

L'analyse - La consolidation des Bourses mondiales : motivations et perspectives

Par **Carole Gresse**,
professeur à
l'université Paris-
Dauphine, directeur
de l'équipe de
recherche DRM
Finance

**La préférence
des dirigeants
de Nyse-
Euronext
pour l'offre
de Deutsche
Börse
s'explique
entre autres
par la volonté
de répondre
encore mieux
à la demande
de la clientèle
pour des
stratégies
multiproduits
combinant le
comptant et
les dérivés.**

Le 15 février dernier, Deutsche Börse (DB) et Nyse-Euronext annonçaient leur projet de fusion alors que le London Stock Exchange (LSE) venait de faire une offre sur le groupe TMX, propriétaire de la Bourse de Toronto, et qu'une absorption de la plateforme alternative Chi-X par son concurrent BATS Europe était en préparation. Quelque temps plus tard, le 1er avril, le groupe boursier américain Nasdaq OMX allié à IntercontinentalExchange (ICE) déposait une contre-offre sur Nyse-Euronext supérieure de 19 % à celle de DB. Pourtant, le 10 avril, le conseil d'administration de Nyse-Euronext exprimait sa préférence pour la fusion avec l'opérateur allemand, considérant qu'elle créerait plus de valeur à long terme. Le choix final reviendra aux actionnaires lors de l'assemblée générale du 7 juillet prochain. Comment expliquer cette soudaine effervescence dans le secteur boursier ? Quelles perspectives offre la concentration du secteur ? Pourquoi ces opérations sont-elles créatrices de valeur ?

En Europe, depuis la libéralisation du secteur boursier par la mise en place de la directive MIF en 2007, la concurrence accrue entre les Bourses historiques et les plateformes alternatives les conduit à s'engager dans une course à la taille. La première raison à cela est l'importance des coûts fixes dans cette activité. Le poids des coûts fixes fait de l'organisation d'un marché boursier une activité à rendements croissants avec les volumes, ce qui a même conduit certains théoriciens à considérer les marchés comme des monopoles naturels. Si la fusion du LSE et de TMX se réalisait, elle générerait des économies d'échelle estimées à 35 millions de livres sterling dès la deuxième année. La fusion de DB et de Nyse-Euronext, en donnant naissance au premier opérateur boursier mondial, permettrait des gains de synergie évalués à 533 millions de dollars, tandis que le projet de fusion de l'alliance Nasdaq-ICE en produirait 740. Généralement, ces gains de synergie proviennent de la consolidation des plateformes électroniques et des centres de données, ainsi que de la suppression de frais administratifs redondants. Une deuxième raison est que les marchés bénéficient d'externalités positives de réseau. Autrement dit, à l'instar de l'utilité d'un réseau de télécommunication, l'attrait d'un marché pour un investisseur, et notamment sa liquidité, est croissant avec le nombre des autres agents

traitant sur ce marché. Un rapport réalisé par Pagano et Padilla en 2005 pour Euronext met en évidence une amélioration de la liquidité consécutivement aux fusions des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles, de Paris et de Lisbonne. Dans un article publié au «Journal of Financial Markets» en 2009, Nielsson montre que l'amélioration de liquidité liée à la création d'Euronext a été réservée aux grandes valeurs et aux titres des firmes à forte exposition internationale. Une troisième motivation à ces mouvements de consolidation est la diversification de la gamme des segments de marché et des produits cotés. Ainsi, la préférence des dirigeants de Nyse-Euronext pour l'offre de DB s'explique entre autres par la volonté de répondre encore mieux à la demande de la clientèle pour des stratégies multiproduits combinant le comptant et les dérivés. La contre-offre de Nasdaq et de l'ICE entraînerait au contraire un démantèlement des marchés du comptant et des marchés de dérivés de l'opérateur transatlantique,

les premiers fusionnant avec Nasdaq OMX, les seconds rejoignant les activités de l'ICE.

Certains projets de fusion peuvent cependant se heurter à des obstacles stratégiques. Par exemple, le gouvernement australien a récemment considéré contraire à l'intérêt national la prise de contrôle de l'ASX par la Bourse de Singapour, tandis que le comité spécial de l'Ontario a posé des

conditions à la fusion du LSE avec TMX. Par ailleurs, la trop forte concentration pourrait recréer des situations de quasi-monopole, nuisibles à la concurrence. Ainsi, une fois fusionnés, le LSE et TMX détiendraient une position dominante sur la cotation des valeurs minières. En effet, les plus grands groupes miniers sont cotés au LSE tandis que la Bourse de Toronto recense une large part des sociétés aurifères et que de nombreuses petites valeurs minières sont cotées sur les deux places. De même, la combinaison de la filiale Eurex de DB et de la division Liffe de Nyse-Euronext aboutirait à la naissance d'un leader européen des marchés de contrats à terme détenant 90 % de part de marché. Enfin, un conglomerat Nyse-Euronext-Nasdaq contrôlerait 100 % de l'activité de l'admission à la cote sur les marchés réglementés aux Etats-Unis, ce qui expose l'opération à un risque de blocage antitrust. Les autorités américaines pourraient en effet bloquer la transaction ou contraindre le groupe à céder des activités. ■

**La trop forte
concentration
pourrait recréer
des situations de
quasi-monopole,
nuisibles à la
concurrence.**