



LA PLACE DES MARCHÉS D' ACTIONS DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

INTERVIEW À DEUX VOIX

PATRICK ARTUS *
JEAN-FRANÇOIS THÉODORE **

Depuis le début des années 2000, l'activité sur les marchés primaires s'est significativement ralentie. Anticipez-vous un rebond des émissions d'actions par les sociétés cotées ou, au contraire, un mouvement structurel à long terme de restitution de capital par les sociétés à leurs actionnaires ?

67

Patrick Artus : Depuis 2001, en Europe, y compris au Royaume-Uni, les émissions nettes d'actions sont proches de zéro. Ceci marque un changement radical par rapport à la fin des années 1990. Le nombre d'IPOs (*Initial public offerings*) atteignait alors un record en 1998 avec 240 nouvelles sociétés cotées à Paris¹. Si on ajoute à ce score, les nouvelles cotations à Amsterdam et à Bruxelles, le nombre total atteignait 290 environ. Durant la période 1997-2000, les émissions nettes d'actions, dans la zone euro, représentaient ainsi 4 points de PIB. Ces émissions constituaient alors une importante contribution au financement de l'économie. L'investissement des entreprises représentant environ 12 points de PIB, les émissions d'actions finançaient un tiers de l'investissement global. Or, cette source de financement s'est quasiment tarie, dans la zone euro et au Royaume-Uni, depuis 2001. En effet, en 2002, le nombre d'IPOs tombe à 18 ; puis remonte légèrement à 24 en 2003 et à 32 en 2004 sur Euronext. Ainsi, en termes nets, le marché action ne contribue plus que marginalement au financement de l'économie.

* Directeur Recherche, conseiller permanent du Directoire, Ixis CIB.

** Président du Directoire, Euronext.



Sur ce point, la situation européenne est plus favorable que la situation américaine, puisqu'en 2005, aux États-Unis, les taux de « disparition d'actions » se rapprochent de ceux rencontrés à la fin des années 1990. En 2005, les émissions nettes d'actions sur l'ensemble des marchés américains vont sans doute s'approcher de -300 Md\$ (soit des destructions nettes d'actions) par un excès des rachats sur les nouvelles émissions, le record ayant été atteint en 1998 avec des rythmes annuels de l'ordre de -500 à -600 Md\$ d'émissions nettes d'actions.

Ce phénomène a sans doute deux causes :

- la première est réversible et ne devrait pas se perpétuer sur le long terme. Aujourd'hui, les entreprises n'ont pas ou peu de besoins de financement. En effet, les émissions sur le marché obligataire sont également très faibles. Le crédit bancaire aux États-Unis connaît actuellement un léger rebond, mais ce n'est pas encore le cas en Europe, ni au Japon. La forte remontée de la profitabilité des entreprises et la faiblesse de leur investissement réduisent leurs besoins d'actions. Cette situation devrait évoluer avec une baisse éventuelle de la profitabilité, liée, par exemple, à la hausse des prix des matières premières, ou avec l'accroissement de l'investissement des entreprises ;

- la seconde cause, plus inquiétante, est l'augmentation du levier d'endettement, bien qu'elle soit moins rapide qu'à la fin des années 1990. Certaines entreprises augmentent considérablement leur levier pour atteindre d'importants ROE (*Return on equity*). Avec l'éclatement de la bulle Internet, il semblait que le ROE, en tant que mesure de la performance des dirigeants, avait perdu de son attrait. Toutefois, il semble être à l'origine des rachats d'actions qui ont pour objectif d'améliorer le rendement du capital. L'utilisation de ratios plus représentatifs, comme le rendement du capital avancé serait plus pertinente.

Le problème est donc de déterminer si la prédominance du ROE fait que l'on continue à détruire de l'*equity* pour simplement améliorer le rendement du capital, le rendement des fonds propres, ou s'il existe véritablement une rareté des projets d'investissement rentables au niveau mondial - soit que les possibilités de développement sont épuisées, soit que les exigences de rendement de ces investissements sont trop élevées.

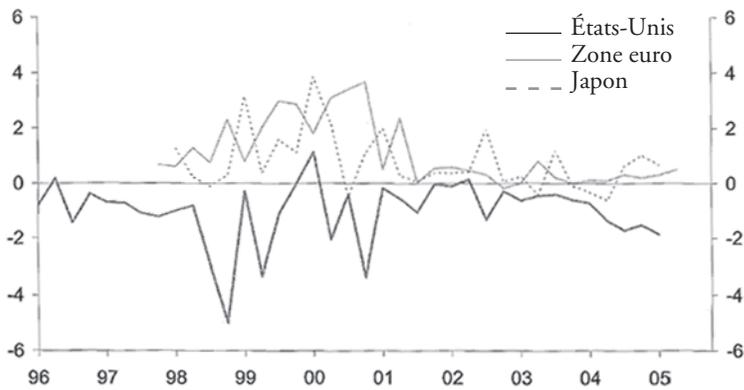
Dans ce dernier cas de figure, l'économie mondiale serait arrivée à un point tel que le taux de rendement interne des nouveaux projets d'investissement serait inférieur au rendement du capital, au rendement des fonds propres. De nouveaux projets d'investissement sont alors inenvisageables. Les taux de profit dans le monde ayant considérablement augmenté, les liquidités ainsi générées servent à racheter des actions. Cette opération est alors plus rentable que la mise en place de nouveaux développements.

Par ailleurs, il ne faudrait pas que l'absence d'émission en Europe et



la destruction continue d'actions aux États-Unis et en Allemagne soient le signal d'un niveau de taux d'actualisation des entreprises totalement déraisonnable par rapport à ce que l'on peut normalement attendre d'un projet de développement, que ce soit de l'investissement ou de la croissance externe. Ce point de vue ici n'est pas une critique du fonctionnement des marchés, mais l'expression d'une inquiétude sur ce que cette situation révèle des objectifs de gestion des entreprises cotées.

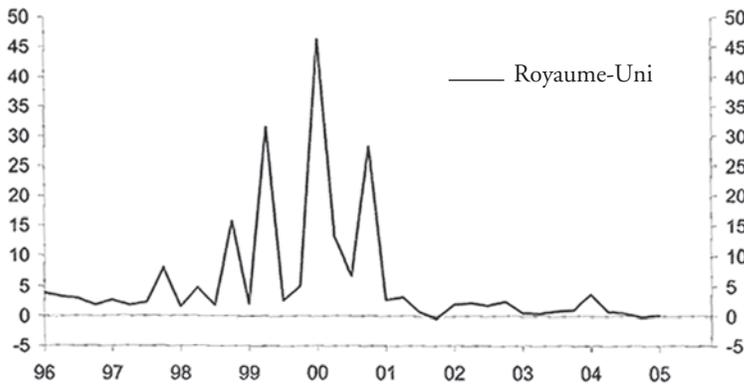
Graphique n° 1
Émissions nettes d'actions par les entreprises non financières
 (en % du PIB)



Sources : FoF, BCE, Ixis CIB.

69

Graphique n° 2
Émissions nettes d'actions par les entreprises non financières
au Royaume-Uni
 (en % du PIB)



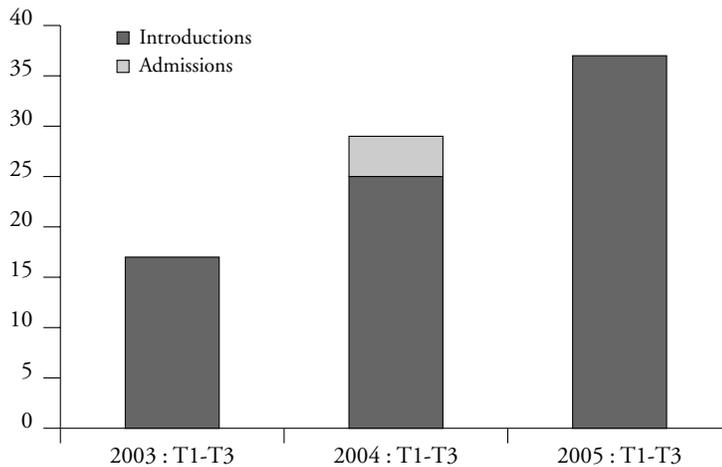
Sources : FoF, BCE, Ixis CIB.



Jean-François Théodore : Cette situation semble être conjoncturelle et résulter de la réunion de deux phénomènes :

- le premier correspond à l'éclatement de la bulle en 2000-2001 après une période marquée dans les années 1990 par un nombre record d'introductions en Bourse. L'éclatement de la bulle a eu deux effets immédiats : inciter les marchés à ne plus accepter d'introductions avec de fortes valorisations ; éloigner un certain nombre d'actionnaires des marchés, pas uniquement les actionnaires individuels, mais également de grands institutionnels ou de grandes banques dont certaines ont couvert tout leur portefeuille d'actions sur les marchés dérivés ; les marchés actions ont ainsi connu, entre 2001 et 2004, une forte baisse des émissions d'actions. Cette période correspond à la sortie de la bulle, dont la longueur a sans doute été sous-estimée. Les chiffres d'introductions sur Euronext montrent très nettement un minimum absolu en 2002 - plus faible encore qu'au début des années 1990 -, puis une remontée en 2003-2004, qui se poursuit en 2005. Les trois premiers trimestres de 2005 sont ainsi meilleurs que ceux des deux dernières années ;

Graphique n° 3
Introductions sur Euronext



- le deuxième point est plus fondamental. Actuellement, la faiblesse des taux d'intérêt, aux États-Unis comme en Europe, facilite le recours à l'endettement (moins *via* le financement obligataire classique que par le crédit bancaire). Beaucoup de sociétés cotées, poussées par leurs actionnaires, et parce qu'elles bénéficiaient de bons *cash flow*, ont eu tendance à accroître le ratio d'endettement de leur bilan en procédant à des rachats d'actions et en finançant leur développement, essentiellement par la

Tableau n° 1
Nombre de nouvelles sociétés cotées sur Euronext
au cours des trois premiers trimestres de 2003, 2004 et 2005

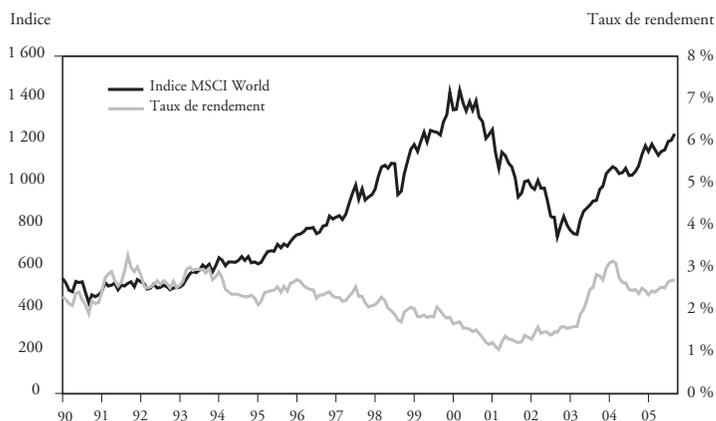
| | Janvier-Septembre | | |
|---|-------------------|--------|--------|
| | 2003 | 2004 | 2005 |
| Nombre d'admissions (1) | - | 4 | - |
| Nombre d'introductions | 17 | 25 | 37 |
| <i>Introductions - millions d'euros</i> | | | |
| Capitaux levés | 165 | 7 765 | 6 610 |
| Capitalisation boursière | 1 898 | 24 384 | 32 859 |

(1) sociétés déjà cotées sur une autre Bourse.

Source : Euronext.

dette bancaire, plutôt qu'à rechercher des opérations de marché en fonds propres. Cette situation ne révèle pas un dysfonctionnement des marchés, mais un comportement rationnel dans une conjoncture favorisant ce type d'arbitrage. Toutefois, il y a des limites à l'endettement et au processus de rachat d'actions. La crainte d'une crise de liquidité, la prise en compte des nouveaux ratios de solvabilité (Bâle), devraient limiter l'accroissement des ratios d'endettement. Par ailleurs, à partir d'un certain niveau de cours, le *share buy back* devient moins rentable, tandis que les rachats de titres commencent à produire leurs effets relatifs améliorant le taux de rendement des actions. Le graphique suivant montre que ce dernier est revenu autour de 3 % après le fléchissement observé ces trois dernières années.

Graphique n° 4
Évolution de l'indice MSCI World
et du taux de rendement associé



Source : MSCI.



Aujourd'hui, les marchés se reprennent avec l'effet « sortie de crise » et de grandes opérations de croissance externe, souvent accompagnées d'augmentation de capital, par exemple en France, pour Pernod Ricard, France Télécom...

Les sommes collectées par le capital-investissement ont été considérables au cours de la période récente, dont beaucoup nourrissent des opérations de LBO (Leveraged Buyout) sur les sociétés cotées (go private). Un mouvement plus important de sortie de la cote est-il à craindre ? Quels sont et seront, selon vous, les facteurs de mouvement entre le coté et le non coté dans les années à venir ?

Patrick Artus : La hausse des LBO, par rapport aux autres formes de capital-risque est spectaculaire : en 2000 aux États-Unis, les LBO représentaient 40 % du total des investissements en capital-risque ; au deuxième trimestre 2005, ils atteignent 80 % du financement du *private equity*. De même, en Europe, les LBO représentaient, en 2004, 65 % du montant des investissements du capital-risque, contre 5 % pour le financement de *start-up* et 19 % pour le développement de *start-up*. Une très large part de l'activité des sociétés de *private equity* est donc consacrée au LBO, soit essentiellement des opérations de délistage, de sortie de la cote, et de financement par dette. Cet état de fait soulève trois niveaux de questions : microéconomique, macroéconomique et comptable :

- la question microéconomique est la suivante : les entreprises, ainsi introduites dans les fonds de *private equity* sont-elles mieux gérées aujourd'hui qu'hier lorsqu'elles étaient cotées ? Selon les fonds de *private equity*, ces entreprises seraient mieux surveillées, car mieux monitorées par ces fonds d'investissement que par le marché. Ixis CIB a mené une étude comparative², dans le cas français, entre la rentabilité d'un portefeuille *benchmarké* CAC et la rentabilité d'un portefeuille de *venture capital déliassé*³, corrigé de l'effet de sélection⁴ et corrigé de la prime de liquidité⁵. Le résultat montre que la rentabilité de ces fonds, le ratio de Sharpe et le rapport rendement/risque sont exactement les mêmes que ceux d'un fonds indexé CAC. Il n'y a donc aucune sur-performance des sociétés introduites dans les fonds de *private equity* par rapport à un portefeuille classique d'actions ;
- l'aspect macroéconomique concerne l'effet de levier que ces opérations impliquent. Le LBO est une cause d'augmentation de l'effet de levier et donc de risque de liquidité ;
- le troisième aspect porte sur les raisons de l'accroissement de ces opérations. Est-ce que le développement de cette version du *private equity* - version différente de celle des années 1990 - n'est pas en partie

dû aux normes IFRS ? Le principal avantage à la détention d'une société au travers d'un fonds, et non directement en Bourse, est ainsi d'éviter le *marked to market* - ce dernier est alors fortement lissé dans le temps, compte tenu de la technique de valorisation des fonds - la variabilité des actifs de l'investisseur est alors fortement réduite. On est en droit de se demander si la principale cause de la hausse des LBO dans l'activité d'investissement en *private equity* ne serait pas d'origine comptable, plus que financière.

Tableau n° 2
Structure des « private equities » en Europe

| | 2003 | | | | | 2004 | | | | |
|---------------|---------|-------------------------------|----------|--------|-------|---------|-------------------------------|----------|--------|-------|
| | Buyouts | Investment in expansion stage | Start-up | Autres | Total | Buyouts | Investment in expansion stage | Start-up | Autres | Total |
| Md€ | 18,4 | 6,2 | 2 | 2,5 | 29,1 | 25,7 | 7,9 | 2,2 | 3,8 | 39,6 |
| En % du total | 63,2 | 21,3 | 6,9 | 8,6 | 100,9 | 64,9 | 19,9 | 5,6 | 9,6 | 100,9 |

Source : EVCA.

73

Jean-François Théodore : Le capital-investissement et le capital-risque se sont beaucoup développés ces dernières années, mais ces opérations ne doivent pas être envisagées comme une concurrence exercée à l'encontre du marché financier. Les opérations de *public to private* ont attiré l'attention, mais s'agissant de l'évolution du nombre de sociétés cotées sur les dernières années, le tassement des trois dernières années est clairement lié au ralentissement des introductions, plus qu'aux opérations de *public to private* - celles-ci sont restées limitées à un nombre de cas identifiables dont l'origine était propre à l'entreprise.

De façon plus générale, le capital-investissement est une étape du développement d'une entreprise : le capital-risque permet son démarrage ; puis le capital-développement et le capital-investissement prennent le relais. *In fine*, dans un certain nombre de cas ou dans le cadre d'opérations de restructuration financière, les opérations, qui ont été développées et financées par le capital-investissement, se retrouvent en Bourse. Le portefeuille financé n'est pas indéfiniment extensible, tôt ou tard, les entreprises sortent des fonds et la sortie en Bourse est la sortie la plus normale et la plus naturelle. Aujourd'hui, un certain nombre de sociétés, en provenance des grands fonds de capital-investissement, reviennent en Bourse, telle SAFT à Paris.



Patrick Artus : Toutefois, ce processus, qui consiste à financer des *start-up*, puis leur développement, et enfin à favoriser une IPO, et qui représentait 80 % de l'activité de cette industrie il y a 5 ans, n'en représente plus que 20 % aujourd'hui. Ce modèle industriel était valable à la fin des années 1990. Aujourd'hui, dans l'industrie du *private equity*, 90 % des cessions se font de fonds à fonds, ce qui sous-entend peu ou pas de véritable liquidité. Ainsi, cette chaîne parfaitement optimale ne semble plus correspondre aux développements récents de l'industrie du *private equity*.

Jean-François Théodore : Ce processus de boucle est, me semble-t-il, typique d'une période 2001-2004 de sortie de bulle et ne saurait se transformer en spirale permanente.

Les flux d'introductions en Bourse se sont un peu ranimés en 2004. Quels sont les handicaps à une reprise plus massive du phénomène aux États-Unis et en Europe ? Quels sont, à votre avis, les facteurs de succès d'un marché des valeurs moyennes comme Alternext ?

74

Patrick Artus : La sous-valorisation chronique du marché européen le rend moins attrayant que s'il était normalement valorisé. Alternext pose le problème suivant : le véritable *venture capital* ne peut intervenir sans une large possibilité de sortie sur le marché. À l'inverse, un marché de valeur moyenne ne peut pas fonctionner sans des sorties de *venture capital*. On constate alors un problème d'auto-entraînement du phénomène. Toutefois, Alternext est indispensable à la non consanguinité des fonds d'investissement.

Par ailleurs, le mélange des nouvelles normes comptables - US Gaap *versus* IFRS -, des lois de sécurité financière et de l'obligation de signature des comptes par les CEOs (*Chief executive officers*) et les CFOs (*Chief financial officers*) sont de réels obstacles aux introductions en Bourse.

Jean-François Théodore : Notre carnet de commande pour la fin 2005-2006 invite à un certain optimisme concernant le retour des introductions en Bourse. Il est clair qu'elles redémarrent. Cependant, le principal handicap aujourd'hui à une reprise plus massive des introductions en Bourse, plus encore que la faiblesse des *price earning*, est relatif aux problèmes juridiques, soit l'ampleur des responsabilités, des *due diligences* et des risques pesant sur un chef d'entreprise, particulièrement d'une entreprise moyenne, lors de la cotation en Bourse. Ces difficultés sont la principale raison à la disparition de la multicotation, c'est-à-dire la cotation sur plusieurs places boursières. En effet, aucun *legal counsel*



d'entreprise n'accepterait de courir le risque juridique d'avoir à répondre à 6 réglementations boursières simultanément. Cette préoccupation juridique⁶ fait aussi évoluer les listings internationaux au détriment de New York à cause de la Loi Sarbanes-Oxley. Cette évolution crée un marché intéressant, en premier lieu, pour Londres, mais aussi pour Euronext qui commence à prospecter activement en Chine et en Inde.

Alternext devrait favoriser la reprise des introductions pour les valeurs moyennes grâce à ses structures d'accueil spécifiques répondant à leur problématique propre. Les marchés de valeurs moyennes ont, en effet, besoin de fonds d'investissement qui peuvent financer structurellement des valeurs moyennes, comme un certain nombre de grands fonds anglo-saxons, écossais. Alternext connaît un démarrage satisfaisant et tonique. L'exemple d'AIM (Alternative Investment Market)⁷ en Angleterre, qui est également un marché de valeurs moyennes bien que légèrement différent d'Alternext, est très encourageant. Créé en 1995, l'AIM compte aujourd'hui 1 311 sociétés cotées, dont 1 126 britanniques. Si son démarrage a été un peu lent, ce marché a connu 205 introductions l'année dernière. Une vraie demande d'introduction en Bourse existe, spécialement pour les valeurs moyennes, avec le besoin de structures d'accueil spécifiques.

Mais, une fois de plus, plus que le problème de valorisation, le principal frein à ces introductions est l'ampleur des responsabilités que les nouvelles règles comptables et les nouvelles réglementations, du type Sarbanes-Oxley, font peser sur les responsables et les administrateurs de sociétés cotés.

75

Suite aux réformes récentes des systèmes de retraite dans les pays à fonds de pension, on assiste à un déclin relatif de la part des actions dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. Cette évolution à long terme doit-elle conduire à une relance du développement d'un actionnariat individuel direct ?

Patrick Artus : En effet, on observe, particulièrement en Europe, que les investisseurs institutionnels ne pratiquent plus aucune augmentation de leur portefeuille d'actions, en termes nets, depuis la fin de 2002. Les achats nets d'actions par les investisseurs institutionnels de la zone euro sont pratiquement nuls. Ils ont clairement inversé la répartition de leurs portefeuilles entre actions et obligations : en 2000, les investisseurs institutionnels de la zone euro ont acheté l'équivalent de 3 points de PIB d'actions et un 1/2 point d'obligations, en termes nets ; en 2005, la répartition sera probablement de 3 points de PIB d'obligations, alors que les achats d'actions seront quasiment nuls. La principale raison de cette évolution est l'incertitude actuelle qui pèse sur les nouvelles



réglementations, à la fois des assureurs - avec Solvancy II - et, dans un certain nombre de pays, dont les Pays-Bas, des fonds de pension. Or, le superviseur des fonds de pension aux Pays-Bas, par exemple, impose des règles de couverture des engagements par l'actif qui doivent résister à des *stress tests* tels qu'une baisse de 30 % du marché action. Ceci imposerait, pour répondre à ces normes, des taux de sur-couverture du passif par l'actif de 20 à 25 %. Cette réglementation n'est évidemment pas neutre pour le marché. En effet, les institutionnels hollandais représentent 250 M€ de gestion d'actions. Si, comme les institutionnels anglais, ils sont dans l'obligation de réduire ce montant de moitié, 125 M€ d'actions arriveront sur le marché.

Par ailleurs, il y a là un effet d'annonce qui explique certainement, en partie, l'absence totale d'achat net d'actions dans les portefeuilles des institutionnels et le fait que le *price earning ratio* de l'Eurostocks stagne à 13 environ, alors que celui du S&P atteint 18 environ. De même, la prime de risque sur l'Eurostocks tourne aux alentours de 4,94, contre 2,95 sur le S&P. On constate donc une prime de risque chronique de 200 points de base, depuis 3 ans maintenant, sur le marché européen. Cette prime ne se corrige pas.

D'un point de vue philosophique, ces réglementations ne sont pas pertinentes. En effet, elles imposent aux fonds de pension hollandais, qui verseront des retraites dans 40 ans, d'avoir à l'actif une obligation de même durée qu'au passif. Or, le passif des fonds hollandais est constitué d'obligations de durée 16 ans. Il leur faudrait donc détenir à l'actif une obligation de durée 16 ans. Or, ceci implique de ne pas détenir d'actions - produit qui, pourtant, demande d'avoir un horizon long - ni d'immobilier, ni de gap de durée. Par ailleurs, l'avantage des investisseurs institutionnels sur les détenteurs individuels, est leur capacité à diversifier les risques. Ce type de régulation empêche ainsi, non seulement, la détention d'actions par des investisseurs à horizon long, mais également la diversification des risques.

Les conséquences de cette philosophie de la supervision peuvent être dramatiques pour la demande d'actions en Europe. Rappelons qu'au Royaume-Uni, ce processus a débuté en 1997. À cette époque, 60 % des portefeuilles des fonds de pension étaient constitués d'actions, aujourd'hui, ces dernières ne représentent plus qu'entre 25 et 30 % de l'ensemble du portefeuille. Cette baisse du poids des investisseurs institutionnels sur les marchés d'action entraîne également, comme le montrent les flux sur le marché, la hausse considérable du poids des *hedger funds*. Or, cette évolution rend le marché plus instable, moins intéressant, puisque les investisseurs longs disparaissent. Par ailleurs, il semble que cela provoque la sous-évaluation chronique du marché européen.



Jean-François Théodore : Le fait que les frémissements boursiers de 2000-2001 aient provoqué des réformes de la régulation assez négatives pour l'investissement en actions est effectivement un vrai problème, principalement dans les deux pays d'Europe, Pays-Bas et Angleterre, où l'investissement long en actions était le plus répandu. Les régulateurs ont parfois de façon directe limité le ratio d'allocation relatif des investissements en actions. En Angleterre, la FSA a demandé aux fonds de pension anglais de réduire leur pourcentage d'exposition en actions. Au Pays-Bas, des règles prudentielles très précises, qui aboutissent au même effet, ont été adoptées. Pour sa part, le développement de l'actionnariat individuel direct a été stoppé par l'impact, sans doute sous-estimé dans un premier temps, de l'éclatement de la bulle.

Mais l'introduction de Google aux États-Unis a montré que l'actionnariat individuel avait une capacité de rebond étonnante. L'impact Google a été sous-estimé : quand Google a annoncé son intention de s'introduire en Bourse, beaucoup ont prédit un échec. Toutefois, cette introduction a été un grand succès et l'évolution du cours de Bourse montre que ce succès n'était pas transitoire. Les actionnaires individuels reviennent sur les marchés - pour preuve également, le succès de l'introduction de GDF, avec près de 3,2 millions d'actionnaires individuels - même les valeurs technologiques attirent à nouveau les particuliers. Une raison de plus sans doute d'apprécier les mouvements de fonds sur plus de 3 ans.

Cependant, il est vrai que les mouvements des marchés d'actions sont actuellement dominés par des *hedge funds*. Ce phénomène ne favorise pas la diversification des risques puisque les souscripteurs de ces *hedge funds* sont, le plus souvent, des fonds de pension, des SICAV ou des compagnies d'assurance qui, sur les 10, 15 ou 20 % de libre que leur laisse leur réglementation respective, ont besoin d'autant plus de levier, et donc de *hedge funds*, que leur 80 % de base doivent être placés en obligataire avec de faibles rendements. Une réglementation qui implique que le portefeuille des investisseurs institutionnels soit composé à 80 % d'obligataire et à 20 % de *hedge funds* est sans doute une réglementation qui n'est pas satisfaisante sur le long terme.

Patrick Artus : De plus, en France, le superviseur de l'assurance rend difficile l'achat de *hedge funds* et le recours à la gestion alternative. En effet, une façon de réduire les risques pour les investisseurs est d'acheter, non pas des *hedge funds*, mais des fonds de *hedge funds*, de façon à permettre de la diversification interne. Toutefois, la commission de contrôle des assurances demande aux assureurs d'être capables de monitorer, lors d'achats de fonds de fonds, chacun des fonds individuels.



Au vu de la situation européenne et des évolutions en cours aux États-Unis, les rapprochements des marchés au comptant et des marchés à terme sont-ils souhaitables et/ou inéluctables ?

Jean-François Théodore : En Europe et dans la plupart des pays du monde, y compris en Asie maintenant, les marchés de valeurs mobilières et les marchés à termes sont gérés par les mêmes entreprises. Ce n'est pas le cas en Angleterre, parce qu'Euronext possède Liffe (London International Financial Futures Exchanges), mais il n'existe aucune interdiction à gérer parallèlement un marché au comptant et un marché à terme. Le seul pays au monde où la réglementation soit différente reste les États-Unis - c'était le cas du Japon et de la Corée, mais ces pays font actuellement évoluer leur réglementation. Aux États-Unis, il existe une opposition réglementaire entre la SEC (Securities and Exchanges Commission) qui contrôle les marchés dits de *securities*, y compris les marchés d'options, et la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) qui contrôle les marchés de *futures*, sachant que ces marchés ont été, à l'origine, et restent encore pour beaucoup des marchés de *commodities*, de produits agricoles. L'évolution de cette particularité américaine est difficile à prévoir. En effet, si les grands acteurs des marchés américains militent pour un assouplissement de cette incompatibilité, un certain nombre de forces culturelles et politiques en jeu, particulièrement dans les États du middle-west, agissent en faveur du maintien de ces réglementations. John A. Thain, en tant que président du NYSE (New York Stock Exchange), a plusieurs fois exprimé publiquement l'idée que l'une des faiblesses du NYSE était de ne pas avoir de filiales gérant des marchés de dérivés, le taux de croissance des dérivés étant en tendance longue supérieur au taux de croissance des négociations sur actions.

Au terme du rachat de MTS par Euronext et Borsa Italiana, qu'en est-il des marchés obligataires ?

Jean-François Théodore : Il y a 20-25 ans, les marchés de valeurs mobilières européens faisaient 80 % de leur chiffre d'affaires sur les obligations. Puis, dans tous les pays, ces marchés obligataires ont peu à peu disparu des systèmes réglementés pour devenir des marchés OTC (*Over the counter*, c'est-à-dire de gré à gré). Aujourd'hui, ces marchés reviennent, pour la dette d'État, c'est-à-dire principalement pour la dette d'État libérée en euros, soit sur des marchés réglementés, ce qui est le cas de MTS en Italie, soit sur des systèmes organisés, ce qui est le cas de MTS hors d'Italie ou de TradeWeb par exemple. Une évolution similaire à celle de la dette d'État serait souhaitable pour la



dette *corporate* ou « municipale » - c'est-à-dire la dette des collectivités locales -, où les marchés européens sont très en retard sur les marchés américains.

Patrick Artus : Il existe un vrai problème de liquidité sur le marché obligataire européen - y compris sur la dette d'État allemande - lié à la taille relative du marché au comptant et du marché à terme. La dette européenne publique obligataire est de plus grande taille que la dette américaine, toutefois, il existe 12 émetteurs en euros et un seul en dollars. Or, ces 12 émetteurs ont des pratiques d'émission différentes, des fiscalités différentes, des ratings différents... Ainsi, aucune réelle liquidité sur la dette obligataire européenne n'est disponible. Sur la dette *corporate*, le problème est pire encore. Cette sous-liquidité du marché obligataire est un handicap considérable. Mais ce problème ne relève pas du fonctionnement des Bourses.

Le Traité de Maastricht rend impossible, par exemple, des émissions jointes d'État sur le marché obligataire, car cela rompt la clause de *no bail out*. Ainsi, la proposition des petits pays de la zone euro d'émettre leur dette d'État ensemble, afin de donner de la liquidité au marché, a été jugée contraire au Traité de Maastricht, puisqu'ils « *s'auto-bail outaient* » en émettant la même dette. Le vrai sujet est donc de redonner de la liquidité sur le marché obligataire européen, car cela pénalise énormément l'Europe en termes de coûts de financement, de transparence de marché... La solution ne me semble pas être dans les mains des marchés, mais de la BCE, essentiellement, qui autoriserait un émetteur public européen ou des initiatives comme celles des petits pays.

79

Dans quelle mesure les Bourses, désormais des entreprises concurrentielles, et, dans le cas d'Euronext, internationales, restent-elles attachées à des Places financières ? Sont-elles encore un facteur de leur développement ? De quel type ?

Jean-François Théodore : Il ne faut pas confondre l'opérateur et le fonds de commerce. Euronext est une *holding* qui opère des Bourses. Euronext, en tant que telle, n'a aucune franchise de Bourse. C'est une société industrielle qui possède une certaine technologie, notamment en termes d'organisation des systèmes informatiques, pour gérer des marchés réglementés, ou des Bourses, ou des marchés non réglementés le cas échéant. Ces marchés réglementés sont Euronext Amsterdam, Euronext Bruxelles, Euronext Paris, Matif, Monep, Liffe..., soit des marchés qui ont une réglementation spécifique, une franchise de Bourse, et qui traduisent ainsi la réalité d'une Place financière et une réalité



réglementaire. Le fait que les *holdings* de Bourses soient des entreprises concurrentielles et cotées, donc *a priori* plus efficaces, plus efficaces, n'est en rien contradictoire avec le développement d'une Place financière. L'opérateur qui gère le marché, est ainsi incité à le développer dans le respect de la Place.

Le fait qu'un grand groupe industriel soit gestionnaire d'autoroutes ou d'aéroports n'est pas nuisible au développement local de villes desservies par ces infrastructures. En effet, ces aéroports sont gérés par un opérateur efficace qui leur donne plus de visibilité et plus d'expérience dans leur gestion. Ce même cas de figure se retrouve pour les Bourses : être gérées par une grande entreprise comme Euronext permet aux Places financières locales d'avoir plus de visibilité, de bénéficier de plus d'expériences, d'avoir des coûts décroissants, une liquidité plus grande. L'exemple de la Place financière de Bruxelles, depuis la fusion au sein d'Euronext, montre à quel point le fait d'appartenir à un groupe boursier concurrentiel, compétitif et visible, d'être inclus dans un pool de liquidité plus vaste, a bénéficié, tant en nombre d'introduction, qu'en activité sur le marché secondaire, à Bruxelles.

Patrick Artus : La notion de Place financière, en tant qu'ensemble des opérateurs et des métiers financiers d'une Place géographique, est difficile à appréhender. Supposons qu'une *holding*, qui détient une technologie supérieure, gère une Bourse dans un pays quelconque : ceci profitera aux sociétés cotées sur ce marché et aux investisseurs qui investissent dans ces sociétés cotées. Il est possible que cela ne crée aucun emploi dans le pays concerné. Les sociétés du CAC ont 25 % de leur chiffre d'affaire en France et 75 % à l'étranger ; 55 % du CAC sont détenus par des investisseurs non résidents. Cet ensemble, c'est-à-dire des entreprises totalement internationalisées et des investisseurs du monde entier, profite de fourchettes de prix plus serrées, d'une plus grande liquidité, d'une plus grande efficacité de marché, d'une plus grande sécurité... le fait que ces sociétés soient cotées à Paris ne change rien. Il se peut que l'informatique de la *holding* soit à Bangalore et que la comptabilité soit à Bombay... Dans le fonctionnement actuel des marchés financiers, il ne me semble pas y avoir de lien entre l'efficacité d'une Bourse et l'efficacité de l'économie où est située cette Bourse. Il est probable que la très grande activité d'Euronext profite aux investisseurs londoniens qui bénéficient ainsi de marchés européens plus efficaces, plus transparents... La notion de Place financière dans sa définition géographique est erronée. Plus une Bourse est efficace, plus les services financiers mondiaux s'en trouvent améliorés, car cette efficacité facilite la réalisation d'augmentation de capital, mais il se peut que cet argent soit ensuite investi en Chine. Aujourd'hui, le lien géographique entre la



plus ou moins bonne gestion d'une Bourse et le pays où elle est située a disparu. La plus grande efficacité d'Alternext aura un effet bénéfique sur l'économie locale, mais peu sur le développement de la Place financière, au sens de l'ensemble des opérateurs et métiers gravitant autour de la Bourse. Les grandes entreprises naviguent dans une finance totalement mondialisée. Si le NYSE gérait la Bourse de Paris dans les mêmes conditions d'efficacité qu'Euronext, cela n'aurait pas d'incidence.

La concurrence entre les opérateurs de Bourse est une concurrence technologique : la meilleure technologie détient un avantage compétitif dans la gestion d'une Bourse, quelle que soit la localisation géographique de cette dernière. Dans le cas des petites et moyennes capitalisations (*small-cap mid-cap*), l'effet porte sur l'économie du pays, mais peu ou pas sur la Place financière. Si les IPOs de petites sociétés sont facilités, l'économie du pays en retirera des effets bénéfiques, mais cela n'a, en aucune raison, créé des emplois dans la finance. L'amélioration de la qualité technologique du marché européen n'empêche pas que les emplois se créent à Londres. Ce phénomène de Place financière est lié à un effet d'agglomération. Tant que les avantages de la proximité géographique dépassent les coûts de congestion, les emplois financiers se regroupent sur une même Place. L'efficacité des Bourses est nécessaire, mais n'a pas de rapport avec ces effets d'agglomération.

Jean-François Théodore : Il n'y a pas d'exemple en Europe de délocalisation géographique de la Bourse. Ainsi la notion de Place financière reste vraie. La réalité de cette notion peut s'appréhender pour les marchés d'action : elle est alors liée au fait que le droit des sociétés, même s'il existe aujourd'hui un statut de société européenne, et la réglementation boursière, même si elle est harmonisée, demeurent essentiellement nationaux. La notion de Place financière regroupant des experts de proximité et des investisseurs reste vraie, dans les pays qui ont une certaine taille et un certain tonus économique. Le rôle de sociétés, telles qu'Euronext, qui gèrent les marchés financiers, est de les valoriser et de les développer. La Place financière, en tant que telle, dépend donc plus des investisseurs et de la permanence d'investisseurs ayant des centres décisions nationaux que de l'entreprise qui gère les systèmes informatiques.

Patrick Artus : La définition de la Place financière utilisée alors n'est plus ici celle de l'emploi ou de la valeur ajoutée locale dans les services financiers, au sens strict. La notion de Place financière a été élargie à l'efficacité du marché pour les entreprises introduites, l'efficacité pour les investisseurs..., mais ce n'est pas une notion d'activité de services financiers localisés au même endroit que cette Bourse efficace.



Dans quelles conditions les consolidations boursières accroissent-elles l'efficience des marchés ?

Jean-François Théodore : L'efficience d'un marché repose sur sa profondeur, sa liquidité, sa transparence et sa gestion peu coûteuse. Force est de constater, sur la base de l'exemple d'Euronext, que les consolidations boursières permettent au marché d'être plus liquide. Dans tous les marchés qu'Euronext a intégrés, dès lors que le système de cotation est unique, les *spreads* se sont fortement réduits. De même, les activités transfrontalières entre des pays comme la France, la Belgique et les Pays-Bas se sont beaucoup développées. Enfin, les coûts en 4 ans ont été diminués de 30 %. Le marché est donc plus efficace, plus liquide, favorisant ainsi la participation de plus d'investisseurs, des *spreads* réduits et l'accroissement du nombre d'opérations réalisées.

Patrick Artus : Dans le cadre du débat sur les consolidations boursières, il est important de revenir sur la concurrence entre les Bourses. S'il n'y avait qu'un seul opérateur mondial de Bourses, il détiendrait un monopole. Dans ce cas, quel type de régulation faut-il adapter ? En effet, des économies d'échelle rendent la segmentation désastreuse et favorisent l'émergence du même système informatique, du même opérateur... Mais, même si la Bourse est un monopole naturel, il doit être régulé par le régulateur public. Dans ce cas, quel type de réglementation publique de la tarification, par exemple, faut-il mettre en place ?

Jean-François Théodore : Nous ne sommes pas encore dans cette situation, puisqu'il existe une quinzaine de Bourses en Europe, soit une fragmentation bien plus forte qu'aux États-Unis et qui contraste fortement avec le degré d'unification atteint en matière commerciale, monétaire, et avec la situation d'ensemble de l'immense majorité des secteurs industriels européens. Il existe donc encore des opportunités - une nécessité peut-être - de consolidation.

L'activité boursière est une activité très régulée sur le fond par des régulateurs qui, sur le plan du CESR (Committee of European Securities Regulators), nous font évoluer vers une réglementation de plus en plus harmonisée au niveau européen et sur le plan du droit de la concurrence.



NOTES

1. Ces données proviennent de la Fédération internationale des Bourses de valeurs, aujourd'hui the World Federation of Exchanges.
2. Financé par l'Association européenne de *venture capital*.
3. Les fonds de *venture capital* valorisent les sociétés qu'ils ont en portefeuille quand ils les sortent, ce qui implique un important effet de lissage qui ne change pas le rendement, mais qui change la variabilité.
4. Correspondant à des statistiques ne portant que sur les fonds qui survivent.
5. Ces actifs sont beaucoup moins liquides que des actions.
6. Cette préoccupation est également financière du fait des coûts de mise en application de la réglementation.
7. Marché semi-réglementé britannique ouvert aux valeurs moyennes.

