Unis amène à une économie de 1,6 milliard d'euros. L'essentiel de cette perte est lié aux transactions transfrontalières mal organisées.

Un dernier aspect de la réglementation concerne la protection des épargnants et la gouvernance des entreprises émettrices. Les États-Unis ont adopté en 2002 le *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) qui s'applique aux sociétés émettant des titres auprès des investisseurs américains. La mise en place du SOX aurait doublé le coût d'une cotation aux États-Unis et a provoqué des radiations permettant d'échapper à la loi. Il semble que la *London Stock Exchange* a gagné en attractivité pour les sociétés non américaines souhaitant une cotation sur une place internationale.

Dans le mouvement de consolidation sont apparues des craintes sur les risques d'extraterritorialité des règles boursières américaines. La fusion Euronext/NYSE peut-elle contraindre une société cotée sur Euronext à appliquer le SOX ? La fiche de synthèse publiée par la *Securities and Exchange*

*Commission* (SEC) en juin 2006 apporte une réponse négative à cette question. Si elles renchérisse les coûts de cotation, les lois comme le SOX constituent à l'évidence un élément de la concurrence que se livrent les différentes places financières pour attirer à la cotation les entreprises internationales.

### Les enjeux stratégiques du développement de la place financière de Paris

La troisième partie traite des enjeux stratégiques du développement de la place financière de Paris face à ce mouvement de consolidation. Jacques Hamon, Bertrand Jacquillat et Christian Saint-Étienne insistent sur l'enjeu 'industriel' pour la France du mouvement de consolidation engagé. Le rapport comprend une annexe traitant de la localisation des activités financières dans l'union européenne. Les auteurs dressent un constat : en France, les activités financières emploient 760 000 personnes en 2005, soit 3,1 % de la population active totale. Le secteur se développe et crée des emplois.

Cette activité est essentiellement concentrée en Île-de-France, et cette région occupe une place singulière au niveau européen, puisqu'elle partage avec Londres la première place pour le nombre d'employés dans le secteur financier.

Les auteurs soulignent l'attractivité du territoire « parisien » pour les activités financières. Euronext et les banques françaises sont reconnus pour opérer à la frontière technologique et scientifique en termes de développement de produits et de techniques de négociation. De plus, la qualité de la régulation exercée par l'AMF (Autorités des marchés financiers) et par la Commission bancaire est reconnue par leurs pairs. En dépit de la faiblesse traditionnelle des flux d'épargne long terme, la place de Paris constitue ainsi un

atout majeur pour le développement économique de notre pays.

Sur la base d'une comparaison objective, les auteurs considèrent que la place de Paris soutient la comparaison avec celle de Londres dans le domaine de l'activité primaire de place (capacité à intermédiaire l'épargne vers l'investissement et à gérer les risques).

La mise en place de la monnaie unique, le changement de statut des entreprises de marché, la mise en œuvre de la Directive marchés d'instruments financiers (DMIF) fait tomber les dernières barrières de protection en mettant fin à l'obligation de concentration des ordres qui organise le marché boursier français jusqu'à la fin 2007. La place de Paris ne peut rester à l'écart du mouvement de consolidation qui s'accélère.

### La stratégie des grands acteurs et les enjeux de l'alliance Euronext/NYSE

La quatrième partie du rapport traite de la stratégie des grands acteurs tant américains qu'européens. La dernière partie présente les enjeux de l'alliance Euronext/NYSE.

Euronext a été créée pour répondre au souhait des utilisateurs, des émetteurs et des autorités de régulation de réduire les frais liés à la négociation des titres. En migrant ses quatre marchés d'actions et ses cinq marchés de dérivés sur deux plates-formes informatiques, Euronext a réalisé des économies de coûts considérables, dont une partie a été rétrocédée aux utilisateurs sous la forme d'une baisse des tarifs. Euronext a également harmonisé l'accès au marché pour les utilisateurs, leur permettant ainsi de réaliser des économies de coûts internes encore plus significatives.

La fusion d'Euronext avec le NYSE doit s'analyser en tenant compte de cinq critères

essentiels : le renforcement de la place financière de Paris, notamment dans le cadre du pôle de compétitivité à vocation mondiale de Paris, place financière en cours de création ; une baisse des coûts de transaction pour les investisseurs ; une gouvernance équilibrée de la nouvelle entité fusionnée ; un cadre réglementaire sûr et la préservation du bien public européen.

Il eut certainement été plus facile de regrouper les bourses européennes ayant eu depuis le début de la décennie quatre-vingt-dix la même vision stratégique mais tel n'a pas été le cas. L'histoire étant ce qu'elle est, nous sommes placés aujourd'hui dans le cadre d'un optimum de second rang qui n'hypothèque pas l'avenir d'Euronext et celui de la place financière de Paris.

L'alliance Euronext/NYSE représente une opportunité unique à plus d'un titre. Elle facilite la venue de nouveaux émetteurs notamment des pays BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), et renforce le marché primaire d'Euronext. Il n'est pas de marché secondaire puissant et actif sans un marché primaire régulièrement enrichi de nouveaux émetteurs. Par ailleurs, l'alliance apporte des synergies de coûts en consolidant les plates-formes de négociation et les réseaux des membres des deux entités, et des synergies de gamme. De ce fait, l'alliance développe la liquidité de chacun de ses membres et crée une *pool* de liquidité puissant, bien supérieur à la liquidité de chacune des deux entités. Elle permet une extension du réseau de distribution de chaque entité dont certaines activités sont complémentaires, et facilite le *cross selling*.

L'alliance entre le NYSE et Euronext donne naissance à la première entreprise de marché globale pour ce qui concerne le *mix* actions/produits dérivés. Cette alliance ne vise pas pour autant la course à la taille pour la taille. En jouant

## Les Rapports du Conseil d'Analyse Économique

### 40. Compétitivité

- 41. Propriété intellectuelle
- 42. Les normes comptables et le monde post-Enron
- 43. Crises de la dette : prévention et résolution
- 44. Protection de l'emploi et procédures de licenciement
- 45. Ségrégation urbaine et intégration sociale
- 46. Éducation et croissance
- 47. La société de l'information
- 48. Productivité et croissance
- 49. Productivité et emploi dans le tertiaire
- 50. Les crises financières
- 51. Réformes structurelles et coordination en Europe
- 52. Réformer le Pacte de stabilité et de croissance
- 53. Financer la R&D
- 54. Politiques environnementales et compétitivité
- 55. Désindustrialisation, délocalisations
- 56. Croissance équitable et concurrence fiscale
- 57. La famille, une affaire publique
- 58. Les seniors et l'emploi en France
- 59. Politique économique et croissance en Europe
- 60. Politiques de la concurrence
- 61. Une stratégie PME pour la France
- 62. La France et l'aide publique au développement
- 63. Vieillissements, activités et territoires à l'horizon 2030
- 64. Évolution récente du commerce extérieur français
- 65. Économie politique de la LOLF
- 66. Performance, incitations et gestion publique
- 67. Consolidation mondiale des bourses

Ces rapports sont disponibles à La Documentation française  
29 quai Voltaire  
75344 PARIS Cedex 07  
Téléphone : 01 40 15 70 00  
Télécopie : 01 40 15 72 30  
et sur : www.cae.gouv.fr

La documentation Française



un rôle décisif dans le mouvement de consolidation des marchés, l'alliance se pose en véritable concurrent du LSE tout en renforçant la position de l'Europe sur les marchés financiers par sa capacité à attirer les flux de capitaux du monde entier.

Le *statu quo* (et l'attente passive) était probablement la pire des solutions pour la place financière de Paris, dans la mesure où celle-ci risquait de devenir une place régionale face aux alliances de bourses qui se forment et auxquelles elle aurait décidé de s'exclure.

Après que l'alliance Euronext/NYSE a été approuvée par les assemblées générales des deux sociétés et si les actionnaires apportent effectivement leurs titres pour la réaliser, deux questions demeurent.

Quelle est la probabilité que l'alliance en reste une sans que New York cherche à dominer ses partenaires européens ? Comme il est apparu dans le rapport, la volonté du NYSE et du NASDAQ de trouver des partenaires européens obéit aux nécessités liées à la consolidation des bourses mondiales mais aussi au désir d'échapper aux griffes du Congrès américain et de la SEC. De plus, les activités boursières étant fortement régulées, le nouvel ensemble opérera dans le cadre d'un dialogue constant avec le collège européen de régulateurs des activités financières. L'alliance Euronext/NYSE cherchera vraisemblablement à accélérer son développement sur les marchés européens en gardant les meilleures relations possibles avec les régulateurs européens qui se sont donnés, de par les conditions imposées dans le cadre du traité de fusion, pour préserver l'intégrité des marchés, de nombreux droits de regard dans les décisions de l'alliance. Un

écrasement de la partie européenne de l'alliance n'est pas le scénario le plus probable et les régulateurs pèseront lourdement pour éviter que cela ne se produise si les circonstances changeaient.

Est-ce la fin d'une tentative d'unification des marchés boursiers européens ? D'une part, la DMIF pose le principe d'une concurrence hors bourses pour les transactions, indiquant ainsi que la création d'un seul marché européen bénéficiant du monopole de concentration des ordres n'est pas l'hypothèse préférée des autorités européennes. D'autre part, rien n'interdit à Deutsche Börse de rejoindre le nouvel ensemble afin de constituer un pôle mondial dans les dérivés. La fusion maintient la capacité d'Euronext à promouvoir le mouvement de consolidation du marché européen, en s'appuyant sur les bases qui ont fait son succès, à savoir « l'organisation fédérale des marchés » et le modèle « horizontal » de la chaîne des transactions. Il faut souhaiter et encourager l'entrée de DB dans l'alliance qui serait ainsi dans la meilleure position possible pour servir optimalement le bien public européen.

En attendant l'entrée de DB dans le nouvel ensemble, l'alliance Euronext/NYSE procure aux émetteurs la possibilité de venir se faire coter dans l'une ou l'autre des deux principales monnaies au monde, le dollar et l'euro. La création de l'alliance renforce le rôle et l'importance de l'euro dans le monde du fait qu'un plus grand nombre d'entreprises hors zone euro se fera coter sur Euronext, et que davantage d'investisseurs institutionnels investiront dans des sociétés cotées en euros sur Euronext.

Pour les auteurs du rapport, l'alliance est bénéfique à la fois aux investisseurs, aux intermédiaires et aux émetteurs

dans la mesure où elle crée un bassin de liquidité ample et élargi, et qu'elle permet des coûts d'accès réduits, qu'elle donne un accès à davantage de sociétés cotées, qu'elle étend et diversifie la variété des instruments financiers cotés en créant de nouveaux produits et de nouveaux services. L'alliance réduit les coûts d'accès aux marchés et provoque donc la diminution des coûts de transactions. Ceci profite aux investisseurs dont les coûts de gestion et de transactions seront abaissés, et qui pourront procéder plus facilement à la diversification internationale de leurs portefeuilles. L'alliance bénéficiera aussi aux émetteurs par la baisse de leurs coûts de financement. L'alliance bénéficiera au pôle de compétitivité financière de la place de Paris en créant davantage d'emplois à valeur ajoutée dans le secteur financier.

Le groupe issu de la fusion donnera une dimension universelle au modèle économique créé par Euronext, ce dernier devenant le pilier européen de l'édifice créé au niveau mondial.

### Commentaire

Jacques Mistral salue la qualité du rapport, dont il partage les principales conclusions. S'il reconnaît que l'offre allemande n'était pas attractive, il déplore l'absence de projet européen. Par ailleurs, l'alliance d'Euronext avec le NYSE soulève deux questions essentielles, qui n'ont pas été totalement résolues : celle de l'extraterritorialité de la réglementation américaine, et celle de l'équilibre de la gouvernance du nouvel ensemble. Jacques Mistral ne partage pas l'optimisme des auteurs sur ces deux points, et pense qu'une réflexion plus approfondie aurait été souhaitable. ■