

**EVALUATION DES SCENARIOS DE
CONSOLIDATION BOURSIERE
IMPLIQUANT EURONEXT**

**RAPPORT DE LA MISSION CONFIEE A
HENRI LACHMANN
PAR LE PRESIDENT DE PARIS EUROPLACE**

4 Octobre 2006

SOMMAIRE

<u>I/ CONTEXTE ET OBJECTIFS</u>	3
<u>I-1/ Rappel du contexte</u>	3
<u>I-2/ Les objectifs de la mission</u>	4
<u>II/ DEMARCHE ET DEROULEMENT DE LA MISSION</u>	5
<u>II-1/ La démarche</u>	5
<u>II-2/ Le déroulement de la mission</u>	5
<u>III/ EVALUATION DES PROJETS NYSE/EURONEXT ET DEUTSCHE BÖRSE/EURONEXT EN FONCTION DES CRITERES EUROPLACE</u>	6
<u>III-1/ Le modèle boursier</u>	6
<u>III-2/ La gouvernance</u>	10
<u>III-3/ L'organisation</u>	12
<u>III-4/ Le système boursier et les synergies</u>	13
<u>III-4-1/ Le système boursier, le post-marché</u>	13
<u>III-4-2/ L'organisation des systèmes informatiques et les synergies de coût</u>	15
<u>III-4-3/ Les synergies de revenu : développement des listings, dérivés et liquidité</u>	16
<u>III-4-4/ Les réductions de coût pour les utilisateurs</u>	18
<u>III-5/ La dynamique de développement pour la place de Paris</u>	19
<u>IV/ APPRECIATION DES DIFFERENTS SCENARIOS</u>	20
<u>IV-1/ Hiérarchiser et compléter les critères</u>	20
<u>IV-2/ Appréciation des scénarios NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext</u>	22
<u>IV-3/ Autres scénarios envisageables</u>	23
<u>LISTE DES ENTRETIENS EFFECTUES</u>	26

I/ CONTEXTE ET OBJECTIFS

I-1/ Rappel du contexte

Les projets de consolidation boursière européenne représentent des enjeux importants pour l'ensemble des utilisateurs de la place de Paris. Ces projets peuvent en effet apporter des avantages significatifs en termes de visibilité des titres auprès des investisseurs internationaux, de réduction de coût pour les bourses et les intermédiaires financiers et d'élargissement de la liquidité. Mais ils peuvent également comporter des risques à plus ou moins long terme remettant en cause ces avantages, comme par exemple des risques de marginalisation résultant d'une perte de pouvoir, des risques d'évolutions réglementaires défavorables ou des risques d'exécution.

Le mouvement de consolidation des bourses en Europe a connu une étape décisive avec les projets d'achat du London Stock Exchange par Euronext et Deutsche Börse en 2005. Ces projets se sont finalement heurtés à l'hostilité de leurs plus importants actionnaires, des fonds d'investissement étrangers. Ces derniers privilégiaient un rapprochement entre Euronext et Deutsche Börse, qu'ils estimaient porteur de plus de synergies. Toutefois, la réorganisation envisagée était alors nettement au profit de Deutsche Börse. C'est dans ce contexte que les utilisateurs de la place de Paris se sont mobilisés début 2006, en se renforçant au capital d'Euronext.

Parallèlement, les bourses américaines ont manifesté leur volonté de rapprochement avec les bourses européennes. Ainsi, des discussions entre Euronext et NYSE ont abouti à un accord de principe entre les dirigeants des deux bourses, soutenu par le conseil de surveillance d'Euronext au détriment du projet de rapprochement avec Deutsche Börse. Lors de l'assemblée générale d'Euronext du 23 mai 2006, les actionnaires ont rejeté une motion favorable à une fusion avec Deutsche Börse, soutenant ainsi la position de la direction en faveur du projet NYSE/Euronext.

Euronext a finalement signé le 1^{er} juin 2006 un accord de rapprochement avec le NYSE Group Inc. Le 19 juin, Deutsche Börse proposait au travers d'un communiqué de presse un nouveau projet de rapprochement avec Euronext, comportant de nouvelles concessions à la partie française.

La mise en œuvre de l'accord entre Euronext et le NYSE est subordonnée aux autorisations des autorités de régulation américaine et européennes. Les deux principales procédures d'examen préalable actuellement en cours sont les suivantes :

- l'examen du cadre de régulation d'Euronext NV en tant qu'opérateur de marché, qui se traduira par un avis préalable du Collège des régulateurs d'Euronext NV (prévu à échéance fin octobre 2006). De même la Securities and Exchange Commission (SEC) examine le cadre de régulation du NYSE (procédure 19 B 4) ;
- l'examen par la Securities Exchange Commission (SEC) du document d'enregistrement de l'offre (S4), qui a été déposé et publié le 21 septembre 2006. Cet examen dure généralement de 4 à 8 semaines.

Les assemblées générales d'Euronext NV et du NYSE Group seront amenées à se prononcer sur l'offre publique après que les régulateurs auront rendu leurs avis préalables, par conséquent probablement en décembre 2006. Le lancement de l'offre pourrait alors avoir lieu après la tenue des assemblées générales. Ce n'est qu'à l'issue de l'offre que les régulateurs

européens et américains approuveront formellement le rapprochement du point de vue du fonctionnement des bourses.

D'ici là, l'accord signé entre Euronext et NYSE impose à ces derniers de ne pas participer à des discussions en vue d'un autre projet de rapprochement sans en avertir l'autre. Cet accord ne permet donc pas à Euronext de continuer les discussions avec Deutsche Börse sans risquer de rompre définitivement l'accord avec le NYSE, sauf si Deutsche Börse présentait une offre considérée comme « supérieure » par Euronext.

Les discussions entre Euronext et NYSE ont également associé la bourse italienne. Même si l'accord ne l'inclut pas dans le périmètre de la fusion, Euronext et NYSE y sont favorables. De son côté, Borsa Italiana a engagé des discussions avec Deutsche Börse en vue de construire un nouveau modèle boursier incluant également Euronext. A ce stade, aucun projet précis n'a été communiqué.

I-2/ Les objectifs de la mission

Dans le contexte de l'accord conclu entre Euronext et NYSE le 1^{er} juin 2006, Gérard Mestrallet, Président de Paris Europlace, a demandé à Henri Lachmann, Président du Conseil de surveillance de Schneider Electric, de conduire une mission d'évaluation des différents projets ou scénarios de rapprochement impliquant Euronext.

Conformément à la lettre de mission adressée par Gérard Mestrallet à Henri Lachmann, la mission s'est attachée à évaluer différents scénarios de rapprochement selon les attentes formulées par les utilisateurs de la place de Paris dans le cadre de la mission Dangeard. Ces attentes s'articulent autour des critères suivants :

- 1) le maintien, dans la durée, du modèle boursier d'Euronext, qui a fait la preuve de son efficacité. Ce modèle boursier repose sur son caractère transnational et son ouverture, c'est-à-dire sa volonté et sa capacité à accueillir de nouveaux marchés, et sur son caractère fédératif, permettant de respecter les intérêts des différentes places financières qu'il réunit. En particulier, il doit garantir la stabilité de l'environnement réglementaire européen et de chaque marché.
- 2) l'organisation d'une gouvernance équilibrée, assurant une juste représentation des différentes places financières comme des utilisateurs. En particulier, la localisation du siège de la bourse doit s'effectuer dans un lieu reflétant le caractère transnational du modèle boursier.
- 3) la mise en place d'une organisation reflétant une répartition équilibrée des activités entre les différentes places financières.
- 4) la mise en place d'un système boursier ouvert et efficace, permettant de dégager les meilleures synergies et réductions de coûts et assurant une libre concurrence aux différents niveaux des services et de facturation : négociation, compensation et règlement-livraison.
- 5) des perspectives de développement permettant une bonne valorisation de chacune des places financières.

II/ DEMARCHE ET DEROULEMENT DE LA MISSION

II-1/ La démarche

Dans le contexte des perspectives d'acquisition du London Stock Exchange par Euronext en 2005, Paris Europlace avait lancé une mission d'évaluation des différents scénarios de consolidation boursière européenne. Cette mission, menée sous l'égide de Franck Dangeard au travers d'un groupe de travail de Place, avait étudié l'impact des différents scénarios pour les acteurs de la place de Paris et formulé un certain nombre de critères d'appréciation du point de vue de l'intérêt de l'ensemble des utilisateurs (octobre 2005).

La mission confiée à Henri Lachmann s'est appuyée sur les critères Europlace développés dans ce cadre. Même si le contexte a changé, les attentes des utilisateurs n'ont pas varié. Ce constat a été confirmé par les entretiens réalisés auprès des utilisateurs dans le cadre cette mission.

La mission confiée à Henri Lachmann s'est ainsi concentrée sur un double objectif :

- d'une part, évaluer les différents scénarios de rapprochement en fonction des critères matérialisant les attentes de la place de Paris (critères Europlace) ;
- d'autre part, hiérarchiser et compléter ces critères en fonction du contexte actuel.

Le point de vue des actionnaires sous ses aspects strictement financiers de création de valeur à court terme n'a pas été pris en compte.

L'étude s'est appuyée sur la consultation, d'une part, des dirigeants des entreprises de marché impliquées (Euronext, NYSE, Deutsche Börse et Borsa Italiana), et, d'autre part, des associations et fédérations professionnelles concernées, des autorités de marché ainsi que de panels d'utilisateurs et d'actionnaires.

II-2/ Le déroulement de la mission

Pour conduire sa mission, Henri Lachmann s'est entouré d'une équipe indépendante, pour préciser la démarche, élaborer des questionnaires ou des canevas d'entretiens et analyser les résultats de la consultation.

1) L'évaluation, selon les critères Europlace, du projet d'offre NYSE/Euronext ainsi que du projet de rapprochement communiqué par Deutsche Börse a nécessité l'obtention de précisions sur le contenu et les modalités de mise en œuvre de ces projets. Ces précisions ont été obtenues par l'envoi de deux questionnaires, l'un à NYSE/Euronext, l'autre à Deutsche Börse, ainsi que par la réalisation d'entretiens avec les dirigeants des entreprises de marché concernées ou de leurs partenaires (Atos, AEMS)¹. En outre, la mission a bénéficié d'une étude préalable conduite, pour le compte de Paris Europlace, par la banque Rothschild. Cette étude présente une description comparative détaillée des deux projets en fonction des différents thèmes d'investigation correspondants aux critères Europlace.

¹ Les deux questionnaires et les réponses apportées par NYSE/Euronext et par Deutsche Börse figurent en annexe.

2) Pour hiérarchiser et compléter les critères Europlace, la mission s'est appuyée, en sus naturellement de très nombreux contacts informels, sur la réalisation d'entretiens, une vingtaine au total² :

- auprès des autorités de marché (SEC, AMF, Banque de France, BCE) et de la Direction générale du trésor et de la politique économique ;
- auprès des associations et fédérations professionnelles (AFEI, FBF, FFSA, AFG, Paris Europlace, MEDEF) ;
- auprès d'utilisateurs (émetteurs, intermédiaires et investisseurs) ;
- auprès de certains actionnaires importants des entreprises de marché (TCI et Atticus notamment).

En outre, la mission a participé à une audition des présidents d'Euronext et du NYSE et de Deutsche Börse organisée par le MEDEF, à destination des principales organisations professionnelles de la place et d'un certain nombre d'émetteurs.

Enfin, l'analyse des deux projets de rapprochement et notamment des risques qu'ils peuvent présenter pour la place de Paris a conduit à étudier d'autres scénarios possibles pour Euronext.

III/ EVALUATION DES PROJETS NYSE/EURONEXT ET DEUTSCHE BÖRSE/EURONEXT EN FONCTION DES CRITERES EUROPLACE

III-1/ Le modèle boursier

Les utilisateurs de la place de Paris souhaitent le maintien, dans la durée, d'un modèle transnational, ouvert et fédératif, dans l'esprit de ce qui a fait le succès de la plate-forme boursière Euronext, garantissant la stabilité de l'environnement réglementaire et juridique de marché, et notamment le maintien d'un cadre européen de régulation pour les entreprises cotées sur Euronext, ainsi qu'une activité sur chacune des places.

S'agissant du caractère ouvert et transnational du modèle boursier, les deux projets de rapprochement proposent un schéma ouvert à l'adhésion d'autres bourses, avec des modalités mieux précisées dans le projet NYSE/Euronext.

Le projet NYSE/Euronext consacre cette ouverture à trois niveaux :

- au niveau de l'entrée d'autres bourses européennes, y compris le London Stock Exchange : la nouvelle entreprise de marché européenne deviendrait alors filiale d'Euronext NV ;
- au niveau de l'entrée d'autres bourses américaines (voire canadienne, même si cela n'est pas précisé) : la nouvelle entreprise de marché américaine deviendrait alors filiale du NYSE Group ;
- au niveau de l'entrée de bourses en provenance de pays tiers (Asie par exemple) : la nouvelle entreprise de marché deviendrait alors filiale de la holding NYSE Euronext (TopCo).

² La liste de ces entretiens est fournie en annexe.

Le principe de l'entrée possible d'autres bourses est également souhaité dans le cadre du projet de Deutsche Börse, sans que les modalités, notamment en termes de participation à la gouvernance, soient précisées.

Le projet NYSE/Euronext maintient le modèle fédéral de la partie européenne, mais les modalités de gouvernance du groupe n'assurent pas la pérennité de ce schéma. La proposition Deutsche Börse/Euronext suggère de son côté un modèle de décentralisation et de répartition des fonctions entre les places, mais rompt le modèle fédératif mis en place par Euronext.

Le projet NYSE/Euronext préserve la gouvernance d'Euronext NV et de ses filiales (cf. III-2). L'organisation d'Euronext NV est également maintenue, et même renforcée avec la localisation de la direction du listing international du groupe à Paris et, sans toutefois que son périmètre exact soit précisé, la création d'un siège international du groupe à Paris et Amsterdam. Néanmoins, l'étendue des attributions de la holding TopCo mériterait d'être précisée afin de concrétiser l'autonomie annoncée de la partie européenne (cf. III-3). Par ailleurs, les règles de gouvernance de la TopCo permettent une évolution des règles et ne s'opposent pas dans la durée à un risque de perte d'autonomie ou d'importance des places européennes (cf. III-2).

La proposition de rapprochement proposée par Deutsche Börse marque une volonté de répartir les fonctions entre places. A ce titre, la direction de Deutsche Börse s'engage à maintenir des équipes locales dans les différentes places pour assurer la proximité avec les émetteurs, les clients et les régulateurs. Le projet prévoit également une répartition des « business units » entre Paris (marchés actions), Londres et Francfort (marchés dérivés), Luxembourg (Clearstream) et Amsterdam (vente de données), même si cette répartition mériterait d'être précisée (cf. III-3). Toutefois, compte tenu du poids important des activités de Deutsche Börse n'ayant pas d'équivalent chez Euronext, le projet de fusion ne permet pas de prévoir le même niveau de fédéralisme qui caractérise aujourd'hui Euronext NV. Au niveau des fonctions centrales, le projet propose certes une répartition entre Francfort, Paris et Amsterdam, mais c'est Francfort qui réunit les principales fonctions (notamment, les statuts proposent que les CEO et CFO y soient basés). La gouvernance du nouveau groupe repose sur une répartition à parité entre membres issus d'Euronext NV et membres issus de Deutsche Börse, et non sur une répartition équilibrée entre les différentes places boursières comme c'est le cas aujourd'hui d'Euronext NV. Par ailleurs, le système de gouvernance mis en place est centralisé sur Francfort (cf. III-2). Ainsi, dans le mariage proposé, Deutsche Börse n'adhère pas au modèle fédéral d'Euronext.

Le projet NYSE/Euronext doit pouvoir maintenir la stabilité de l'environnement réglementaire et juridique de marché d'Euronext, en particulier un cadre européen de régulation pour les entreprises cotées sur Euronext. Il est fondamental que ce point soit confirmé par les régulateurs européens. La proposition Deutsche Börse/Euronext favorise quant à elle une convergence européenne des régulations, même si l'étendue de la délégation de pouvoir accordée par le Land de Hesse à la BAFIN pour siéger au sein d'un collège des régulateurs européens mériterait d'être précisée.

Le projet NYSE/Euronext soulève deux questions distinctes, en cours d'analyse par le collège des régulateurs d'Euronext NV : le partage de la supervision de la holding et son impact sur Euronext NV et la problématique de « spill-over » de la réglementation américaine.

Le partage de la supervision de la future holding américaine et son impact sur la régulation d'Euronext NV

La holding n'ayant pas la qualité d'opérateur de marché, elle ne serait pas régulée en tant que telle par la SEC. Pour autant, cette dernière devrait disposer de pouvoirs spécifiques, au-delà du droit commun s'appliquant à toute société américaine cotée. A cet égard, la SEC devrait reproduire le schéma mis en place à l'occasion de la création de la holding maison-mère du Nasdaq. L'enjeu consiste dès lors, pour les régulateurs européens, à organiser en lien avec la SEC le contrôle conjoint de la TopCo. L'étendue de ce contrôle dépendra des fonctions qui seront effectivement attribuées à la TopCo, lesquelles méritent d'ailleurs d'être précisées (cf. III-3).

La problématique du « spill over »

Le projet NYSE/Euronext a suscité un débat sur l'application éventuelle de la législation américaine aux entreprises européennes uniquement cotées sur Euronext par un effet de « spill over ».

Deux types d'événements peuvent modifier l'équilibre actuel en matière de régulation : (i) l'évolution du projet d'une simple fusion des seuls systèmes informatiques vers une véritable « fusion des marchés » (mise en place d'écrans de négociation, voire d'un carnet d'ordre unique), qui brouille effectivement la territorialité de l'appel public à l'épargne et (ii) une nouvelle initiative législative américaine à portée extraterritoriale.

Le premier événement serait mis en œuvre à l'initiative de NYSE/Euronext, donc dans leur intérêt. En tout état de cause, il ne pourrait pas être mis en œuvre sans l'accord des régulateurs de part et d'autre de l'Atlantique ; il n'est d'ailleurs pas envisageable dans le contexte actuel des discussions entre régulateurs.

A l'inverse, le deuxième événement peut se produire de manière brutale et imprévue et il importe d'apprécier la problématique de l'extraterritorialité non seulement à droit constant, mais aussi en dynamique.

A projet et à droit constants, la problématique de l'extraterritorialité serait cantonnée

Il existe à ce jour trois types de législations américaines à portée extraterritoriale :

- des législations américaines « totalement extraterritoriales » (loi sur l'Iran et la Libye de 1996, loi Helms-Burton sur le commerce avec Cuba, qui s'appliquent à toutes les entreprises de quelque nationalité qu'elles soient). La situation ne changera pas pour les entreprises européennes cotées sur Euronext car ces lois les concernaient déjà (au moins théoriquement) ;
- des législations qui ne concernent actuellement que les sociétés cotées aux Etats-Unis (sanctions commerciales notamment) ou plus largement les « US persons » : il sera impossible pour les Etats-Unis, par un effet de « spill over », de considérer que des sociétés européennes non cotées aux USA y sont assimilées ;
- la réglementation de la SEC, ainsi que la loi Sarbanes-Oxley (SOX), qui toutes deux relèvent du même critère de compétence : ces législations doivent en théorie s'appliquer à toute société américaine ou non ayant plus de 300 actionnaires

américains, ainsi qu'à leurs filiales étrangères. En pratique, la SEC a mis en place un régime souple (règle 12g-3-2b) permettant aux sociétés qui ne sont pas cotées aux Etats-Unis et qui n'y font pas appel public à l'épargne d'être exclues de son champ de compétence. En revanche, il est clair qu'Euronext NV et ses filiales seraient soumis à la loi SOX à titre de filiale, ce qui a notamment des conséquences en termes de procédures de contrôle interne et de présentation des comptes en US GAAP.

La «legal opinion» commanditée par NYSE/Euronext à la demande des régulateurs conduit à penser que le projet actuel ne provoque pas, en tant que tel, de risque d'extraterritorialité supplémentaire et en particulier de phénomène de contagion réglementaire via la simple cotation sur Euronext. Les régulateurs européens devront confirmer cette analyse.

La constitution d'une fondation de droit néerlandais pourrait permettre la sauvegarde d'Euronext NV en cas d'évolution législative

Cette fondation, établie sur le modèle de celle mise en place dans le cadre Air France – KLM, est prévue dès l'origine dans les statuts de NYSE Euronext et ne peut pas être désactivée par la holding. La fondation est gérée par un «board» de trois personnalités indépendantes, composé de deux européens et statuant à l'unanimité, qui est chargé de décider si un changement de loi américaine a des effets sur Euronext NV ou ses filiales ou sur une proportion significative d'intermédiaires financiers européens ou d'émetteurs cotés sur les marchés européens (ces effets devant résulter du fait qu'Euronext NV est filiale de la holding américaine). Dans le cas où le «board» décide que ce «trigger» est atteint, s'engage une période de 6 mois pendant laquelle les parties tentent de trouver une solution avec les régulateurs. A l'issue de cette «cure period», le board récupère les droits de vote de la holding dans Euronext NV.

Les détails de ce projet de fondation font encore l'objet de discussions avec la SEC et les régulateurs européens.

Par symétrie, un «delaware trust» sera mis en place, pour régler le cas d'évolutions législatives européennes.

Au total, sur ces différents points, la mission Lachmann n'exprime pas d'avis juridique et s'en remet à l'avis des régulateurs européens. Le projet NYSE/Euronext doit pouvoir assurer le maintien du cadre européen de régulation d'Euronext, non seulement à périmètre constant, mais aussi en cas d'évolutions futures du modèle boursier et/ou de la réglementation américaine.

Du point de vue des utilisateurs, la problématique du «spill over» réglementaire n'est cependant pas limitée à la conservation du cadre de régulation européen d'Euronext. Elle porte aussi sur l'impact du projet en termes d'influence des règles américaines sur le fonctionnement d'Euronext.

Certains utilisateurs craignent en effet que la proximité plus grande entre les régulateurs européens et américains favorise, par capillarité, un changement des règles voire de la régulation d'Euronext et de ses marchés vers le modèle américain.

La proposition de rapprochement Deutsche Börse/Euronext ne soulève pas les mêmes questions, puisque la fusion s'inscrirait dans un cadre européen. Elle favoriserait au contraire une accélération du processus d'harmonisation européenne des réglementations. S'agissant du cadre de régulation de Deutsche Börse/Euronext, il est prévu que la BAFIN, l'autorité boursière allemande, rejoigne le Collège des régulateurs européens, suivant le modèle actuel de régulation d'Euronext NV. Toutefois, l'articulation entre les pouvoirs de la BAFIN et ceux du Land de Hesse suscite des interrogations quant au bon fonctionnement du Collège des régulateurs européen du nouvel ensemble. La BAFIN n'est compétente que pour la supervision des membres de marché et pour les transactions boursières, tandis que la supervision de la bourse en tant que telle relève des Länder, le Land de Hesse s'agissant de la bourse de Francfort. Or, compte tenu des réactions du Land de Hesse sur le projet de rapprochement communiqué par Deutsche Börse, il serait préférable que son intervention dans la régulation d'Euronext NV reste minimale, pour ne pas risquer d'entraver le bon fonctionnement du collège des régulateurs. Deutsche Börse répond que la BAFIN est compétente pour les questions de réglementations internationales et recevrait donc délégation du Land de Hesse pour participer au Collège des régulateurs. Il serait souhaitable que le périmètre de cette délégation soit précisé. La loi boursière allemande donne explicitement compétence aux autorités locales pour travailler en collaboration avec leurs homologues situés à l'étranger, et la loi relative à la BAFIN, où figure effectivement la compétence internationale de principe de celle-ci, prévoit explicitement que cette compétence de principe « ne remet pas en cause les dispositions prévues par ailleurs dans la loi boursière en matière de collaboration internationale ».

III-2/ La gouvernance

Les utilisateurs de la place de Paris sont attachés à l'organisation d'une gouvernance équilibrée assurant, de manière significative, une juste représentation des places financières, comme des utilisateurs. En particulier, la localisation du siège de la bourse doit s'effectuer dans un lieu reflétant le caractère transnational du modèle boursier.

La représentation équilibrée des différentes places financières au sein d'Euronext NV est maintenue dans le projet NYSE/Euronext, mais les règles de gouvernance du groupe n'assurent pas la pérennité de cette représentation. La proposition Deutsche Börse/Euronext propose un modèle de gouvernance à parité entre la partie Euronext NV et la partie Deutsche Börse, mais elle ne permet pas une représentation équilibrée des différentes places boursières et place le centre de gravité de l'ensemble à Francfort.

La proposition NYSE/Euronext, relativement cadrée, prévoit une holding animant et coordonnant deux pôles : NYSE Group du côté américain et Euronext NV du côté européen. Chaque pôle se voit reconnaître une certaine autonomie. Ainsi, la gouvernance d'Euronext NV est préservée, ainsi que celle de ses filiales, la seule différence résidant dans le fait que le CEO du groupe NYSE-Euronext siègera au « managing board » d'Euronext NV (mais pas aux « board » de ses filiales).

Toutefois, il est difficile d'assurer la pérennité de la gouvernance d'Euronext NV, dans la mesure où la répartition des pouvoirs au niveau du conseil d'administration est en faveur du NYSE : le « board » de NYSE Euronext est en effet composé de 11 américains (proposés par le NYSE) contre 9 européens (proposés par Euronext NV). Certes, le projet prévoit que certaines décisions ou transactions importantes sont prises à la majorité des deux tiers du

« board », mais le champ de ces décisions ou transactions se révèle assez restreint, puisqu'il concerne uniquement les changements au niveau du board de la holding et les acquisitions, fusions ou cessions représentant plus de 30% de la capitalisation du groupe, ainsi que les acquisitions d'entités hors Europe et US.

Par ailleurs, la pérennité dans cet ensemble de dirigeants provenant des marchés européens rassemblés dans Euronext n'est pas non plus garantie. En effet, les règles de représentation au sein de la holding ou du sous-groupe Euronext, qui prévoient que sont européens les personnes qui résident depuis seulement un an en Europe, permettent de les remplacer facilement par des non-européens.

La proposition Deutsche Börse/Euronext ne permet pas, par construction, une aussi juste représentation des différentes places boursières au niveau des organes de gestion que dans le cas d'Euronext NV aujourd'hui. La gouvernance du nouvel ensemble qui est proposée repose sur une répartition à parité entre Euronext NV d'une part, Deutsche Börse d'autre part (parité au niveau du conseil de surveillance et au niveau du directoire entre les deux pôles), et non sur une répartition équilibrée entre les différentes places boursières (Paris, Francfort, Londres, Amsterdam, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne). Il convient de souligner que la parité proposée au niveau de la gouvernance entre Euronext NV et Deutsche Börse ne reflète pas les poids respectifs des deux entreprises, Deutsche Börse réalisant un chiffre d'affaire et un résultat sensiblement supérieurs à ceux d'Euronext NV. Ce décalage résulte de ce que, contrairement à Euronext, Deutsche Börse exerce une part importante de son activité dans le règlement-livraison (environ 40 % de son chiffre d'affaire), essentiellement sur les obligations internationales (activité d'ICSD³ de Clearstream Luxembourg). Cette dernière activité ne fait pas partie du périmètre de la consolidation boursière et déséquilibre la répartition des pouvoirs entre les différentes places financières. De plus, les statuts entérinent le fait que les CEO et CFO de la nouvelle entité seraient basés à Francfort, ce qui place le centre de gravité de l'ensemble à Francfort.

Enfin le système de gouvernance proposé par Deutsche Börse semble très centralisé. Ainsi, toutes les décisions d'investissement pour un montant supérieur à 1% des fonds propres seraient soumises au conseil de surveillance de la holding Euronext-Deutsche Börse et, par ailleurs, le CEO aurait un droit de veto sur toutes les décisions du directoire.

Du point de vue de la représentation et de l'association des utilisateurs, les deux projets de rapprochement comportent des améliorations potentielles par rapport à la situation actuelle d'Euronext NV.

Dans les deux projets de rapprochement, les mécanismes existants de représentation et d'association des utilisateurs perdureront.

Pour Euronext /NYSE, on peut espérer une amélioration des processus de consultation actuels d'Euronext alimentée par une culture forte du NYSE en la matière.

En revanche, compte tenu de la gouvernance de la holding à l'avantage du NYSE, se pose la question de l'influence des représentants des bourses «continentales» au niveau du

³ International Central Securities Depository : les dépositaires centraux internationaux internationaux (Euroclear Bank et Clearstream Lux) ont été créés par les banques américaines pour assurer le règlement livraison de leurs transactions sur les eurobonds en Europe. Ces ICSD fournissent également des services bancaires à valeur ajoutée. La majeure partie de leur activité est exercée sur les marchés obligataires.

groupe. Même dans l'hypothèse de principes de gouvernance axés sur le rôle joué par les utilisateurs, les utilisateurs «continentaux» seront par définition minoritaires, car les mêmes questions d'équilibre des rapports de force se poseront. Il est par conséquent important de conserver l'autonomie de l'organisation européenne, pour éviter tout risque de cannibalisation (cf. III-3).

Pour Deutsche Börse/Euronext, il faut souligner le rôle positif joué par le conseil de la bourse (Börsen Rat), regroupant les utilisateurs de la bourse allemande (ce conseil a exprimé son soutien à un rapprochement avec Euronext). Le projet prévoit également la mise en place d'« advisory boards » au niveau du groupe et au niveau des différentes filiales.

S'agissant de la localisation du siège, dans le projet NYSE/Euronext, le siège de la holding, aux Etats-Unis, ne reflète pas le caractère transnational de la fusion. La proposition Deutsche Börse/Euronext prévoit quant à elle la localisation du siège de la holding à Amsterdam, ce qui assure sa neutralité, mais le siège effectif se situe à Francfort.

III-3/ L'organisation

Pour les utilisateurs de la place de Paris, l'organisation de la nouvelle bourse doit assurer une répartition équilibrée des activités entre les différentes places financières. Les émetteurs insistent plus particulièrement sur la maîtrise des listings et du développement d'indices.

Du point de la répartition des activités entre les différentes places financières, le projet NYSE/Euronext maintient l'organisation d'Euronext NV. Toutefois, l'étendue des attributions de la holding mériterait d'être précisée. De plus, à nouveau, les modalités de gouvernance du groupe ne permettent pas d'assurer la pérennité de cette organisation. La proposition Deutsche Börse/Euronext assure quant à elle une répartition des activités entre places financières, mais manque de clarté au niveau de l'organisation de l'activité dérivés et surtout de l'informatique du groupe.

Le projet NYSE/Euronext ne change pas, pour l'essentiel, l'organisation du « pied » européen Euronext NV : il propose un modèle fortement décentralisé, où seules les décisions ayant une influence sur l'ensemble du groupe sont prises au niveau de la direction générale. La seule fonction centrale du groupe localisée exclusivement en Europe (en l'occurrence à Paris) est la fonction de développement international, en cohérence avec les ambitions d'attraction d'émetteurs hors zones US / Europe (cf. III-4-3). Toutefois, les attributions de la holding NYSE Euronext ne sont pas suffisamment explicites pour pouvoir porter un jugement, notamment dans la durée. L'informatique du groupe serait externalisée à Atos, mais l'articulation avec la filiale informatique actuelle du NYSE (SIAC), n'est pas précisée. En outre, compte du tenu du mode de gouvernance de la holding, la pérennité de cette organisation n'est pas assurée. Des décisions lourdes ne seront pas soumises à la majorité des deux tiers du conseil d'administration du groupe (cf. III-2) et pourraient donc potentiellement relever exclusivement d'un contrôle américain : il pourra s'agir, par exemple, des transferts directs ou indirects de compétence ou de moyens de l'une des bourses vers la holding, de décisions structurelles en matière d'informatique et de système, de décisions d'organisation et

de nomination au niveau des business units, de décisions relatives au développement de nouvelles activités, notamment à l'international etc.

La proposition Deutsche Börse/Euronext propose une répartition des « business units » entre les différentes places financières : les activités de listings et de négociations sur actions seront dirigées depuis Paris, celles de ventes de données de marché depuis Amsterdam, celles de produits dérivés depuis Francfort et Londres et celles d'ICSD depuis le Luxembourg. Même si le mode de gouvernance semble trop centralisé (cf. III-2), l'autonomie des différentes business units est réelle puisque, au niveau du directoire, les directeurs exécutifs ont un droit de veto sur toute décision concernant leur activité (par exemple, le responsable de l'activité actions pour le groupe, basé à Paris, pourra faire jouer son droit de veto aux décisions concernant le marché action à Francfort). Toutefois, l'organisation de la direction de l'activité dérivés entre Francfort et Londres n'est pas clairement explicitée, Deutsche Börse manifestant simplement l'intention de préserver le développement de chacune des deux places. L'organisation des activités technologies de l'information pour le groupe n'est pas non plus précisée : même si Deutsche Börse se montre disposé à la constitution d'une Joint Venture avec Atos, les modalités de cette externalisation, notamment terme de répartition au capital, ne sont pas fixées, alors qu'elles revêtent des enjeux forts en termes d'emplois pour Deutsche Börse et des enjeux financiers importants pour Atos qui demande à pouvoir consolider dans ses comptes la Joint Venture comme c'est le cas actuellement pour AEMS. Le groupe Atos, de par sa taille, aurait pourtant une capacité de redéploiement des équipes informatiques de Deutsche Börse significative.

III-4/ Le système boursier et les synergies

Les utilisateurs de la place de Paris insistent pour que tout projet de consolidation boursière assure la mise en place :

- d'un système boursier ouvert et permettant la libre concurrence aux différents niveaux des services de facturation (négociation, compensation et règlement-livraison),
- d'une organisation efficiente des systèmes d'information, afin de tirer partie des meilleures synergies génératrices de réduction de coût et de permettre un accroissement de la liquidité.

III-4-1/ Le système boursier, le post-marché

Le projet de rapprochement NYSE/Euronext ne présenterait a priori aucun impact particulier sur les infrastructures de compensation et de règlement-livraison pour Euronext NV. Deutsche Börse s'engage de son côté à ne pas étendre aux places financières d'Euronext son modèle d'intégration verticale entre activités de négociation, de compensation et de règlement/livraison, mais rien ne le garantit dans son projet qui n'offre que peu de visibilité sur sa stratégie en matière de post-marché. L'organisation des activités de post-marché d'un ensemble Deutsche Börse/Euronext devrait être précisée à la lumière de l'évolution du contexte européen sur les activités de post-marché (code de bonne conduite et projet Target 2 Securities).

Le coût du traitement des titres après la négociation est un élément déterminant pour les intermédiaires financiers ; les intermédiaires restent donc très attachés à ce qu'une libre concurrence puisse s'exercer entre les services de négociation et les infrastructures de post-marché.

Euronext et NYSE assurent que leur rapprochement n'entraînera aucun changement dans les infrastructures de post-marché utilisés par les deux entreprises. L'autonomie conférée aux bourses américaines et européennes par le projet de rapprochement conforte cet engagement. En outre, les deux bourses présentent des modèles d'organisation du post-marché satisfaisants pour les utilisateurs. Certaines banques françaises estiment néanmoins que ce rapprochement pourrait éventuellement entraîner à long terme des pressions d'intermédiaires américains en faveur d'un rapprochement de ces activités de post-marché, qui pourrait se faire à leur détriment.

La proposition Deutsche Börse/Euronext confronte quant à elle deux modèles d'organisation différents des infrastructures de compensation et de règlement livraison puisque dans le cas de Deutsche Börse, elles sont intégrées à la bourse. Or, si le modèle vertical de Deutsche Börse peut conduire à des gains d'efficacité, il peut induire une distorsion de concurrence. Le fournisseur de l'infrastructure a en effet la possibilité d'écarter ses concurrents sur le marché de la négociation en leur refusant l'accès à son infrastructure ou en pratiquant des prix excessifs, de pratiquer des subventions croisées entre fourniture d'infrastructure et vente de services de négociation, ou de proposer des services liés de manière abusive. C'est ce qui explique la décision de la «competition commission» britannique qui avait, dans le cadre du projet de rapprochement Deutsche Börse/LSE, imposé une séparation entre infrastructure de compensation et services de négociation.

En réponse à cette critique, Deutsche Börse s'engage à ne pas étendre son modèle aux marchés Euronext, mais souhaite le conserver pour les marchés actions et dérivés allemands, considérant que ses utilisateurs souhaitent conserver ce modèle. Deutsche Börse précise également qu'il serait prêt à se séparer de son activité de compensation sur les actions, en cas de décision en ce sens de la Commission européenne, l'autorité de concurrence compétente⁴, et à l'apporter à un projet de consolidation à l'échelle européenne.

Si Deutsche Börse ne donne aucune visibilité sur sa stratégie future en matière d'organisation des différentes activités de post-marché, il exprime en revanche son adhésion aux initiatives européennes en cours :

- la mise en place de codes de bonne conduite demandés par le Commissaire européen Mc Creevy, visant à promouvoir l'interopérabilité entre services et infrastructures et la transparence,
- la participation au projet Target 2 Securities, projet de la Banque centrale européenne qui vise à développer une plate-forme européenne de règlement livraison en monnaie banque centrale dans la zone euro.

L'initiative Target 2 Securities permettra de répondre au besoin de consolidation et de générer les économies d'échelles demandées depuis plusieurs années par les utilisateurs. Cependant, la mise en œuvre de l'initiative Target 2 Securities s'inscrit dans un temps long et ne concerne que l'activité de règlement livraison. Il serait donc souhaitable de préciser le point d'arrivée des projets à moyen terme d'intégration de l'ensemble des infrastructures de post-marché de la nouvelle entité, de façon à apprécier leur compatibilité avec les projets d'intégration promus par Euronext (projet ESES d'Euroclear).

⁴ Deutsche Börse anticipe une décision identique à celle de la competition commission britannique sur Deutsche Börse/LSE.

Le code de bonne conduite est quant à lui basé sur une harmonisation à minima, fondée sur la transparence des prix, sur l'interopérabilité d'accès aux différentes infrastructures de post-marché et sur la séparation de l'offre de services et de la comptabilité. Sa mise en œuvre est susceptible d'assurer une liberté de choix des infrastructures de post-marché et d'éviter que le contrôle de ces dernières permette d'entraver la concurrence sur les activités de services. Les effets de ce code sur l'organisation future des activités de post-marché sont toutefois difficiles à apprécier à ce stade. En tout état de cause, un choix devrait être fait par le futur ensemble sur l'organisation qui doit être privilégiée.

En outre, il n'est pas prévu que ce code de bonne conduite traite des activités dérivés, la Commission européenne réfléchissant encore à l'opportunité d'une telle démarche. La proposition Deutsche Börse/Euronext prévoyant la mise en place d'une infrastructure de négociation unique pour les produits dérivés sur la base du système Eurex, il ne serait donc pas surprenant que la compensation des produits dérivés de la nouvelle entité soit à terme assurée par Eurex Clearing. L'extension du silo allemand au marché dérivé d'Euronext ne peut donc pas être écartée, malgré l'engagement donné par Deutsche Börse.

III-4-2/ L'organisation des systèmes informatiques et les synergies de coût

Le projet NYSE/Euronext permettra de dégager d'importantes synergies de coût informatique, mais leur affectation n'a pas été précisée entre la partie américaine et la partie européenne. Pour la proposition Deutsche Börse/Euronext, les synergies de coûts s'appuient sur l'adoption d'un système de négociation unique pour les actions et pour les dérivés et sur la mise en œuvre d'une organisation commune. Elles devraient profiter à l'ensemble des places financières. Toutefois, l'organisation envisagée pour les activités technologies de l'information et le traitement du post-marché, peu explicites, ne permettent pas de l'assurer et la remise en cause de la mise en commun des activités dérivés par les autorités européennes de la concurrence et par les utilisateurs, qui limiterait ces synergies, ne peut pas être écartée.

Dans une architecture informatique optimale, les activités de négociation sont des activités à coût fixe, c'est-à-dire qui dépendent très peu des volumes. C'est le cas pour Euronext et Deutsche Börse, du fait de l'adoption de systèmes de négociation électroniques performants. En revanche, le NYSE ne dispose pas encore d'une telle architecture, commençant tout juste à mettre en place un système électronique suite au rachat de la plateforme Arca d'Archipelago. Il y a donc un important gisement de réduction des coûts unitaires pour le NYSE, compte tenu des volumes traités par la bourse.

Ainsi, le projet NYSE/Euronext prévoit des réductions de coût de l'ordre de 300 M€ à horizon 2009. Selon les estimations des deux groupes, les coûts informatiques représentent aujourd'hui 220 MUSD pour Euronext et 460 MUSD pour le NYSE et seraient ramenés pour l'ensemble du groupe à 300 MUSD en 2009. L'essentiel de ces réductions de coût concernera le marché américain et le projet ne précise pas l'affectation de ces synergies entre NYSE Group et Euronext NV.

Les synergies de coût informatique dégagées par la proposition Deutsche Börse/Euronext reposent sur l'adoption de systèmes de négociation uniques par segment de marché (adoption, pour l'ensemble du groupe, du système NSC d'Euronext sur les marchés actions et du système Eurex de Deutsche Börse sur les dérivés, sous réserve de l'avis des utilisateurs). En outre, des synergies de coût non informatiques résulteront de la mise en place

d'une organisation commune (90 M€ en comparaison avec 100 M€ de synergies de coût informatique).

Les synergies de coût informatiques ne pourront être dégagées qu'au terme d'efforts de migration importants, à la fois pour Deutsche Börse/Euronext et pour les utilisateurs. Si Deutsche Börse précise naturellement que ces migrations se feront en concertation avec les utilisateurs, leur mise en œuvre au sein du groupe suscite des interrogations, dans la mesure où l'organisation des activités technologies de l'information n'est pas précisée (cf. III-3). En outre, les deux systèmes de négociation de dérivés traitent aujourd'hui de produits différents sur les taux (taux court pour le Liffe, taux longs pour Eurex), ne nécessitant pas les mêmes développements informatiques et le même savoir-faire.

La mise en commun des activités dérivés risque également d'être remise en cause :

- par les autorités européennes de la concurrence en raison de la part de marché dominante qu'elle confèrerait au nouveau groupe dans le secteur des dérivés cotés en Europe ;
- par les utilisateurs du système d'Euronext Liffe à Londres, qui pourront craindre une cannibalisation du système londonien par Francfort, en mettant en avant à la fois les problématiques de concurrence et de coût excessifs de migration.

Sur le premier point, les arguments généralement avancés pour réfuter la problématique concurrentielle reposent :

- sur une définition plus large du marché pertinent, au niveau géographique (le marché pertinent est mondial et non européen) et/ou au niveau du périmètre (le marché pertinent concerne l'ensemble des dérivés et non pas seulement les dérivés cotés qui ne représentent qu'une petite partie du marché total). Selon chacun des points de vue, la part de marché d'un ensemble Eurex-Liffe serait en effet bien plus faible ;
- sur une complémentarité de produits entre Liffe et Eurex (taux courts pour le Liffe, taux longs pour Eurex).

Le premier argument est pertinent. Le deuxième semble plus discutable, car il ne prend pas en compte le fait que les deux bourses se font aujourd'hui concurrence sur certains segments, notamment les dérivés sur actions, et plus récemment de taux.

Il semble difficile d'estimer ce que l'autorité de concurrence européenne décidera, et surtout le temps dont elle aura besoin pour ce faire. En outre, les utilisateurs à Londres se feront entendre de manière significative dans ce processus, et les autorités britanniques, notamment de la concurrence, seront amenées à intervenir. En tout état de cause, ce point constitue un risque d'exécution important pour un rapprochement Deutsche Börse/Euronext.

III-4-3/ Les synergies de revenu : développement des listings, dérivés et liquidité

De manière générale, il est difficile d'exprimer une opinion sur les synergies de revenu affichées dans les deux scénarios de rapprochement.

NYSE/Euronext met en avant le développement des listings, qui reposerait sur le pouvoir d'attraction de l'ensemble pour les émetteurs hors de la zone Euronext (Asie et BRICs principalement). L'ampleur de ce pouvoir d'attraction est difficile à évaluer, et dès

lors les conséquences pour la concurrence entre Paris et Londres. La proposition Deutsche Börse/Euronext semble quant à elle présenter un pouvoir d'attraction limité.

Euronext et le NYSE estiment que le développement de nouveaux listings représenterait 20 MUSD, soit une augmentation de seulement 5 % du chiffre d'affaire annuel actuel de l'entité combinée en matière de listings mais de près de 50 % par rapport à celui d'Euronext.

Le pouvoir d'attraction mis en avant par le projet NYSE/Euronext repose sur l'effet « marque » du NYSE et la visibilité qu'il offre vis-à-vis des investisseurs internationaux. Compte tenu des contraintes de la loi Sarbanes-Oxley, les émetteurs des pays asiatiques ou BRICs ne se sont jusqu'alors pas tournés vers le NYSE. En revanche, ils pourraient être attirés par l'une des places financières d'Euronext, bénéficiant des avantages de notoriété du NYSE sans en subir les inconvénients. Il est difficile d'apprécier la portée de cet avantage pour ces émetteurs : recherchent-ils un accès à la liquidité internationale ou une visibilité plus grande ? Dans le premier cas, l'argument de la marque NYSE joue peu et les émetteurs privilégieront des places financières qui regroupent un secteur financier fort, comme Londres. Dans le deuxième cas, Paris représenterait effectivement un lieu de cotation attractif, avec une capacité suffisante à conduire les émissions et à animer le marché secondaire. Néanmoins, le LSE offre également une visibilité importante (qui sera d'ailleurs d'autant plus importante en cas de fusion Nasdaq-LSE), et s'intègre au sein d'une place financière forte. Il n'est donc pas évident que l'ensemble NYSE/Euronext soit capable sur ce point particulier de réellement menacer la place de Londres.

La proposition Deutsche Börse/Euronext n'aurait quant à elle sans doute pas la visibilité suffisante pour attirer de tels émetteurs de manière significative, et très certainement pas au point de concurrencer le LSE. En outre, l'augmentation de liquidité résultant du rapprochement ne serait sans doute pas suffisante : si les volumes d'échanges sur le carnet d'ordre central de l'entité combinée seraient supérieurs à celui du LSE, ce n'est pas le cas en prenant en compte l'ensemble des transactions, c'est-à-dire également les transactions de gré à gré qui s'effectuent hors de carnet d'ordre central.

Le projet NYSE/Euronext et la proposition Deutsche Börse/Euronext conduiront sans doute à des synergies de revenu sur les activités dérivés, du fait de l'élargissement de l'activité dans le premier cas, du développement de produits communs dans le second. Ces synergies restent cependant difficiles à évaluer. Pour Deutsche Börse/Euronext, elles sont sujettes à une possible remise en cause du regroupement des activités dérivés par les autorités européennes de la concurrence (cf. III-4-2).

Deutsche Börse propose une vraie fusion des marchés élargissant le bassin de liquidité européen. Mais l'absence de précision sur l'organisation de l'informatique et sur le traitement du post-marché peut remettre en cause la fusion des marchés. . Dans le cas du projet NYSE/Euronext, compte tenu de la séparation des marchés américains et européens, la manière dont la liquidité des titres cotés sur Euronext pourrait être améliorée n'a pas été démontrée.

Le degré de liquidité d'un marché dépend d'abord du nombre et de l'activité de ses intervenants, intermédiaires, émetteurs et investisseurs. L'augmentation du nombre et de

l'activité des intervenants (réduction du «home bias », i.e. de la réticence des investisseurs étrangers à acheter des titres domestiques) est alimentée par la possibilité de réaliser les transactions à moindre coût et avec la souplesse et la rapidité nécessaire. Il ne faut toutefois pas surestimer cet impact pour des marchés déjà largement tournés vers les investisseurs internationaux. Par ailleurs, les bourses traditionnelles subissent une concurrence croissante, qui sera renforcée en Europe avec la mise en œuvre de la directive MIF. Ces évolutions placeront de plus en plus les grandes banques à la fois comme concurrentes et comme utilisatrices des bourses et sont susceptibles de conduire à une fragmentation de la liquidité.

La proposition Deutsche Börse/Euronext propose la mise en place d'un carnet d'ordre unique pour l'ensemble des marchés actions, permettant ainsi de créer un véritable bassin de liquidité commun à ces différents marchés, à l'instar de ce qui a été observé suite à la fusion des marchés Euronext. Malgré tout, Deutsche Börse ne s'engage pas sur la mise en commun des infrastructures de post-marché (cf. III-4-1), alors que cette mise en commun aurait un effet positif sur la liquidité du fait des réductions de coûts qu'elle permettrait aux intermédiaires.

Surtout, cet effet d'augmentation de la liquidité ne sera atteint qu'en cas de fusion effective des marchés. Or, celle-ci n'est pas garantie compte tenu du manque de précision du projet concernant l'informatique et le post-marché (cf. III-4-2).

Le projet NYSE/Euronext avance de son côté que la profondeur des marchés serait améliorée par le développement de nouveaux indices et de produits dérivés et par une plus grande facilité d'accès des intermédiaires aux deux bourses du fait de la mise en place d'un même système de négociation. Ces effets sur la liquidité restent à démontrer, dans la mesure où le projet ne propose pas une vraie fusion entre bourses. . .

III-4-4/ Les réductions de coût pour les utilisateurs

Le montant des synergies affichées du projet NYSE/Euronext est équivalent à celui calculé par Deutsche Börse pour son projet concurrent. Deutsche Börse annonce qu'une fraction de ces synergies serait rétrocédée aux utilisateurs (60 M€, équivalent à une réduction des frais de négociation de 4%). NYSE/Euronext ne propose que des intentions vagues : l'affectation de ces synergies aux utilisateurs, notamment ceux d'Euronext, n'est pas précisée.

Le projet NYSE/Euronext rappelle simplement que les projets de consolidation boursière ont toujours, par le passé, conduit à des réductions de frais de négociation. Le fait que l'essentiel des synergies et de la migration des systèmes auront lieu au niveau des marchés américains vont rendre complexes les négociations de réduction de coûts pour les utilisateurs entre les deux rives de l'atlantique.

Dans le cas de NYSE/Euronext, les synergies directes dégagées par les intermédiaires financiers européens résulteront de la plus grande facilité à s'interfacer au système de négociation du NYSE, sans coût de migration excessif puisque le système d'Euronext sera adopté par le NYSE. Pour Deutsche Börse/Euronext, la réduction du nombre de plate-formes de négociations permettra une réduction importante des coûts informatiques pour les intermédiaires européens, mais les coûts de migration seront probablement importants aussi, sans parler des risques d'exécution portant sur l'ensemble du projet (informatique, post-marché et dérivés).

Il est cependant difficile d'estimer les synergies que pourraient dégager les intermédiaires financiers de ces projets.

Pour les émetteurs, l'augmentation de la liquidité permet de diminuer les coûts de transactions et donc peut conduire à réduire le coût du capital. De ce point de vue, la proposition Deutsche Börse/Euronext semble offrir plus de perspectives (cf. III-4-3).

III-5/ La dynamique de développement pour la place de Paris

Au final, les projets de consolidation boursière doivent permettre de valoriser les pôles d'excellence de chaque place financière, en particulier la place financière de Paris. Ce point revêt aujourd'hui une importance toute particulière, puisque Paris Europlace vient de lancer un projet de pôle de compétitivité « Industrie financière, technologies et innovation », afin conforter la place de Paris comme pôle financier de référence. Dans la mesure où Euronext se situe au cœur de cette dynamique, les projets de consolidation ne doivent pas la remettre en cause.

Les deux projets sont difficilement comparables, se basant sur des stratégies de développement très différentes.

Le projet NYSE/Euronext offre aux places financières européennes l'occasion d'avoir un rapport d'affaire différent avec les Etats-Unis, non pas par l'accélération du processus de convergence transatlantique, puisque la partie européenne devrait garder la maîtrise de son autonomie en matière réglementaire (cf. III-1), mais par le développement d'activités et de produits communs. Ce développement s'appuierait en outre sur la capacité de développement marketing et commercial du NYSE. Ainsi, le développement des listings internationaux à Paris représente une opportunité pour les activités bancaires sur les marchés primaires actions mais aussi sur les activités sur les marchés secondaires, même s'il ne faut pas surestimer le pouvoir d'attraction d'une marque NYSE/Euronext (cf. III-4-3). Le développement de nouveaux indices et ETF⁵, notamment transatlantiques, représente une opportunité pour la place de Paris. Egalement, l'ensemble NYSE/Euronext développera naturellement de nouvelles gammes de produits dérivés cotés, du fait d'un élargissement naturel des sous-jacents aux indices et valeurs américains. Ces développements représenteront pour les gérants de produits structurés sur actions – les banques françaises étant des leaders mondiaux en la matière – des opportunités supplémentaires, même s'il ne faut pas les exagérer dans la mesure où l'essentiel de l'activité a lieu de gré à gré. Ces développements seraient surtout potentiellement intéressants pour les activités de flux et d'arbitrage. Enfin, l'alliance NYSE/Euronext pourrait constituer un pôle d'attraction crédible pour d'autres bourses, qu'elles soient européennes ou non.

La dynamique de développement de la proposition Deutsche Börse/Euronext repose quant à elle essentiellement sur la poursuite de la construction européenne, à tous les niveaux : création d'un champion européen sur les actions et sur les dérivés, harmonisation européenne des régulations, élargissement du bassin de liquidité européen. Un tel ensemble constituerait un pôle d'attraction très important pour de nouvelles bourses européennes (cf. Borsa Italiana), mais également pour des bourses américaines ou asiatiques (si Euronext a séduit le NYSE, un ensemble Deutsche Börse/Euronext serait tout aussi attirant). Cette

⁵ Exchange traded funds : fonds d'investissement cotés.

proposition présente aussi, à l'instar du projet NYSE/Euronext, des perspectives intéressantes en termes de développement de nouveaux produits. Elle pourrait potentiellement présenter des opportunités pour les activités dérivés de la place de Paris du fait des synergies de coût dégagées par le rapprochement des activités dérivés des deux entreprises, mais ce rapprochement est susceptible d'être remis en cause par les autorités de la concurrence et, en tout état de cause, rien ne garantit qu'il serait profitable aux utilisateurs, lesquels peuvent craindre que la constitution d'un monopole n'aboutisse à des effets inverses

IV/ APPRECIATION DES DIFFERENTS SCENARIOS

IV-1/ Hiérarchiser et compléter les critères

Si les critères Europlace permettent d'apprécier les conditions à apporter à tout projet de consolidation boursière pour qu'il respecte au mieux l'intérêt de la place de Paris, ils ne reflètent pas suffisamment deux préoccupations des utilisateurs :

- *garantir l'autonomie et le développement d'Euronext,*
- *poursuivre la construction européenne.*

Ni le projet NYSE/Euronext ni la proposition Deutsche Börse/Euronext ne permettent de garantir dans le temps l'autonomie et le développement d'Euronext : le premier parce qu'il s'agit d'une prise de contrôle du NYSE sur Euronext, la seconde parce que le poids plus important de Deutsche Börse déséquilibre le modèle fédéral d'Euronext et place le centre de gravité du nouvel ensemble à Francfort.

La préoccupation de l'autonomie d'Euronext reflète les risques de transferts de pouvoir pour la gestion des bourses européennes. Certes, l'implication des utilisateurs dans le fonctionnement de la bourse est satisfaisante dans les deux projets de rapprochement NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext, mais elle ne permet pas à ces-derniers d'influer de manière significative sur le destin d'Euronext. En réalité, le seul moyen d'y parvenir est d'en être actionnaire. Or, force est de constater que les utilisateurs ne le sont que de manière très minoritaire, malgré leur récente remontée au capital d'Euronext. Les utilisateurs doivent donc en tirer les conséquences.

Les modalités de gouvernance du nouvel ensemble et la localisation de son siège sont à l'avantage du NYSE (les CEO et CFO du groupe sont issus du NYSE, la partie américaine détient 11 sièges sur 20 au conseil d'administration et le siège est aux Etats-Unis). Il ne s'agit pas d'une fusion entre égaux, mais d'une prise de contrôle d'Euronext par le NYSE. Cette évolution ne serait pas forcément un problème en soi si la construction du projet permettait de préserver l'autonomie de gestion de la partie européenne, sachant que cette autonomie est aujourd'hui remise en cause par certains actionnaires. A court terme, même si l'étendue des pouvoirs conférés à la holding vis-à-vis des marchés Euronext mériterait d'être précisée, le projet maintient bien l'autonomie d'Euronext. On pourrait considérer que le nouveau groupe aura tout intérêt à continuer à développer la partie Euronext et qu'il pourrait contribuer à améliorer sa dynamique commerciale, notamment dans le domaine des listings internationaux. Toutefois, à moyen terme, les modalités de gouvernance proposées ne permettent pas d'assurer la pérennité de l'autonomie d'Euronext et donc ni les moyens qui seront affectés à son développement, ni les engagements industriels prévus dans le projet (listing internationaux à Paris). On ne peut pas écarter le risque d'une marginalisation de la partie Euronext par le groupe. Plusieurs scénarios pourraient aboutir à une telle situation : la mise en

place ou l'acquisition par le NYSE d'un relais à Londres, faisant perdre à Euronext son rôle de plateforme de cotation de nouveaux émetteurs ; la croissance intensive du NYSE aux Etats-Unis ou en direction de l'Asie ; un assouplissement de la réglementation américaine permettant au NYSE de recouvrer une partie de son attrait pour les émetteurs non américains. Euronext pourrait également être utilisé par le NYSE pour subventionner d'autres activités, au prix d'une perte de compétitivité d'Euronext préjudiciable à ses utilisateurs. Dans le même ordre d'idée, on pourrait craindre que l'intérêt de NYSE/Euronext pour les segments des « small caps » ne soit pas confirmé à l'avenir.

La proposition de rapprochement Deutsche Börse/Euronext est tout aussi problématique. La proposition allemande concerne deux entreprises très différentes : en termes de périmètre d'activité (plus large pour Deutsche Börse, dont l'activité actions n'est qu'une faible partie), de modèle boursier (modèle horizontal pour Euronext, en silo pour Deutsche Börse) et d'organisation informatique (intégrée pour Deutsche Börse, externalisée pour Euronext). Elle prévoit certes une gouvernance répartie entre les deux entreprises, mais, compte tenu du poids très important des activités de Deutsche Börse n'ayant pas d'équivalent chez Euronext, et malgré les efforts des dirigeants de l'entreprise, le centre de gravité du nouvel ensemble est placé à Francfort (les statuts prévoient que les CEO et CFO y soient basés et que le premier ait un droit de veto général au directoire). Il est donc à craindre que l'ensemble des centres de décisions tendent à terme vers Francfort.

Le projet NYSE/Euronext n'empêche pas la poursuite de la construction européenne mais ne la favorise pas, tandis que la proposition Deutsche Börse/Euronext, si elle répond au désir d'Europe, ne permet pas une construction européenne dans le respect de l'ensemble des places boursières.

Cette préoccupation résulte de ce que la consolidation des bourses est un élément clef dans le processus général de consolidation européenne des services financiers. Le Livre blanc des services financiers de la Commission européenne définit une feuille de route ambitieuse pour accélérer la construction du marché intérieur des services financiers. Cette accélération serait favorisée par une consolidation des bourses européennes, dans la mesure où les bourses sont un point de convergence des règles et pratiques de marché dans les différents pays européens. Parallèlement, dans la compétition mondiale, l'accélération de cette harmonisation européenne permettrait de parvenir à un dialogue plus équilibré entre l'Europe et les Etats-Unis. Certes, un tel dialogue peut être favorisé par un renforcement des coopérations commerciales entre les deux rives de l'atlantique, mais il semble que la majorité des utilisateurs considèrent que l'accélération de la construction européenne doit rester la priorité.

Le projet de rapprochement NYSE/Euronext n'interdit pas, a priori, de poursuivre la construction européenne, car elle préserve la régulation d'Euronext et parce que le nouvel ensemble devrait attirer d'autres bourses européennes. Mais la construction européenne n'est pas au cœur de la motivation du rapprochement et celui-ci, constitutivement, favoriserait plus l'accélération du dialogue transatlantique et l'exploitation d'autres élargissements que l'accélération de la consolidation européenne.

La proposition de rapprochement Deutsche Börse/Euronext répond quant à elle pleinement au désir d'accélérer la consolidation européenne. Mais elle propose un modèle peu équilibré entre les différentes places boursières.

IV-2/ Appréciation des scénarios NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext

Les deux scénarios présentent des opportunités pour le développement de la place financière de Paris, mais ils sont difficiles à comparer car axés sur des logiques très différentes : le projet NYSE/Euronext est axé sur une dynamique de développement résultant de l'augmentation de la visibilité des places Euronext et de l'élargissement des activités dérivés d'Euronext, tandis que la proposition Deutsche Börse/Euronext vise une vraie fusion des marchés élargissant le bassin de liquidité européen et pouvant conduire à des réductions de coûts pour les utilisateurs d'Euronext. Ces bénéfices potentiels ne sont toutefois pas exempts d'incertitudes :

- pour le projet NYSE/Euronext, l'ampleur du pouvoir d'attraction du NYSE vis-à-vis d'émetteurs hors de la zone Euronext est difficile à évaluer et ne permet pas d'affirmer qu'il permettra aux places Euronext de concurrencer Londres ;
- pour la proposition Deutsche Börse/Euronext, l'absence de précision sur l'organisation de l'informatique et sur le traitement du post-marché et le risque que le nouvel ensemble soit considéré comme un monopole sur les activités dérivés, peut remettre en cause l'opération.

Au-delà de leurs opportunités potentielles, ces deux rapprochements ne seraient cependant pas sans risques pour la place financière de Paris :

- le projet NYSE/Euronext est une prise de contrôle du NYSE sur Euronext qui ne permet pas d'assurer, dans le temps, l'autonomie et le développement d'Euronext ;
- la proposition Deutsche Börse/Euronext confronte deux entreprises très différentes . Il en résulte que ce rapprochement romprait le modèle fédéral d'Euronext et serait susceptible de transférer tous les pouvoirs de décision vers Francfort.

Pour répondre à ces risques, les modalités de gouvernance et d'organisation de ces nouveaux ensembles doivent garantir l'équilibre du modèle actuel d'Euronext et sa pérennité :

- pour le projet NYSE/Euronext, la holding doit refléter un équilibre des pouvoirs entre la partie européenne et la partie américaine. A cette fin, deux conditions semblent nécessaires : d'une part, la localisation du siège de la holding dans une place neutre reflétant l'équilibre transatlantique du rapprochement, et, d'autre part, une parité au niveau du conseil d'administration de la holding entre européens et américains ou, à tout le moins, une extension importante du champ des décisions soumises à la majorité des 2/3 ainsi que du critère de nationalité européenne. En outre, l'étendue des pouvoirs conférés à la holding doit être réduite au minimum vis-à-vis de la direction stratégique et opérationnelle des marchés Euronext ; dans le projet actuel, elle n'est pas suffisamment précisée ;
- pour la proposition Deutsche Börse/Euronext, la seule solution serait de repenser l'ensemble de l'organisation envisagée afin de concilier les deux modèles boursiers. A périmètre constant, il semble difficile de parvenir à une fusion qui préserve le fonctionnement d'Euronext, malgré les concessions, réelles, effectuées par Deutsche Börse au niveau de la gouvernance. En effet, les activités de Clearstream Luxembourg

donnent à Deutsche Börse une taille considérable qui ne permet pas une fusion entre égaux entre les deux entreprises et, par ailleurs, les incertitudes liées à l'organisation de l'informatique, du post-marché et des activités dérivés du nouvel ensemble sont trop importantes.

En majorité, les utilisateurs d'Euronext affichent une préférence pour une poursuite de la consolidation européenne, avant tout rapprochement avec une bourse américaine. Le renforcement d'Euronext au niveau européen sur les marchés actions permettrait en effet de rééquilibrer les pouvoirs dans le cadre d'un rapprochement avec le NYSE. Dans le cas contraire, il semble difficile pour le NYSE d'accepter les modifications de la gouvernance suggérées ici, qui conduiraient de plus à rigidifier la structure.

Pour autant, la proposition de Deutsche Börse n'est pas acceptable en l'état, et n'est pas réaliste étant donné les incertitudes qui pèsent sur l'organisation des activités du nouvel ensemble. Il semble donc difficile de vouloir marier Euronext à Deutsche Börse dans cette configuration, et ce d'autant plus que les relations entre les deux groupes semblent difficiles, après plusieurs années de discussion.

IV-3/ Autres scénarios envisageables

Borsa Italiana a discuté avec Deutsche Börse d'une consolidation à trois avec Euronext, sur la base de principes d'organisation des différentes activités des trois entreprises. Dans la mesure où aucune communication n'a été effectuée à ce stade en ce sens, ce scénario n'a pas été étudié. Il constitue néanmoins une piste intéressante dans la perspective d'une poursuite de la consolidation européenne, même si sa mise en œuvre pourrait présenter des risques d'exécution importants, à l'instar de la proposition Deutsche Börse/Euronext.

Les réticences exprimées sur les deux projets de rapprochement NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext conduisent d'abord à considérer le scénario du statu-quo pour Euronext. Ce scénario a été envisagé dans la mesure où le fonctionnement actuel d'Euronext satisfait les utilisateurs, pour lesquels l'urgence réside aujourd'hui plutôt dans la réorganisation du post-marché au niveau européen que dans la consolidation des bourses. En outre, quelles que soient les modalités d'organisation et de gouvernance envisagées pour les deux projets de rapprochement NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext, le statu quo restera le plus sécurisant pour les utilisateurs. Toutefois, ce scénario pourrait conduire à marginaliser la place de Paris, dans un contexte où d'autres alliances au niveau européen comme au niveau transatlantique sont susceptibles de se créer (Nasdaq/LSE, Deutsche Börse/CME, Deutsche Börse/BME et/ou Borsa Italiana etc.) ; en outre, l'ouverture à la concurrence des activités de négociation du fait de la directive MIF fragiliserait encore plus Euronext. Le statu quo semble également difficilement viable très longtemps, du fait la pression des actionnaires appelant depuis plusieurs années à la consolidation des bourses. Il ne semble donc pas devoir être retenu.

Dans ce contexte, et compte tenu des attentes des utilisateurs, appelant à privilégier la poursuite de la construction européenne, plusieurs scénarios alternatifs ont été envisagés afin de rendre un rapprochement entre Euronext et Deutsche Börse conforme aux critères fixés par Europlace, et notamment au maintien du modèle fédéral d'Euronext. Les principales difficultés de la proposition actuelle Deutsche Börse/Euronext résultent de l'inclusion dans le périmètre du rapprochement d'activités qui n'ont que peu de liens avec l'activité de

négociation sur les marchés actions : les activités dérivés et le post-marché. La combinaison de l'activité dérivés de Deutsche Börse avec celle d'Euronext représente en effet des risques d'exécution importants et la remise en cause de cette combinaison compromettrait le rapprochement dans son ensemble. Par ailleurs, le poids des activités de post-marché de Deutsche Börse empêche une représentation équilibrée des différentes places boursières au sein du nouvel ensemble, alors que ces activités de post-marché concernent essentiellement les marchés des « eurobonds » qui n'ont aucun lien avec les marchés actions. Ces deux activités représentent pourtant l'essentiel du chiffre d'affaire et des résultats de Deutsche Börse, ce-dernier ne réalisant qu'environ 15% de son chiffre d'affaire dans l'activité de négociation d'actions. Il n'est donc pas réaliste d'exiger de Deutsche Börse de se séparer de ces activités préalablement à un rapprochement avec Euronext, d'autant plus que cela poserait des problèmes de valorisation importants. En revanche, un renversement de perspective semble envisageable.

L'apport par Deutsche Börse de son activité de négociation sur les actions à Euronext, en échange d'actions Euronext, présenterait de nombreux attraits : il rapprocherait ce qui fait le cœur de l'intérêt des utilisateurs pour un rapprochement entre les deux entreprises (les marchés actions) et laisserait Deutsche Börse en pleine possession de ses autres activités, les dérivés et le post-marché, qui lui sont aujourd'hui économiquement essentielles et qui sont justement celles dont le poids (post-marché) et la taille (dérivés) compliquent ou menacent le rapprochement proposé par Deutsche Börse. Deutsche Börse deviendrait le principal actionnaire d'Euronext (il disposerait d'environ 15 à 20% du capital, en première approximation). Ce scénario répond à toutes les attentes des utilisateurs et est également attractif pour Deutsche Börse et la place financière allemande.

Ce scénario respecte l'ensemble des critères Europlace et permet d'atteindre l'objectif de poursuite de la construction européenne. En particulier, il permet une adhésion naturelle au modèle fédéral d'Euronext et réserve mécaniquement la réponse à l'hypothèque aujourd'hui inévitable de l'organisation du post-marché en zone euro, notamment la question du silo, qu'il soit allemand ou italien.

Les difficultés d'organisation de l'informatique dans un rapprochement Deutsche Börse/Euronext seraient ici beaucoup plus faciles à résoudre, les équipes informatiques de Deutsche Börse intervenant sur les activités de négociation sur actions, relativement restreintes, pouvant facilement être redéployées au sein d'AEMS voire d'Atos.

La seule incertitude résiduelle d'un tel mouvement porte sur le risque de concurrence sur les activités dérivés : en détenant 15 à 20% du capital d'Euronext et donc, indirectement, du Liffe, Deutsche Börse accroitrait certes sa position sur les activités dérivés. Toutefois, il semble beaucoup plus facile d'apporter des palliatifs dans ce scénario (de nombreux exemples de telles situations se sont rencontrés dans un passé récent) que dans le cas d'une vraie fusion entre les deux marchés dérivés. De plus, ce schéma laisse la porte ouverte à un rapprochement ultérieur des activités dérivés de Deutsche Börse et de celles d'Euronext (Liffe), et le temps nécessaire serait laissé pour définir, avec les diverses autorités de concurrence, les termes acceptables d'un tel rapprochement.

Ce scénario paraît également séduisant pour Deutsche Börse et la place de Francfort. En tant que premier actionnaire, Deutsche Börse deviendrait un bénéficiaire de premier rang des synergies résultant du rapprochement des marchés actions allemands avec ceux d'Euronext. En outre, ce scénario est favorable à l'activité de la place financière allemande et

lui permettrait de conserver la maîtrise des marchés actions allemands, dans la mesure où Deutsche Börse aurait naturellement des positions fortes dans la gouvernance de l'entreprise, à la fois au niveau du conseil de surveillance (en qualité d'actionnaire important) et au niveau managérial, conformément au modèle fédératif d'Euronext (c'est-à-dire en fonction de la taille relative de la bourse de Francfort par rapport aux autres places boursières d'Euronext).

Le scénario d'apport des marchés actions de Deutsche Börse à Euronext serait aussi généralisable à Borsa Italiana, étendant ainsi le périmètre de la bourse européenne.

Du point de vue des dirigeants de la bourse italienne, un rapprochement à trois est le seul susceptible de permettre, éventuellement dans une deuxième étape, une négociation équilibrée avec le NYSE pour un rapprochement.

Enfin, ce scénario permettrait éventuellement, et à l'évidence, de relancer sur des bases plus convaincantes, plus équilibrées et surtout plus dynamiques, la création avec le NYSE d'une nouvelle grande alliance transatlantique. Il pourrait refléter au mieux les poids et dynamiques respectifs des différents marchés. Cela permettrait de bénéficier des avantages du projet NYSE/Euronext sans en regretter les limites. Mais la bourse européenne serait viable sans ce rapprochement.

LISTE DES ENTRETIENS EFFECTUES

La liste ci-dessous est celle des entretiens qui ont été organisés. Dans de nombreux cas, notamment pour des interlocuteurs basés à l'étranger, la densité des contacts informels a rendu inutile l'organisation d'une rencontre.

Utilisateurs :

LAGARDERE
AXA
BNP PARIBAS
SOCIETE GENERALE
CALYON
CA AM
ODDO
ABP
SAINT-GOBAIN
ALLIANZ
DEUTSCHE BANK

Entreprises de marché :

Euronext
NYSE
Deutsche Börse
Borsa Italiana

Fonds d'investissement actionnaires :

TCI
Atticus

Autres :

Atos Origin/AEMS
Mercer Oliver Wyman
Le cercle des économistes

Autorités de marché :

Autorité des marchés financiers
Banque de France
Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique
Banque Centrale Européenne
Securities and Exchange Commission

Associations professionnelles :

Paris Europlace

FBF

AFEI

AFG

FFSA

MEDEF

EALIC