



LA LOCALISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES VUE D'ALLEMAGNE

JEAN-FRANÇOIS MONTEILS*

La place financière allemande prône depuis quelques années une alliance, voire unification des marchés européens mais n'est parallèlement pas encore capable de réaliser l'unité de ses huit places boursières régionales ; le président de la Bourse de Francfort annonce la fusion avec Londres et son ministre régional de tutelle s'inquiète des risques de délocalisation ; le législateur allemand dote son pays de « lois de promotion des marchés financiers » successives mais ne progresse que difficilement dans la réglementation des offres publiques d'achat, tandis que le gouvernement continue d'intervenir dans les mouvements d'alliances transnationales ; la bourse allemande se veut complètement internationalisée mais bute sur la suppression de son calendrier de certains jours fériés locaux.

Derrière ces paradoxes, il y a une ambivalence qui n'est certes pas une caractéristique propre à la seule Allemagne. Mais force est de constater que subsistent en Allemagne des freins importants à la globalisation des activités financières et que leur localisation obéit encore pour partie à des réflexes sous-jacents. A ce titre, la notion fondatrice de *Standort* ou *site industriel*, avec ce qu'elle implique aujourd'hui d'inertie, constitue en quelque sorte un contrepoids au mouvement de modernisation et de globalisation des activités financières. La remise en cause du modèle allemand, que résume désormais l'expression « d'entreprise Allemagne » (*Deutschland AG*) ne lève pas toutes ces ambiguïtés.

LE SUCCÈS DE LA PLACE FRANCFORTOISE TIENT À LA CONJONCTION DE PLUSIEURS FACTEURS

Il y a dix ans, rien ne pouvait laisser prévoir la réussite de la Bourse de Francfort : l'Allemagne n'était pas, traditionnellement, un pays de

* Conseiller référendaire, actuellement sous-préfet à Saintes, a exercé les fonctions d'attaché financier à l'Agence financière pour l'Allemagne, les Pays-Bas et les pays nordiques, de septembre 1997 à février 2000.

marchés financiers, et plus généralement, la « culture d'actionnariat » y faisait défaut. Tout ceci a évolué en l'espace de quelques années, grâce aux efforts conjoints de l'ensemble des opérateurs du marché, à des choix stratégiques pragmatiques et réalistes, à une tactique réfléchie des dirigeants, grâce enfin au soutien solidaire des grandes banques de la place.

La place financière allemande a bénéficié d'un contexte favorable, qui relève, on le verra, de la défense du *Standort Deutschland*, c'est-à-dire de l'attractivité compétitive du site « Allemagne ».

En ce qui concerne les banques, il n'est que de rappeler le rôle éminent joué par le président du directoire de la plus importante d'entre elles : R. Breuer, qui est en effet également président du conseil de surveillance de la DBAG¹. Et, lorsqu'il s'agit de la défense des intérêts externes de la place financière allemande, le système bancaire allemand peut même en arriver à oublier ses luttes intestines, telle celle qui oppose les banques privées au secteur public du réseau des *Landbanken* et Caisses d'épargne.

Les autorités publiques ont également participé à ce contexte favorable, tant par l'activité réglementaire que par l'action internationale du gouvernement.

En effet, bien que la Bourse de Francfort soit toujours présentée comme un organisme qui, même dans sa partie relevant du droit public (la *Frankfurter WertpapierBörse*), ne dépend que des autorités locales (*Land de Hesse*), et bien que le ministère fédéral des Finances se garde généralement de laisser supposer qu'il peut intervenir de quelque façon que ce soit dans l'organisation et l'encouragement des marchés financiers allemands, il ne faut pas négliger l'influence et la contribution de l'action des autorités publiques dans le renforcement de la place financière allemande. Le premier canal est l'activité réglementaire des pouvoirs publics. Les exemples sont nombreux : l'adoption, au cours de l'année 1997, de la loi sur le contrôle et la transparence des entreprises (*KontraGesetz*), laquelle avait également pour objectif explicite le renforcement de la place financière ; l'ouverture réalisée par les diverses « lois de promotion des marchés financiers » (*Finanzmarktförderungsgesetz*) qui poursuivent la « libéralisation et la dérégulation » des marchés financiers ; enfin, les lois ayant organisé les préparatifs du passage à l'euro (libellés en euro pour les opérations boursières et les comptabilités d'entreprises, création des *Stückaktie* ou actions sans valeur nominale, etc.).

L'action des pouvoirs publics passe également par des éléments plus diffus au nombre desquels il faut compter l'action internationale du gouvernement : la localisation de la Banque centrale européenne arra-



chée de haute lutte n'est évidemment pas, cela va sans dire, négligeable dans le succès de la Place financière de Francfort, voire constitue un des facteurs essentiels de l'irrésistible ascension des trois dernières années.

*LA TECHNIQUE « DÉLOCALISÉE » DE LA BOURSE DE
FRANCFORT N'A PAS JUSQU'ICI GARANTI SA SUPRÉMATIE*

Les principaux acteurs de la place financière allemande ont pris conscience, vers 1992-1993, des bouleversements qu'allait apporter l'introduction de la monnaie unique au 1^{er} janvier 1999 en termes de localisation des activités financières : au-delà des adaptations nécessaires et des réorganisations techniques, ils ont compris que les marchés se trouvaient confrontés à un impératif de complète restructuration et, au-delà, à un renouvellement total des modes de pensée.

Cette analyse a eu sa traduction technique : dès 1996, la Bourse de Francfort a développé un système de négoce électronique pour les marchés au comptant : « Xetra ». Le principe de cette plate-forme repose sur la capacité d'extension que ses promoteurs qualifient d'illimitée.

Le marché à terme allemand (qui n'est apparu qu'assez tard dans ce pays - 1990 - et n'existe qu'à Francfort) fonctionne de manière électronique depuis son origine (ce qui n'est pas le cas, par exemple, du marché à terme néerlandais d'Amsterdam qui a conservé un système de criée). Ce système avait d'ailleurs au départ été conçu en Suisse. Le système électronique de Eurex et de la DTB n'étant au départ que partiellement compatible avec Xetra.

Le système « Xetra » a cependant connu quelques déboires, comme l'ont montré les incidents de novembre 1998 lors de l'entrée en phase 3 du système². En fait, ce que déclarent les responsables de la Bourse de Francfort, c'est que finalement ce n'est pas la supériorité technique des systèmes électroniques qui est véritablement le gage de la localisation des activités financières, mais plutôt la capacité de ces systèmes à offrir une plate-forme suffisamment large de produits. Il reste que les deux sont bien entendu liés et que la Bourse de Francfort s'efforce de vendre son système électronique à d'autres places financières, comme elle l'a fait par exemple à Chicago. Même si la réussite technique d'un système électronique ne garantit pas à la place financière qui l'a élaboré une nécessaire suprématie comme le montre l'exemple de la Bourse de Stockholm dont le système électronique est vendu à de nombreuses places financières étrangères, sans que la Bourse elle-même s'en trouve particulièrement favorisée.

Il reste qu'indépendamment des qualités techniques de son système, la Bourse de Francfort connaît des difficultés à l'imposer, à l'intérieur comme à l'extérieur : en Allemagne, Xetra n'équipe pas l'ensemble des



bourses régionales ; l'opposition conjointe des professionnels et de l'autorité de contrôle régionale³ a fait échouer en février 2000 le projet de DBAG de relier le Parquet à la cotation par Xetra ; enfin, c'est encore sur l'adoption du système électronique que peut buter le projet iX de fusion avec Londres⁴.

UNE STRATÉGIE DE LOCALISATION ET D'ALLIANCES VOLONTARISTE

W. Seifert, président du directoire de la Bourse de Francfort, s'exprimait ainsi dès 1998⁵ :

« Le groupe de la Deutsche Börse a décidé de casser la *formation de blocs* inefficace qui s'annonce autour des systèmes, des produits et des centres financiers physiques, par une approche fondamentalement axée sur le marché, dans l'intérêt du marché des capitaux global et européen. Mais il n'a pas le choix, il doit s'arroger une position dominante en Europe, de par le nombre de transactions, pour que le potentiel de ce marché cloisonné soit exploité. Il n'a pas le choix, il doit être exigeant vis-à-vis de lui-même : *devenir la première organisation boursière* ».

Cette affirmation repose d'une part sur une analyse précise et développée depuis déjà longtemps par son auteur⁶, du rôle d'une bourse aujourd'hui, autour de trois « métiers » (développer des « systèmes » ; les faire fonctionner ; développer des produits destinés à s'échanger sur ces systèmes) et d'autre part sur un (seul) objectif : répondre à la demande des clients.

C'est d'ailleurs par l'intermédiaire d'une analyse de la globalisation que les responsables francfortois arrivent à cette conclusion : grâce aux évolutions technologiques et économiques, les clients d'une bourse ont en fait un choix très simple : soit ils sont satisfaits, soit ils s'en vont. La mise en concurrence qui en découle n'oppose pas seulement les places financières « institutionnelles » entre elles, mais aussi les places financières avec les nouvelles formes possibles de concurrence électronique appliquées aux produits financiers, même si pour l'instant le risque paraît, pour les responsables allemands, mesuré.

Il en découle enfin un quadruple mot d'ordre, décliné dans toutes les publications émanant de la Bourse de Francfort : liquidité, transparence, rapidité, coûts minima.

Cette analyse a conduit très tôt à élaborer une stratégie précise dans les relations avec les « partenaires-concurrents » européens. Si l'euro, dans ce schéma, est bien entendu venu renforcer drastiquement l'aspect concurrentiel de ces relations, il faut souligner que la Place de Francfort ne l'a pas attendu pour construire sa stratégie d'expansion, soit qu'elle y ait toujours cru, depuis le milieu des années 1990, soit également qu'elle



ait estimé que, même sans l'euro, les alliances étaient nécessaires.

De fait, d'après les déclarations des dirigeants de la DBAG, c'est principalement en étudiant l'attitude de leurs « clients » qu'ils sont parvenus à la conclusion qu'une plate-forme commune de valeurs européennes était indispensable⁷.

Pour autant, la DBAG n'a jamais oublié que cette évolution se faisait dans un monde certes décloisonné, mais surtout concurrentiel.

Depuis 1996, la Bourse de Francfort a initié le mouvement avec la mise en place d'Eurex, « prototype »⁸ de marché à terme européen reposant sur un accord étroit entre Francfort (DTB) et Zurich (Soffex).

L'analyse allemande n'est cependant pas dénuée d'ambiguïtés, par exemple selon qu'il s'agit de marchés au comptant ou à terme : pour les marchés à terme, la cotation électronique est indispensable et existe partout ; la localisation des places n'a pas de grande signification en ce qui concerne les contrats ; enfin, la concurrence est beaucoup plus forte entre les places, car on sait qu'il ne pourra pas en subsister plus de quelques-unes dans un futur proche, et encore, à condition qu'elles se spécialisent (par exemple en fonction d'une spécialité par court, moyen ou long terme ...). Le maintien de dizaines de places et réglementations différentes est condamné à très court terme.

La situation est très différente pour les marchés au comptant : il s'agit de marchés nationaux (l'expression allemande de *Heimatmarkt* signifie même marché de la « patrie »), où l'information sur les sociétés cotées est primordiale et n'est jamais aussi bonne que dans le pays siège de la société.

LA PLACE FINANCIÈRE, ÉLÉMENT MARGINAL DU « STANDORT ALLEMAGNE »

L'économie allemande de l'après-guerre s'est développée sur un concept autochtone : celui de *Standort*. Le *Standort* (littéralement « station » ou « garnison ») est traduit habituellement par « site industriel », et recouvre un certain nombre de notions diverses, au nombre desquelles la localisation géographique, la compétitivité dans ses différentes composantes, l'attractivité du site, le contexte socio-économique, voire politique...

Au sein de cette notion, la place accordée aux activités financières et à la question de leur localisation, voire de leur efficacité, est marginale. Pivot de « l'économie sociale de marché » (« autant de marché que possible, autant de régulation que nécessaire »), le *Standort* n'implique guère de réflexion sur le financement de l'économie. Celui-ci est par ailleurs assuré par l'alliance entre l'industrie et un système bancaire à la

fois ancien et fortement public (le rôle du réseau des Caisses d'épargne et *Landesbanken* dans le financement de l'économie est primordial, notamment par l'intermédiaire des *Pfandbriefe*).

En juillet 1999, la Fédération des chambres de commerce et d'industrie d'Allemagne (Deutsche Industrie und Handelstag - DIHT) a publié les résultats d'une enquête sur l'attractivité du « site industriel » allemand. Ce sondage aux résultats alarmistes (une entreprise allemande sur cinq envisage de délocaliser une partie de ses activités dans un futur proche, essentiellement pour des raisons de fiscalité et charges sociales) faisait en quelque sorte écho au colloque de l'Institut économique de Cologne (Institut für Wirtschaft Köln - I.W. Köln) de janvier 1992 sur le « site industriel allemand », qui précédait la publication du fameux « rapport *Standort* » de septembre 1993. Entre ces deux dates, le constat n'a guère changé, quant à la dégradation de l'économie allemande. Et au sein de ce constat, un élément semble permanent : la place marginale accordée aux activités financières dans la valorisation du site allemand : parmi les critères d'attractivité du *Standort*, les « facilités financières » se trouvent en position très reléguée, que ce soit en 1992 ou 1999 : non que ces conditions soient considérées comme mauvaises, d'ailleurs, mais plutôt que les entrepreneurs allemands les estiment secondaires dans leurs choix de localisation. Une enquête de 1999 de l'institut économique berlinois DIW⁹ énumère les conditions de *Standort* pour les industries est-allemandes : parmi vingt-six critères, qui vont de la proximité des clients à l'offre culturelle, le seul critère de type financier s'intitule « services fournis par les banques locales » et, considéré comme satisfaisant, est cependant placé en septième place par ordre d'importance.

LES MARCHÉS FINANCIERS DANS « L'ENTREPRISE ALLEMAGNE »

En juillet 1999 a été publié un ouvrage intitulé « Entreprise Allemagne : le rapport annuel »¹⁰. Présentant de manière astucieuse la situation du pays dans tous les domaines, selon des méthodes d'évaluation d'une entreprise privée, il allie l'originalité du point de vue (chaque « domaine d'activité » de l'Allemagne est analysé et évalué selon des critères de rentabilité, compétitivité ou stratégie d'une société anonyme) à l'alarmisme des conclusions (« l'Allemagne en dépôt de bilan »). Cette nouvelle approche, délibérément ultra-libérale, a suscité d'intenses débats, relayés notamment par la presse économique du groupe Handelsblatt. A la faveur d'un glissement progressif, l'expression « entreprise Allemagne » (*Deutschland AG*), utilisée pour commenter telle évolution industrielle, telle alliance stratégique ou telle décision de



politique économique, est devenue l'équivalent à la fois du « modèle allemand », avec une forte connotation négative mais aussi du *Standort* et de « l'économie sociale de marché ».

Il y a là une évolution du regard que l'Allemagne (particulièrement ses milieux économiques et financiers) porte sur elle-même. La crainte de perte de compétitivité globale, ou la peur de l'abandon de souveraineté ne sont pas nouvelles, depuis le rapport *Standort*. Mais les termes utilisés, la présentation du système et, principalement, l'approche nouvelle des activités financières fournissent un éclairage intéressant sur l'évolution du modèle allemand et, en quelque sorte, le renversement du raisonnement, qui se traduit directement dans la question de la localisation des activités financières : « l'interdépendance entre les grandes entreprises allemandes décrite par l'expression critique « d'entreprise Allemagne » tend à exclure les investisseurs étrangers et se traduit en un handicap décisif en termes de *Standort* pour la place financière allemande »¹¹, écrit le président de l'association pour la promotion de la place financière, à propos de la difficile rénovation de la réglementation des offres publiques d'achat et autres modes d'acquisition du capital ; d'élément marginal du *Standort*, la localisation des activités financière devient ici un critère d'évaluation du modèle.

W. Seifert, dans sa contribution à l'ouvrage cité estime que l'Allemagne n'est pas, à l'heure actuelle, susceptible d'être « introduite sur le marché » : d'une question sur l'aptitude de l'Allemagne à constituer une puissante place financière, on est passé à une question sur la capacité de l'Allemagne à survivre dans la « place financière » mondialisée de l'actuel dirigeant de la Bourse de Francfort.

79

LA SUBSISTANCE DE BLOCAGES EN TERMES DE LOCALISATION

Un premier indice des difficultés de la place financière allemande à mettre en œuvre son discours cohérent est certainement le parcours cahotique de ses alliances européennes : il est intéressant de rappeler qu'Eurex a connu des déceptions, par exemple avec le Simex (Singapour) même si le principal échec reste celui de la coopération Eurex-SBF. Quant à l'alliance, voire la fusion avec Londres, elle est à l'ordre du jour depuis près de trois ans. Le projet iX de mai 2000 peut apparaître comme un nouvel avatar qui est aussi l'aveu de l'échec des précédentes tentatives.

Une des forces de la place francfortoise est certainement d'avoir eu conscience plus tôt que d'autres places européennes de la nécessité de ces alliances, même si les résultats n'ont pas toujours été jusqu'ici à la



hauteur des ambitions. Cette vision défendue en permanence par les autorités de la Bourse allemande repose sur l'idée qu'il n'y a plus en matière de marché financier d'autres contraintes que celles du profit. Toute attitude qui serait dictée par d'autres considérations (par exemple : indépendance nationale, préservation d'intérêts locaux, etc...) est écartée par les autorités de la DBAG.

S'il est vrai que les autorités boursières sont convaincantes lorsqu'elles s'expriment directement sur ce thème, il faut néanmoins remarquer la persistance en Allemagne de huit places boursières régionales (y compris celle de Francfort) est en contradiction avec cet impératif de pure efficacité. Cette contradiction n'est d'ailleurs pas niée par Francfort. Il est clair que la subsistance de places boursières à Hambourg, Hanovre, Brême, Munich, Düsseldorf ou Berlin n'a pas de véritable signification économique (plus de 75 % des volumes sont traités à Francfort). Mais il est également clair que peu d'entreprises allemandes peuvent ou veulent se permettre aujourd'hui de ne pas être cotées également sur le marché, quasi symbolique, du Land de leur siège social.

Les relations de Francfort avec les autres bourses « régionales » allemandes sont relativement complexes : elles détiennent notamment une partie de la DBAG par l'intermédiaire d'une société commune. Des tentatives de rapprochement ont eu lieu, comme par exemple l'essai de cotation simultanée sur les huit places en 1997. Mais les tentatives supplémentaires n'ont pour l'instant pas abouti.

L'intrusion de la containte régionale ne se marque pas seulement par ces éléments, mais aussi par l'opposition des autorités locales aux projets internationaux de la Bourse de Francfort : le ministre de l'économie de Hesse¹², le président de la banque centrale de ce même Land¹³ ont tour à tour exprimé leur inquiétude vis-à-vis de la fusion projetée avec Londres.

Les échecs répétés de ces mouvements de rapprochement ou ceux, par exemple, d'une harmonisation complète des horaires d'ouverture en Allemagne ou d'implantation généralisée de Xetra viennent tout à la fois décrédibiliser une grande part du discours unificateur (à l'échelle européenne...) de Francfort, et mettent d'autre part l'accent sur un certain traditionalisme, bientôt totalement isolé en Europe, des conceptions allemandes en matière de localisation des activités financières.

La vision « dénationalisée et dépolitisée »¹⁴ de la bourse défendue par Francfort n'est pas encore partagée par tous.



NOTES

1. Deutsche Börse A G
2. Avec notamment des divergences de cotation entre Xetra et le parquet, ayant été source d'incidents non négligeables.
3. Office de contrôle de la Bourse de Hesse.
4. Handelsblatt 18 mai 2000.
5. Handelsblatt - 7 septembre 1998
6. Voir notamment l'ouvrage collectif « Arbeit, Aktie, Aufschwung » de 1997 préfacé par R. Breuer et auquel a collaboré W. Seifert
7. Différents en cela de l'analyse, par exemple, des dirigeants de la Bourse de Stockholm.
8. D'après M. Seifert.
9. (Deutsche Institut für Wirtschaft)
10. « Geschäftsbericht Deutschland A.G. » - Peer Ederer, Philip Schuller, 1999
11. Stephan Seip dans Wirtschafts Woche du 12 février 2000.
12. Dieter Posch s'est déclaré prêt à bloquer le projet au nom du « Standort » de Francfort.
13. Hans Reckers a qualifié de « pillule amère » la fixation du siège de iX à Londres.
14. Selon l'expression utilisée en 1999 par H. Tietmeyer à propos de la monnaie européenne