

## L'Europe et la Bourse, ou comment se faire arbitrer par les Américains

Article rédigé par *François de Lacoste Lareymondie\**, le 02 juin 2006

Un an après le rejet du projet de traité constitutionnel européen, il ne s'est rien passé sur le plan politique ; sinon l'enregistrement officiel du décès par les ministres des Affaires étrangères réunis à Vienne au cours du week-end dernier.

On attendra sagement 2007 pour rouvrir le chantier, comme prévu.

Pendant ce temps-là, la vie européenne continue, comme si de rien n'était. Les organes de l'Union européenne, notamment la Commission, ne semblent pas avoir pris conscience de l'impasse où les conduit leur vision idéologique du monde. Un exemple parmi d'autres, pris dans un domaine déjà communautarisé où l'adoption du traité constitutionnel n'aurait pas changé la donne : celui des services et marchés financiers.

Je ne sais si nos lecteurs l'ont remarqué, mais les Bourses européennes sont en plein bouleversement et sur le point de passer toutes sous contrôle américain. Pourquoi cela ? Pourquoi ne parvient-on pas plutôt à créer une grande Bourse européenne unique qui serait le pendant naturel du Marché unique dans la sphère financière ? L'histoire mérite d'être contée tellement elle est édifiante.

### 1/ La Bourse, un acteur essentiel de l'économie

Une Bourse de valeurs joue un rôle essentiel dans l'économie. Elle se situe au confluent des besoins de financement des entreprises et de l'offre d'épargne qui cherche à s'investir.

Pardon de citer quelques chiffres, mais ils sont nécessaires pour caler les idées. L'épargne française investie en actions cotées, soit directement, soit au travers d'OPCVM ou de contrats d'assurance vie en unités de compte, s'élève à près de 300 milliards d'euros et représente environ 15% de notre patrimoine financier [1]. Cette proportion, après avoir beaucoup augmenté au cours des années 90, a été sensiblement affectée par la chute de la Bourse en 2000 mais tend à se redresser ; elle est nettement plus élevée dans d'autres pays, notamment aux États-Unis où elle avoisine 40%. Les entreprises cotées en France lèvent en moyenne 10 milliards d'euros chaque année en Bourse, après que les années 99 et 2000 avaient enregistré des sommets (respectivement près de 50 et plus de 70 milliards) ; et leur capitalisation boursière, c'est à dire l'addition de leurs valeurs évaluées au cours de Bourse, dépasse 50% du PIB, proportion néanmoins modeste comparée à la Grande-Bretagne (130% du PIB) ou aux États-Unis (140% du PIB).

Une Bourse remplit bien son office si elle concentre en un même lieu le maximum de transactions, facteur-clé de la liquidité et de la formation du prix le plus juste, si elle offre une bonne sécurité aux transactions qui s'y nouent, et si elle garantit une transparence totale de l'information diffusée et des opérations réalisées, gage de la confiance des uns dans les autres.

Pour comprendre ce qui se passe, il me paraît utile de décrire sommairement la chaîne des opérations dans toute transaction boursière : • Au départ, se trouve en général une banque qui "conserve" les titres possédés par ses clients épargnants : elle les a en dépôt, tient à jour les portefeuilles, gère les droits et collecte les ordres d'achat et de vente qu'elle transmet à la négociation ;

• Puis vient la négociation qui s'effectue en Bourse proprement dite ; soit dans un lieu physique (qu'on appelait autrefois la "corbeille" à Paris et qui existe encore à Londres et à New York), soit par voie électronique, la confrontation étant alors faite informatiquement par les outils de la société qui gère la Bourse (c'est le cas de Paris aujourd'hui et de Francfort) ;

- Ensuite une chambre de compensation (clearing) calcule les soldes nets de titres à livrer et d'espèces à régler entre les banques donneuses d'ordres afin de réduire entre celles-ci les échanges physiques qui sont sources de risques importants ; en outre cette chambre s'interpose entre acheteurs et vendeurs afin que la défaillance éventuelle de l'un d'eux n'entraîne pas, en cascade, celle de tous les autres ; elle joue ainsi le rôle de "contrepartie centrale" du marché ;
- Enfin vient la dernière étape, celle du règlement (des espèces) par l'acheteur contre la livraison (des titres) par le vendeur, qui va dénouer leurs engagements réciproques ; cette étape de "tuyauterie" est souvent gérée par une institution spécialisée qui exerce en outre une fonction de "dépositaire central", c'est-à-dire de notaire qui tient les comptes-miroir des portefeuilles des conservateurs et leur permet de justifier à leurs clients-épargnants la réalité des titres que ceux-ci possèdent. 2/ Un mouvement irrésistible de concentration

Contrairement à ce que l'on pense souvent, les lieux de négociation peuvent être multiples, et l'ont été pendant longtemps : jusqu'à la fin des années quatre-vingt on comptait en France près d'une dizaine de Bourses de valeur, celle de Paris n'étant que la plus grosse. C'est toujours le cas aux États-Unis. Mais les exigences de bon fonctionnement rappelées plus haut ont suscité un mouvement de concentration irrésistible : les Bourses de province ont été fermées et le marché français a été regroupé à Paris ; puis le marché de Paris a progressivement pris sous son égide ceux de Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne. Ce mouvement de concentration a été facilité par une seconde évolution : la transformation des Bourses, auparavant simples structures de moyens gérés par les agents de change, en sociétés commerciales dont le capital est lui-même coté et dont les actionnaires ne sont plus les institutions de la place mais, majoritairement désormais, des fonds d'investissement. C'est ainsi que la Bourse de Paris est devenue le groupe Euronext.

La capitalisation boursière des marchés gérés par Euronext s'élève à environ 1.700 milliards d'euros (pour 1.400 sociétés cotées) et représente à peu près un quart du marché européen.

À Londres, une bonne part des négociations ne passe pas sur le marché central géré par le London Stock Exchange (LSE) mais est réalisée au sein des banques qui appartiennent directement les ordres de leurs clients, quand elles ne se portent pas elles-mêmes contreparties (ce qui est interdit en France pour des raisons déontologiques). Ceci n'empêche pas le LSE de capitaliser près de 2.000 milliards d'euros (28% du marché européen) pour 2.700 sociétés cotées. Quant à la Deutsche Börse (DB) de Francfort, elle se situe nettement en retrait sur la négociation des actions (900 milliards de capitalisation, soit 12% du marché européen, pour seulement 900 sociétés), beaucoup d'entreprises allemandes ayant préféré se faire coter à Londres, mais tire sa force de la négociation des produits dérivés et surtout des fonctions post-marché.

Les banques américaines ont fait de la conservation de titres une de leurs spécialités en y investissant d'énormes moyens : les quatre premières [2] détiennent près de 60% du marché mondial ! Qui gère la conservation maîtrise évidemment la présentation des ordres au marché et par conséquent place le négociateur sous son étroite dépendance. Or ce sont elles, associées aux banques d'affaires, également américaines, qui aujourd'hui tiennent le haut du pavé sur la place de Londres dont elles sont en passe de faire leur centre stratégique. À cela, il y a plusieurs raisons : outre la taille du marché européen qui leur impose d'y être présentes et la prépondérance traditionnelle de Londres sur le circuit des financements internationaux, le durcissement des obligations d'information et de transparence imposées aux sociétés cotées aux États-Unis par le législateur américain [3] pousse nombre d'entre elles à rechercher une place de cotation plus complaisante. Le poids acquis par ces intermédiaires américains à Londres leur confère une influence décisive sur l'ensemble de la chaîne, y compris sur les choix politiques du gouvernement britannique.

Les fonctions de compensateur et de dépositaire central tendent, par nécessité technique, vers le monopole naturel. De fait il n'existe qu'un titulaire de chaque fonction par pays européen : sur les marchés gérés par le LSE et par Euronext le compensateur est identique et unique (Clearnet) ainsi que le dépositaire central (Euroclear), ce dernier étant relayé par une structure opérationnelle nationale dans chacun des pays concernés ; l'un et l'autre sont largement indépendants des Bourses et des banques, et neutres par rapport aux plate-formes de négociation qui déversent leurs transactions dans leurs systèmes. Par contre, quand un seul et

même acteur pratique la concentration verticale et contrôle à la fois la négociation, la compensation, le règlement-livraison et la fonction de dépositaire central, on imagine sans peine quelle peut être sa capacité à distordre la concurrence à son profit. Or c'est le cas de la DB qui détient 50% du capital du compensateur central allemand (EUREX), et surtout 100% du capital de Clearstream, institution désormais connue du public [4] qui exerce toutes les activités situées en aval de la négociation, plus celles de conservation et de banque, tant sur le marché allemand que sur les marchés internationaux à partir de Luxembourg.

### 3/ Les grandes manœuvres

Les motivations des acteurs sont simples : la négociation est coûteuse à gérer en raison des nombreuses contraintes auxquelles elle doit satisfaire, et peu rémunératrice à cause de la pression des donneurs d'ordres sur les tarifs. Les Bourses sont donc poussées à la concentration, soit horizontale (modèle Euronext) soit verticale (modèle DB) ; seul le LSE n'a pas su ou pu choisir à temps, gêné d'être située en-dehors de la zone euro.

Les grandes manœuvres ont commencé il y a deux ans et se sont déroulées en cinq temps : • Premier temps, une offre publique de DB sur le LSE : elle a été mal accueillie par les actionnaires du second qui ont trouvé l'offre financière insuffisante ; elle soulevait des problèmes de concurrence difficiles à résoudre ; et surtout elle a été bloquée par des fonds d'investissement actionnaires de la bourse allemande qui craignaient, à juste titre, que le financement de cette acquisition n'oblige celle-ci à emprunter dans des proportions excessives ; ce qui aurait entraîné une dégradation de sa note de crédit [5], et par ricochet de Clearstream, rendant plus coûteux son refinancement et menaçant de tuer la poule aux œufs d'or ; pour se faire entendre, ils n'ont pas hésité à débarquer les dirigeants de DB l'an dernier.

- Deuxième temps, l'esquisse d'une offre publique de Euronext sur le LSE : elle a avorté au mois de mars, toujours en raison des réticences des actionnaires du second, mais aussi parce que ses dirigeants ont temporisé autant qu'ils ont pu, à la fois par dédain des continentaux et dans l'espoir d'un "chevalier blanc" américain.

- Troisième temps, des négociations entre Euronext et la DB : certains actionnaires des deux Bourses en ont imaginé le rapprochement ; perspective séduisante sur le papier, politiquement facile à vendre, et à laquelle certains croient encore ; mais qui se heurte non seulement aux problèmes de concurrence déjà évoqués, mais aussi à une absence de synergies en raison des caractéristiques divergentes des deux Bourses, et à une intransigeance des Allemands : ceux-ci n'imaginent pas un instant que les fonctions stratégiques ne soient pas concentrées à Francfort au motif que la ville abrite le siège de la Banque centrale européenne et a donc vocation à devenir le centre des marchés financiers européens ; comme, de surcroît, le Land de Hesse en est aussi un gros actionnaire, il n'est politiquement pas envisageable de prendre quelque risque que ce soit à son encontre.

- Quatrième temps, le LSE devenu orphelin, a cru trouver un sauveur avec le Nasdaq (Bourse américaine spécialisée dans les valeurs technologiques) qui a déposé une offre publique d'achat ; mais s'étant assuré par des voies détournées la propriété de 25% du capital du LSE, niveau qui en fait le premier actionnaire et lui en donne le contrôle de fait, ayant ainsi atteint ses fins, le Nasdaq vient de retirer son offre laissant les autres actionnaires à leurs désillusions.

- Cinquième temps, le New York Stock Exchange (NYSE) autrement dit "Wall Street", première Bourse mondiale, s'est porté candidat au rachat de Euronext : les deux parties viennent de conclure un accord de principe sur les plans technique et financier ; même si ce rapprochement apparaît équilibré entre deux pôles non concurrents en raison de leurs implantations géographiques mais complémentaires, s'apportant mutuellement une liquidité élevée sur leurs marchés respectifs et partageant une vision identique de leur métier, même si le NYSE souhaite s'équiper du système informatique de Euronext pour passer à la cotation

électronique, une fois le pas franchi, il sera irréversible. Y aura-t-il un sixième temps ? On le murmure. Il ne sera pas plus européen que les précédents : le CIMEX, autrement dit la Bourse de Chicago, pourrait s'intéresser à la DB.

4/ La passivité européenne, complice d'une mainmise américaine ?

Que fait Bruxelles ? Que font ces gouvernements des pays européens si prompts à enfourcher le cheval du "patriotisme économique" ? Rien !...

À Bruxelles, on ne parle que d'accroître la concurrence des Bourses entre elles et avec les autres modes de négociation, de faciliter l'accès aux marchés et aux services, de supprimer les monopoles de droit ou de fait, de libéraliser l'exercice de toutes les fonctions. Mais de politique industrielle et de stratégie à long terme, nenni !

La Commission, seule compétente pour lancer une politique communautaire, se contente d'accumuler des réglementations dont les pages se comptent par centaines ; réglementations dont les premiers effets, paradoxaux seulement en apparence, au-delà d'un formalisme tatillon et foisonnant, sont de déréguler le secteur et d'entraver la constitution d'un pôle européen. L'idée que les infrastructures de négociation, de compensation et de règlement-livraison constituent un enjeu politique et stratégique lui semble hérétique ; celle selon laquelle un marché financier n'est pleinement efficace que s'il est unique, le plus large, le plus profond, le plus liquide et le plus transparent possible, lui échappe totalement ; et ne l'a pas davantage effleurée celle selon laquelle les nouveaux propriétaires américains n'apporteront pas seulement leurs capitaux, mais aussi et quoi qu'ils en disent leurs cadres juridiques et réglementaires et par conséquent la soumission des marchés européens aux contrôles de la SEC [6].

En revanche, la Commission n'ayant cessé de vouloir généraliser sur le continent les pratiques londoniennes, la conjonction de son entreprise de dérégulation et de la divergence capitaliste des Bourses européennes entraînera inéluctablement une fragmentation des marchés et une plus grande opacité de leur fonctionnement. Elle agit de facto comme si elle était instrumentalisée par ceux qui, désormais, font la pluie et le beau temps à Londres, en leur donnant les clés de la maison et en leur permettant d'y agir comme ils ne peuvent plus le faire aux États-Unis. Il est vrai qu'ils n'ont ménagé ni leurs efforts ni leurs moyens pour la convaincre.

Quant aux gouvernements nationaux, à supposer qu'ils y comprennent quelque chose, ils continuent de voir midi à leur porte : le Britannique ne jure que par la place de Londres ; l'Allemand ne veut surtout pas remettre en cause son modèle d'intégration verticale et veut faire de Francfort le centre de l'Europe financière ; l'Italien ralliera l'alliance qui fera la meilleure place à la Bourse de Milan ; quant au Français, il a l'esprit ailleurs et serait prêt à sacrifier la Bourse qu'il n'aime pas dans un marchandage politico-conjoncturel avec l'Allemand si cela pouvait l'amadouer.

Les Curia européens seront donc arbitrés par les Horace américains sous l'œil satisfait de la Commission qui n'aura rien eu à sacrifier de ses principes. Pendant ce temps-là, on peut disserter sur la relance de l'Europe...

\*François de Lacoste Lareymondie est vice-président de la Fondation de service politique.

Notes[1] S'y ajoutent environ 45% de dépôts, comptes ou livrets bancaires et 30% d'assurance vie investie en instruments monétaires et obligataires.

[2] Dans l'ordre : State Street, Bank of New York, JP Morgan et Citigroup. Les 10 premiers acteurs possèdent 80% du marché mondial ; les sept premiers sont américains, puis on y trouve deux banques françaises, la

BNP et la SG avec respectivement 3,8 et 2,3% du marché, et une banque anglaise.

[3] En résumé, la loi "Sarbane-Oxley" votée à la suite des scandales Enron et autres.

[4] Expliquer ici pourquoi cette situation a permis de fabriquer ce qui est devenu de "l'affaire Clearstream" en France nous ferait sortir du sujet ; mais il y a un cadre de potentialités techniques, à défaut d'une réalité dont j'ignore la substance.

[5] Crainte fondée d'ailleurs : les notes de crédit du Nasdaq ont été dégradées au niveau des junk bonds à la suite de son offre sur le LSE, mais sans l'émouvoir outre mesure puisqu'il n'exerce pas de fonctions bancaires à la différence de son homologue allemand.

[6] Security and Exchange Commission : organe de contrôle et de régulation des marchés financiers américains, équivalent de l'AMF en France.

D'accord, pas d'accord ? Envoyez votre avis à Décryptage