



# AVENIR DES BOURSES : LES ATTENTES DES ÉMETTEURS

ALAIN JOLY \*

Ces dernières décennies, les Bourses ont connu une évolution remarquable initiée par la mondialisation des transactions électroniques. Les structures nationales, et même les structures régionales d'ailleurs, sont confrontées à ces nouveaux systèmes. La récente directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID) entend reconnaître et réguler, outre les Bourses traditionnelles, d'autres plates-formes de négociation telles que les systèmes de négociation alternatifs (*Alternative Trading Systems* ou ATS) ainsi que l'internalisation par des institutions financières de transactions de moyenne importance.

## *POURQUOI LES ÉMETTEURS S'INTÉRESSENT-ILS AUX ÉVOLUTIONS RÉCENTES ?*

Les sociétés émettrices suivent étroitement ces diverses transformations. Elles cherchent à partager leurs attentes et inquiétudes avec les différentes parties prenantes ainsi qu'avec les autorités compétentes.

Dans cette contribution au débat, je souhaiterais me pencher plus avant sur les événements qui ont fait la une des journaux financiers au cours de l'année, c'est-à-dire les initiatives de fusion qui ont concerné le *London Stock Exchange* et d'autres Bourses européennes moins en vue. J'ai été surpris de constater que très souvent, pour ne pas dire trop souvent, la consolidation des Bourses est considérée comme une

\* Président du Conseil de surveillance d'Air Liquide, président de l'European Association for Listed Companies (EALIC).

Article achevé de rédiger en septembre 2005.



question concernant principalement les investisseurs et intermédiaires. J'ose affirmer qu'une telle perception ignore trop facilement le rôle primordial de la Bourse pour l'économie, à savoir celui de fournisseur de ressources financières à des sociétés commerciales. En effet, les émetteurs ne sont ni plus ni moins que des parties prenantes clés des Bourses européennes. Au cours des quelque 15 dernières années, nous avons assisté à l'émergence d'une véritable culture des valeurs mobilières et les marchés des actions sont devenus de plus en plus importants pour le financement de sociétés, réduisant le rôle des banques en tant que premiers fournisseurs de fonds. À l'évidence, l'introduction de l'euro a été un catalyseur important de l'augmentation de l'actionnariat national, mais aussi transfrontalier dans la plupart des pays européens.

Dans ce contexte, la consolidation des Bourses peut sembler très prometteuse, car elle donnerait aux émetteurs un accès à une base d'investisseurs considérablement élargie. En outre, un nombre accru d'investisseurs pourrait être attiré du fait d'une baisse des coûts de négociation résultant des économies de centralisation ou de standardisation des plates-formes. Cependant, les avantages apparents ne doivent pas nous faire oublier certaines questions et incertitudes soulevées par une éventuelle consolidation des Bourses et qui requièrent des solutions. Les émetteurs s'inquiètent de l'incidence qu'une consolidation pourrait avoir, en particulier, en termes de tarification, de transparence, de liquidité, d'indices, de services de *post-trading*... Enfin, l'absence d'un cadre légal, réglementaire et de surveillance entièrement harmonisé pourrait se révéler être un obstacle majeur au progrès que pourraient constituer les concentrations actuellement envisagées.

### *LA CONCURRENCE ET LES AUTRES QUESTIONS QUI INQUIÈTENT LES ÉMETTEURS*

Bien entendu, la concurrence est un sujet d'inquiétude. Dans le contexte d'une consolidation paneuropéenne des Bourses, cette question est toutefois beaucoup plus complexe que la concurrence dans la plupart des autres secteurs où celle-ci concerne principalement les prix. Les Bourses fournissent des services de cotation, d'information de pré-négociation, des services de négociation et de post-négociation, ainsi que des informations de post-négociation. Le rôle de ces services pour nos économies va au-delà de la simple valeur du chiffre d'affaires des marchés boursiers. Nous parlons de services qui sont vitaux pour notre économie. C'est pourquoi l'intérêt public ne doit pas être sous-estimé. Les Bourses sont utilisées par les émetteurs et constituent des lieux de rencontre entre les acheteurs et les vendeurs dans le processus de



formation des cours ainsi que dans le cadre de fusions et acquisitions. En principe, la concentration devrait favoriser l'efficacité de ce processus. Les utilisateurs multi-catégories des marchés boursiers requièrent une pléthore de services, mais ils doivent également être protégés contre de nombreux types de risques, allant du risque d'investissement au risque de contrepartie, voire aux risques systémiques. Nous traitons donc d'une activité qui se situe à l'épicentre des marchés financiers et des services financiers, deux domaines qui, à juste titre, se trouvent être hautement régulés. C'est pourquoi la concurrence dans ce secteur, outre le fait qu'elle garantit des tarifications correctes, contribue à préserver les autres éléments essentiels pour servir et protéger les intérêts des émetteurs, investisseurs et intermédiaires.

Je vais maintenant énumérer et commenter une série de questions que les sociétés émettrices européennes considèrent comme des points essentiels qui devraient être évalués étroitement par les autorités compétentes lorsqu'elles examinent toute initiative de consolidation boursière.

### *La tarification*

Les sociétés émettrices en particulier sont au cœur des activités d'une Bourse puisqu'ils dépendent des Bourses pour la formation de leur capital. Les émetteurs paient une commission pour que leurs valeurs mobilières soient cotées. Ce faisant, ils fournissent les instruments négociés par d'autres, permettant ainsi la création d'un second flux de revenus pour la Bourse par le biais des frais de transaction. Nous sommes conscients de ce que la consolidation devrait entraîner des réductions de coûts par la standardisation, la centralisation et le partage de plateformes. Reste à voir comment ces avantages seront, à terme, répercutés aux utilisateurs. Il est clairement dans l'intérêt des émetteurs que les droits d'admission à la cote, mais aussi les frais de négociation, soient maintenus au niveau le plus bas qui soit compatible avec la santé financière des Bourses qui les perçoivent. Les intérêts des émetteurs et des investisseurs se rejoignent dans ce domaine comme dans beaucoup d'autres.

Toutefois, les émetteurs s'inquiètent du fait que, pour le nombre croissant de Bourses qui deviennent des sociétés cotées, la pression compréhensible sur les résultats peut tendre à faire passer leur fonction de service quasi-public au second plan (avec des conséquences défavorables sur le prix et le service), sauf pour celles-ci à obéir à un cahier des charges précis. Le risque serait d'autant plus grand si la ou les Bourses obtiennent des positions de monopole de fait. Il est, par conséquent, crucial de maintenir une pression concurrentielle efficace ou de considérer les marchés boursiers concentrés comme fournissant un service public et de mettre alors en place une surveillance appropriée.



Pour remédier à ces inquiétudes, les émetteurs plaident pour un minimum de concurrence, de transparence et de contrôles adaptés. Une saine dose de concurrence sera bénéfique pour tous. En outre, la fixation des tarifs doit être rendue transparente, indiquant de manière accessible et compréhensible le montant des coûts et des marges bénéficiaires. Enfin, plus loin ira la consolidation, plus les stratégies et décisions commerciales des Bourses devraient faire l'objet d'une certaine forme de surveillance afin de protéger les intérêts de leurs utilisateurs.

### *La liquidité*

Les sociétés émettrices ont besoin de maintenir un niveau satisfaisant de liquidité de leurs titres inscrits à la cote. Même s'il est impossible de prédire les effets d'une consolidation sur la liquidité d'un titre donné, la consolidation devrait être bénéfique à la liquidité d'une manière générale. Réalisée dans des conditions satisfaisantes, la centralisation, en élargissant la zone géographique des marchés, pourrait ouvrir la voie à un nombre plus élevé d'investisseurs, entraînant une augmentation réelle de la liquidité des titres. Il en sera de même si les coûts de négociation se trouvent significativement abaissés. Cet aspect positif est à placer dans le contexte de la Directive MiFID, qui, de par la reconnaissance de plates-formes de négociation alternatives ainsi que de l'internalisation, pourrait accélérer le processus de diffusion.

Toutefois, la concrétisation de ces effets positifs ne peut pas être laissée aux seules forces du marché, notamment en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises. Des mesures appropriées devraient être mises en place pour les petites et moyennes capitalisations dont la liquidité est essentiellement nationale. Des mesures concrètes devront être prises pour renforcer la visibilité des plus petites sociétés. Les Bourses ne sont pas toujours aussi accueillantes envers les PME : puisque leurs titres ont souvent tendance à être moins liquides par rapport aux plus grandes entreprises, les PME génèrent moins de revenus pour les Bourses et partant, ne bénéficient pas toujours des mêmes égards que leurs plus grandes homologues. Il est indispensable de reconnaître que les PME jouent un rôle crucial dans la croissance de nos économies et qu'elles constituent le terreau des grandes capitalisations de demain.

Afin de s'assurer qu'une consolidation de Bourses réglementées n'entraîne pas une réduction de liquidité, des mesures particulières doivent être instaurées dans le but de garantir un accès aisé et équitable aux Bourses par tous les émetteurs, indépendamment de leur taille, nature, nationalité...



### *Les services de post-trading*

Le dénouement réussi d'une transaction dépend en grande partie de la qualité et de l'efficacité des services de *post-trading* disponibles. Plutôt que de se prononcer sur les avantages et les inconvénients des silos verticaux par rapport aux structures horizontales, les émetteurs estiment qu'une coordination adéquate est essentielle entre les services de *trading* et de *post-trading*. En effet, les risques inhérents à une négociation se situent dans la phase de *post-trading* principalement. Les risques en jeu ici vont au-delà d'un « simple » risque de contrepartie et peuvent, pour certains de ces services, comprendre des risques systémiques. Les services de *post-trading*, tels que les services de règlement-livraison présentent un caractère d'utilité publique, à tel point que certaines interventions réglementaires et de surveillance sont requises pour s'assurer que tous les risques éventuels sont pris en charge de manière satisfaisante.

Lorsque des services de trading et de *post-trading* sont proposés par la même entité ou le même groupe, il convient notamment de veiller à ce que les risques inclus dans certains aspects commerciaux des systèmes de *post-trading* soient maîtrisés et ne puissent pas s'étendre aux autres fonctions de service quasi-public.

Reste à savoir si une concentration de Bourses est souhaitable tant qu'il n'y a ni harmonisation, ni régulation des systèmes de règlement-livraison. La Commission européenne progresse de façon significative dans ses préparatifs d'une éventuelle initiative législative en la matière, mais la route est encore longue avant qu'un cadre réglementaire européen commence à se mettre en place.

### *La transparence*

Quelle que soit la structure d'une Bourse consolidée, la transparence devrait être le credo de toutes ses opérations et transactions. Comme je l'ai déjà dit, renforcer la transparence dans le processus de formation des prix et dans plusieurs autres domaines serait déjà une forte amélioration. De la même façon que les investisseurs, à juste titre, exigent que les émetteurs fassent preuve de transparence, les sociétés d'investissement et les Bourses devraient fournir de plus amples informations sur leurs transactions à tous les acteurs du marché. Pour les sociétés émettrices, il est vital de connaître leurs actionnaires et les personnes ayant le droit de vote, et d'être informées de changements dans l'actionnariat. Nous sommes conscients que ce souhait va au-delà des compétences des Bourses seules et que certaines de ces exigences devront être incorporées dans de nouvelles réglementations en cours, étroitement liées au « règlement-livraison » ainsi qu'aux « droits des actionnaires ».

*Les indices*

Vu l'importance des indices sur l'évaluation de sociétés par le marché, les émetteurs regrettent le manque de transparence dans le processus de détermination des indices. Même si, à l'évidence, les émetteurs ne devraient pas participer à des décisions individuelles, ils devraient être impliqués dans le processus de définition des principes et des critères applicables. Les émetteurs ne peuvent pas accepter que les règles changent du jour au lendemain sans qu'ils aient été consultés. Les mécanismes de consultation appropriés devraient stimuler la démocratie dans ce domaine. Par ailleurs, les petites et moyennes capitalisations méritent une représentation équitable dans ce processus, d'autant plus qu'une concentration de Bourses pourrait mettre en péril le maintien de certains indices existants.

*Structure d'exploitation et gouvernance*

Une Bourse qui, à la suite d'une consolidation, sert une multitude de pays sera inmanquablement exploitée et dirigée d'une manière différente par rapport à une Bourse purement nationale. Une consolidation paneuropéenne de Bourses pourrait adopter plusieurs formes. Elle pourrait prendre la forme d'une seule Bourse nouvelle et globale ou elle pourrait se présenter comme une sorte de modèle fédéral de Bourse où les anciennes Bourses nationales resteraient en place. Dans le premier cas, une autorité réglementaire centralisée et un ensemble harmonisé de règles applicables devraient être mis en place. Dans le second cas, contrairement au premier, les caractéristiques et intérêts nationaux pourraient être préservés et les investisseurs, intermédiaires et émetteurs de tous types, toutes natures et toutes tailles continueraient à y avoir accès.

Quelle que soit la structure d'exploitation et de gouvernance qu'une éventuelle Bourse européenne pourrait adopter, elle devrait respecter le principe de l'implication de l'ensemble des parties prenantes (en ce compris les émetteurs). Des politiques de gouvernance ouvertes et des mesures réglementaires devraient permettre la participation active des émetteurs dans les organes décisionnels des marchés boursiers, notamment par une représentation au conseil d'administration ou par des sièges dans des comités consultatifs.

*Cadre réglementaire et de surveillance et droit applicable*

Les inquiétudes exprimées ci-dessus ne sont que quelques exemples des nombreux problèmes réglementaires suscités par une consolidation paneuropéenne de Bourses. Le problème est qu'à l'heure actuelle, il n'existe pas de cadre réglementaire et de surveillance européen clair.

La législation n'est, soit pas complètement instaurée, soit pas encore consolidée. Reconnaissons toutefois que le législateur européen a bien travaillé pour ouvrir la voie à un marché européen intégré des capitaux et des services financiers, mais la route est encore longue. Il reste beaucoup de travail au niveau des mesures d'application concernant de nombreuses directives importantes, telles que la Directive abus de marché, la Directive prospectus, la Directive marchés d'instruments financiers (MiFID), la Directive OPA (Offres publiques d'achats) et la Directive transparence. *Quid* en outre des domaines où la législation ou la réglementation européenne sont inexistantes ? La fonction essentielle de règlement-livraison fait actuellement l'objet de débats par les législateurs européens qui ne sont pas encore tous convaincus de la nécessité d'un cadre réglementaire européen. De même, il n'est pas encore certain qu'une initiative communautaire dans le domaine des droits des actionnaires verra le jour.

Une concentration de Bourses soulève la question du droit applicable. Le droit applicable au fonctionnement d'une société et à ses opérations financières (notamment l'inscription à la cote, les offres d'acquisition, les fusions) devrait être le droit du siège social de la société émettrice, sauf disposition contraire dans la législation européenne spécifique. Pour les matières liées à l'inscription à la cote sur un marché réglementé, il devrait s'agir du droit applicable à la place boursière où la société a choisi d'inscrire ses actions.

Au-delà du cadre réglementaire, la question de l'autorité de surveillance compétente devra également être résolue, et ce, tant en ce qui concerne cette éventuelle Bourse paneuropéenne que pour les sociétés inscrites à sa cote. En ce qui concerne les sociétés inscrites à la cote, l'autorité de surveillance compétente devrait être, du moins à court terme, celle d'origine au moment de l'inscription. À quelle surveillance - si surveillance il y a - la Bourse paneuropéenne sera-t-elle soumise ? L'autorité de surveillance compétente sera-t-elle simplement déterminée sur la base du siège social de la Bourse ? L'autorité de surveillance devrait-elle se situer à un niveau supranational ? Il est certainement trop tôt pour instaurer une autorité de surveillance européenne unique. Toutefois, nous devrions vraiment tout mettre en œuvre pour ne pas nous retrouver enlisés dans une concurrence contre-productive entre des régimes nationaux qui rendrait inefficace la supervision globale. Nous devrions viser à une harmonisation, une coordination et une coopération plus poussées et mieux structurées entre les régulateurs et parties prenantes nationaux et européens, y compris les émetteurs.

L'absence de cadre réglementaire ou de surveillance régissant une éventuelle Bourse consolidée ne semble pas faire partie des priorités des autorités européennes. À ce jour, la Commission européenne semble



considérer ce problème comme une simple question de droit de la concurrence, laissant ce dossier à l'examen des autorités nationales de la concurrence. Les émetteurs estiment que, si le processus de consolidation devait donner naissance à une Bourse européenne globale, il y aura besoin d'un cadre européen approprié, tant en ce qui concerne la réglementation applicable que l'autorité de surveillance. Comme j'ai tenté d'en faire la démonstration ci-dessus, les émetteurs estiment que les enjeux dépassent les simples questions de concurrence : il s'agit ni plus, ni moins de l'intégration et de la stabilité des marchés et services financiers. Ce point devrait figurer en bonne place dans les priorités de la Commission européenne.

### *QUELLES PERSPECTIVES POUR LES BOURSES ?*

Même s'il est impossible de prédire l'issue des transactions actuellement envisagées, il est probable que, tôt ou tard, une Bourse paneuropéenne verra le jour. Elle sera à l'avantage des actionnaires et émetteurs et elle contribuera à un plus grand dynamisme de l'économie européenne à condition que les parties concernées, notamment les autorités de réglementation et de surveillance, apportent une solution adaptée aux différentes questions esquissées dans cet article.