

Interview

Elie Cohen, professeur à l'Université Paris-Dauphine, membre du Cercle de l'Entreprise



La consolidation boursière : occasions manquées ou nouveau départ ?

“

Après le retrait de l'offre de Deutsche Börse sur Euronext, les assemblées générales du NYSE et

d'Euronext devraient probablement valider la dernière version du projet de rapprochement entre les deux Bourses. Cette perspective suscite les regrets de ceux qui, par principe, privilégiaient une solution européenne ; pourtant, elle oriente l'intégration financière européenne dans une direction dont il ne faut pas sous-estimer l'intérêt.

Un nouveau modèle d'entreprises de marché

La vague de restructurations qui affecte de nombreux secteurs de l'économie mondiale atteint également les marchés financiers. Ces derniers sont et ont été, de tout temps, les lieux de grandes batailles capitalistiques. Désormais, ce sont les Bourses elles-mêmes qui deviennent les enjeux et les objets des opérations de restructuration et des grandes manoeuvres financières. Il faut pourtant se garder de ne voir dans cette situation inédite qu'une version insolite du scénario de l'arroseur arrosé.

Longtemps gérées par des entités publiques ou par des structures de type coopératif, la plupart des grandes places sont dirigées par des entreprises de marché organisées comme des sociétés commerciales et cotées en Bourse. Dès lors, les mécanismes capitalistiques et financiers qui s'imposent à toutes les sociétés s'appliquent à elles aussi, même si leur statut juridique impose certaines contraintes spécifiques.

La progression de l'intégration boursière européenne

En Europe, la consolidation des entreprises chargées de la gestion des grands marchés de capitaux a déjà franchi deux étapes. Un premier épisode a été dominé par la constitution, en septembre 2000, d'Euronext, ultérieurement rejointe par la Bourse de Lisbonne et par le marché des produits dérivés de Londres, le Liffe.

Une nouvelle étape a été ouverte avec la mise en vente du London Stock Exchange qui a suscité des propositions émanant des plusieurs grandes Bourses internationales. Après s'être trouvée en opposition avec Euronext pour l'acquisition du LSE, Deutsche Börse a lancé une offre sur la Bourse paneuropéenne. Après avoir cherché à contrebattre cette opération pendant plusieurs mois, Deutsche Börse lève, par son retrait, l'obstacle principal qui s'opposait à un rapprochement euro-américain.

Le rapprochement entre le NYSE et Euronext ne saurait être présenté comme une fusion entre égaux.

L'affrontement entre deux conceptions de l'intégration boursière

L'abandon du projet de rapprochement entre Deutsche Börse et Euronext peut apparaître comme une occasion perdue sur la voie de l'unification d'un vaste espace financier européen. Mais le modèle d'intégration proposé comportait également des risques élevés car les synergies recherchées passaient nécessairement par la centralisation des fonctions de direction et d'un ensemble de fonctions stratégiques à Francfort. Il risquait ainsi de dévitaliser chacune des places financières nationales dont le modèle fédéral appliqué par Euronext garantit jusqu'à aujourd'hui la vitalité grâce à une division du travail qui répartit les lignes d'activité et les fonctions transversales entre Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Londres en tenant compte des compétences spécifiques de chaque site et des liens avec le tissu économique et financier. Face à un modèle d'intégration à outrance, le

projet d'alliance entre le NYSE et Euronext propose un modèle d'intégration fédérative, maintenant, sur chaque site du nouvel ensemble, un pôle cohérent d'activités qui lui assure à la fois une viabilité et un espace de développement et d'innovation durable. Si elle évite la focalisation de l'ensemble des activités de direction et d'innovation sur un pôle unique, cette formule pourrait assurer la viabilité de plusieurs sites. Dans cette optique, la place parisienne aurait ainsi vocation à conserver une activité soutenue sur le marché actions pour lequel elle a développé une expertise largement reconnue. Bien sûr, le rapprochement entre le NYSE et Euronext ne saurait être présenté comme une fusion entre égaux ; il s'agirait bien d'une prise de contrôle par le NYSE de la Bourse paneuropéenne. Mais le projet présenté comporte des dispositions tenant au cadre juridique et à la gouvernance qui peuvent assurer une autonomie et une cohérence durables à la composante européenne. Pour les émetteurs européens, il ouvre la possibilité d'accéder à un marché plus vaste, plus liquide, plus attractif pour de nouveaux investisseurs extra-européens, offrant ainsi des perspectives de financement et de valorisation qu'aucune alternative ne saurait garantir ; il devrait également intéresser des émetteurs non européens et ouvrir des possibilités de rapprochement avec de nouvelles Bourses, notamment issues de la zone Asie Pacifique.

Certes une solution européenne permettant à la fois l'unification et la préservation des places financières nationales les plus actives aurait été la plus satisfaisante pour tous ceux qui appellent de leurs vœux un élargissement de l'Europe financière. Mais un modèle d'intégration poussée risquant de dévitaliser plusieurs places nationales ne répondait pas vraiment à cette espérance. Le modèle euro-américain peut, si des règles de gouvernance appropriées sont mises en œuvre, assurer une vitalité durable des places financières fédérées par Euronext en maintenant leurs pôles d'excellence et en attirant les émetteurs, les investisseurs et les Bourses des autres parties du monde. ■

”