

# NOS YAOURTS VALENT-ILS PLUS QUE NOTRE ECONOMIE?

ESSEC MOP 2006

VINCENT LAURIAT

## INTRODUCTION

La France économique, politiques de tous bords, le chef de l'Etat, le Premier ministre se mobilisèrent, l'an dernier, en juillet 2005, de toutes leurs forces autour d'un raid hostile initié par Pepsi sur Danone et ses yaourts. En opposition, c'est dans une indifférence polie, que les mêmes protagonistes ignorent la bataille que mène depuis presque un an, Euronext, cette infrastructure financière née de la fusion en 2000 des Bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne, dans un jeu mondial où s'opposent les places boursières de Londres, Francfort et New York. On peut penser que le débat se limite à un périmètre de spécialistes, sur les avantages des uns et des autres sur le trading, de règlement livraison, de compensation, ou des différents constituants de la chaîne de valeur d'une bourse. Euronext.

## LES FORCES EN PRESENCES

### EURONEXT

Le groupe Euronext est né en 2000 de la fusion des places de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam, devenant ainsi la première Bourse transfrontalière qui n'ait jamais existé. Euronext accueille aujourd'hui sur sa cote 1.225 sociétés, qui représentaient à fin avril 2006 une capitalisation boursière totale de 2.584 milliards d'euros.

Près de 900.000 transactions sont enregistrées chaque jour sur ses quatre marchés de négociation d'actions, Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne.

Sa création, le 20 septembre 2000, intervient en plein boom des marchés actions alors que l'intégration financière mondiale s'accroît. Dans les années 1990, celle-ci s'est déjà accélérée avec les premiers échanges électroniques, tandis que dans l'Union européenne, des directives mettent en place un cadre promouvant l'ouverture des marchés nationaux à la concurrence.

C'est dans ce contexte qu'Euronext voit le jour, rassemblant dans un premier temps les places de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam, vieilles de plus de deux siècles. En mettant en commun leurs structures, les Bourses réalisent d'importantes économies de coûts, qui elles-mêmes permettent une réduction des tarifs pour les utilisateurs de la nouvelle plate-forme.

Euronext, présidé par le Français Jean-François Théodore, ne s'arrête pas là.

En janvier 2002 l'entreprise de marché achète le London International Financial Futures and Options Exchange (Liffe), plate-forme londonienne d'échange de produits dérivés. Un mois après, elle intègre la Bourse de Lisbonne et s'engage dans une politique de partenariats tous azimuts.

Le modèle d'Euronext, «polycentrique et fédéral», émane de cette histoire : pas de siège centralisé, mais une autonomie opérationnelle de chaque place régionale. Paris suit l'activité sur les marchés actions, Amsterdam se charge de la direction financière, Bruxelles, des questions réglementaires, Lisbonne de la vente de données financières et le Liffe de Londres des produits dérivés. Ce modèle décentralisé, proche des clients régionaux, est défendu par les dirigeants et de nombreux actionnaires d'Euronext en France et au Benelux.

Le succès d'Euronext est dû à une organisation particulière, avec d'un côté, un directoire et un conseil de surveillance transnationaux et un mode de fonctionnement unifié et de l'autre, une prise en compte des particularismes de chaque place et le recours à un personnel local.

Parallèlement à la migration des marchés vers un système unique, la bourse européenne a rédigé son « Rule Book ». Près de 75% des règles de marché sont harmonisées dans cette « bible » qui est le fruit d'une collaboration entre les équipes d'Euronext, les régulateurs et les ministères des Finances des pays membres.

## NYSE

Le New York Stock Exchange (Nyse), ou «Big Board», est la première Bourse mondiale en terme de capitalisation boursière en étant l'une des plus anciennes. Fondée en 1792 par des courtiers réunis sous un platane à New York, elle est devenue sous le nom de «Wall Street» le symbole du capitalisme.

Elle vient, en mars 2006, de s'introduire elle-même en Bourse sous le sigle Nyse afin de dégager les moyens financiers pour participer au mouvement de consolidation des places boursières mondiales.

La capitalisation boursière de l'ensemble des titres qu'elle cote dépasse actuellement 21.000 milliards de dollars, dont plus de 7.000 milliards pour les titres non américains.

Près de 2.800 entreprises et fonds d'investissement sont cotés au « Big Board », dont 28 font partie du Dow Jones Industrial Average (DJIA), l'indice vedette des marchés américains, qui fêtera prochainement son 110e anniversaire.

Malgré sa taille, le Nyse est l'une des dernières places financières mondiales à ne pas avoir sacrifié aux toutes électroniques. Les courtiers s'y retrouvent encore sur le parquet pour y négocier leurs transactions. En moyenne, plus de 1,5 milliard de titres y sont échangés chaque jour lors d'une séance officielle ouverte de 9 h 30 à 16 heures locales (15 h 30 à 22 heures, heure de Paris). Des échanges électroniques hors séance sont toutefois autorisés, mais dans des volumes restreints.

Le Nyse est actuellement dirigé par John Thain, ancien président de la banque d'affaires Goldman Sachs.

Voici un an, le Nyse entamait sa fusion avec la plate-forme électronique de transactions Archipelago afin de réduire son retard dans l'informatisation de ses transactions, mais cette plate-forme est bien en retard par rapport à celles du Vieux continent, à savoir Xetra pour la Deutsche Börse ou bien NSE pour Euronext.

## DEUTSCHE BÖRSE

Le Frankfurt Stock Exchange a été réorganisé en janvier 1993, pour devenir le holding de la Bourse allemande. Son directeur général de l'époque, Rudiger von Rosen, voulait porter «Deutsche Börse» à la tête des places en Europe, à la place de la Bourse de Londres.

En 1997 est lancé le Neuer Market, l'équivalent du Nasdaq américain dédié aux entreprises de technologie.

En 1998 est annoncé la création d'une plate-forme de négociation commune avec le London Stock Exchange (LSE).

La même année est lancé Eurex, marché de produits dérivés détenus par Deutsche Börse et le suisse SWX.

L'aube des années 2000 est marquée par la mise en place d'une stratégie de croissance externe offensive. A plusieurs reprises, sont amorcés des projets de rapprochement avec le LSE, mais en vain...

Contrairement à Euronext, le groupe dirigé par Reto Francioni repose sur une organisation totalement intégrée, offrant toute la palette des produits et services de marché. Sa plate-forme de «trading» Xetra en fait l'un des plus importants marchés électroniques sur produits cash au monde. Eurex occupe la première place des marchés de produits

dérivés dans le monde. Clearstream, filiale à 100% de Deutsche Börse, est basée à Luxembourg. Ce système de règlement-livraison assure au quotidien le dénouement de 160.000 transactions sur une quarantaine de marchés.

L'an dernier, Clearstream a généré 32% des revenus, 25% pour Eurex, 23% pour les ventes de systèmes d'information, 13% pour Xetra et 7% pour la fourniture de données de marchés.

## **LONDON STOCK EXCHANGE**

Parmi les plus vieilles places en Europe, le London Stock Exchange, LSE est incontestablement la première Bourse du continent, en termes de capitalisation boursière, de nombre de sociétés cotées ou de montant moyen de transactions quotidiennes.

Sa première place fait qu'elle soit régulièrement courtisée, comme cela a été le cas en 2005, lorsque Deutsche Börse lui a proposé un rapprochement ou, plus récemment, lors de l'offensive du Nasdaq - faite à un prix total de 4,2 milliards de dollars, montant jugé trop faible par LSE.

Le LSE a connu une réelle modernisation au cours de la décennie 1980.

En 1986, le «Big Bang» financier a dérégulé le système de commissionnement et permis l'ouverture du capital de la place britannique.

A l'instar du Nasdaq, le LSE a également fait évoluer son processus de cotation en mettant en place un système dématérialisé- le Stock Exchange Automated Quotations (SEAO).

En 1995, à la suite du «boom» américain, le LSE ouvre l'Alternative Investment Market (AIM) pour les valeurs de croissance.

En 1998, le LSE conclut avec Deutsche Börse un accord destiné à synchroniser leur système de «trading».

En 2001 avec l'arrivée de Clara Furse comme directrice générale, le LSE est mis en Bourse.

## **LES RAPPORTS DE FORCE**

L'analyse comparative des données financières et boursières des principaux protagonistes de la consolidation financière actuelle fait apparaître quelques surprises.

## DONNEES FINANCIERES

Les revenus Deutsche Börse dominent nettement les autres acteurs européens et américains. En 2005, son chiffre d'affaires a dépassé 1,6 milliard d'euros, contre 961,9 millions pour Euronext, le second acteur. La diversification des activités de ces deux opérateurs explique cette domination.

Les revenus du Nyse sont équivalents à ceux d'Euronext, quant au Nasdaq, ils sont inférieurs.

Le résultat net des opérateurs fait, comme pour les revenus, apparaître la domination de Deutsche Börse (+ de 400M€) et Euronext (250M€). A l'inverse, les Bourses d'outre-atlantique affichent des bénéfices nets de faible montant. Nyse (- de 50M€) et idem pour le Nasdaq.

## DONNEES BOURSIERES

Le New York Stock Exchange (Nyse) occupe la première place des Bourses dans le monde en termes de capitalisation boursière des sociétés nationales. La place américaine est même loin devant ses suiveuses, avec une capitalisation trois fois supérieure à celle de la Bourse de Tokyo... numéro deux de la liste. Londres, Euronext et Deutsche Börse figurent dans le peloton de tête, mais pas Borsa Italiana.

Une surprise de taille... Le classement des dix premières places financières dans le monde en nombre de sociétés cotées fait apparaître deux opérateurs inattendus en tête : Bombay et Toronto. Suivent ensuite, respectivement, le Nasdaq, Londres, Tokyo et le Nyse. Si Euronext fait partie du peloton de tête, ni Deutsche Börse (764 sociétés cotées en 2005, dont 648 nationales), ni Borsa Italiana (282 sociétés cotées en 2005, dont 275 nationales) n'en font partie.

Le nombre d'introductions de sociétés réalisées en une année constitue une mesure de l'attractivité des places. Selon ce critère, Londres est en tête, loin devant ses homologues, avec 626 IPO en 2005. Euronext, Borsa Italiana et Deutsche Börse ne font pas partie des classements de 2005 et 2004. L'an dernier, elles ont accueilli, respectivement, 34, 19 et 15 nouvelles entreprises à leur côte. Les statistiques peuvent toutefois différer grandement d'une année sur l'autre, selon l'environnement boursier du moment - fonction, notamment, de la volatilité.

Les Bourses d'outre-atlantique sont incontestablement les plus dynamiques. En 2005, le Nyse a ainsi enregistré plus de 56 milliards de dollars de transactions quotidiennes, le Nasdaq environ 40 milliards de dollars. Au troisième rang mondial vient la place londonienne, avec «seulement» 11,3 milliards de dollars

## L'EURO PATRIOTISME

Les marchés se font l'écho depuis plusieurs années de différents bruits, sur des projets et intentions de rapprochement des différentes places boursières, notamment entre Euronext et Deutsche Börse. Lors de son premier discours, en janvier 2006, le nouveau président de la place boursière allemande, Monsieur Francioni, faisait part de son intention d'un rapprochement avec Euronext, plus sous forme de coopération.

En mars 2006, c'est le Nasdaq qui faisant une offre sur la bourse londonienne, le London Stock Exchange.

Egalement en mars 2006, Jean-François Théodore à l'occasion de la publication des résultats d'Euronext s'était dit prêt à travailler de manière constructive avec Deutsche Börse. Angela Merkel et Jacques Chirac allaient alors estimer le projet « intéressant ». Mais Euronext marque en mai, sa préférence pour une offre dévoilée par le NYSE et en même temps souhaiterait se rapprocher de Borsa Italiana.

L'arrivée en force des américains dans le processus de consolidation boursière remet en cause l'autonomie des Européens pour construire un grand marché unifié de la zone Euro.

D'un point de vue économique, on ne peut que s'interroger sur les réelles motivations d'un tel projet. En effet, le rapprochement ne serait pas rémunéré en cash mais en échange de titres. Les actions du Nyse sont fortement valorisées, environ 45 fois les profits attendus pour 2006, contre 24 fois pour Euronext et 20 fois pour Deutsche Börse. Situation d'autant plus cocasse que la rentabilité du Nyse est bien largement inférieure à celle des européens. Le taux de marge du Nyse est de 3,7% contre 23% pour les allemands et 25% pour Euronext.

Après une proposition cohérente avec son modèle, c'est-à-dire en silo, la Deutsche Börse a revu sa copie mi-juin. La nouvelle offre s'adresse directement aux actionnaires et utilisateurs d'Euronext. Les termes financiers n'ont pas été modifiés, mais en indiquant qu'il existait encore une « option finale » en relevant le prix et particulièrement la composante cash. Les nouvelles propositions sont surtout orientées sur les aspects organisation, régulation et gouvernance. La vision silo de la Deutsche Börse est donc revue pour être « fédérale », en proposant la création d'une nouvelle entité NewCo qui serait basée aux Pays-Bas.

## CONCLUSION

Le Nyse faisant trop de concessions, notamment sur les aspects régulation, chère à la SEC et son fameux chapitre 404 de la loi Sarbane-Oxley, on serait en droit de se demander si l'offensive du Nyse sur Euronext n'est pas une réaction à court terme en réaction à la montée du Nasdaq à hauteur de 25% dans le capital du LSE. Le marché US étant saturé par la présence de deux mastodontes de la bourse, l'international reste leur unique moyen de croître dans leur cœur de métier tout en capitalisant sur de nouveaux métiers et compétences développés par leurs cibles. On est plus proche d'un cannibalisme que d'un développement probable de leur proie.

Bien que ceci puisse être choquant, ce n'est que le fruit et la conséquence de l'entrée en bourse des opérateurs de marché. En effet, toute société cotée pourrait être rachetée de manière plus ou moins hostile à des fins plus ou moins louable. C'est la loi du marché.

Ce qui est dommageable et de manière irrémédiable, c'est que la construction économique européenne en fait lourdement les frais.

Euronext est né dans le mouvement de la monnaie unique. Elle est, avec la banque centrale européenne, une « institution » qui permet de concrétiser l'avènement de la monnaie unique européenne. Son ambition suprême devrait être de donner « envie d'Europe » à ses utilisateurs qu'il ne faut pas négliger dans ses mouvements.

L'Europe a puisé en grande partie ses racines au sein de la France. Elle est en train de voir arriver de graves menaces pour sa construction par la même France qui, l'année dernière, a crié son « non » à une constitution commune et qui cette année laisse filer son opérateur boursier.

D'un point de vue économique, Euronext avec des revenus nets 5 fois supérieurs au Nyse pour un revenu équivalent n'a pas à rougir devant l'ambassadeur de l'oncle Sam. Les europhiles pourraient même rêver d'une alliance Euronext-Deutsche Börse. Elle pourrait être en mesure de prendre le contrôle du Nyse, mais gageons que le patriotisme et le protectionnisme américain ne seraient voir d'un œil bien veillant cette solution qui serait avortée par la main de l'oncle Sam.

Comme le souligne les dirigeants de la Deutsche Börse sur le « ticket sans retour d'une alliance transatlantique », il conviendrait d'admettre que laisser partir Euronext sous la bannière étoilée reviendrait à s'interroger sur le fait d'avoir fait l'euro.

## BIBLIOGRAPHIE

- Euronext, «Bourse paneuropéenne» née d'un mariage à trois en 2000 - Les Echos du 22 mai 2006
- Le New York Stock Exchange, première place boursière mondiale - Les Echos du 22/05/2006
- Deutsche Börse, une structure «en silo» - Les Echos du 21 juin 2006
- Le London Stock Exchange, première place boursière en Europe - Les Echos du 26 mai 2006
- Consolidation boursière : Euronext entre Deutsche Börse et Nyse – Les echos du 30 juin 2006
- Euronext prêt à travailler avec Deutsche Börse – Les Echos du 15 mars 2006
- Euronext présent une offre sur la bourse de Milan – La Tribune du 21 Juin 2006
- Le Nyse maintient la pression – La Tribune du 20 juin 2006
- Deutsche Börse offre d'importances concessions pour séduire Euronext – Les Echos du 19 juin 2006
- Le Nyse pourrait créer une bourse concurrente du LES – Les Echos du 19 juin 2006
- L'enquête de Stéphane Le Page : Euronext, un modèle global et local – Les Echos du 30 juin 2006
- Nyse-Euronext : Le cadre réglementaire est loin d'être précisé – Les Echos du 26 juin 2006
- La Bourse allemande accentue la pression sur le président d'Euronext – La Tribune du 29 juin 2006
- La loi Sarbanes-Oxley ne fait plus peur – La Tribune du 30 juin 2006
- Gérard Mestrallet : « Les utilisateurs d'Euronext doivent participer à la gouvernance du futur dispositif » - Les Echos du 4 juillet 2006
- La consolidation boursière en pleine confusion – La Tribune du 11 juillet 2006