

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

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

4 Octobre 2006

Les entreprises de marché constituent un outil essentiel pour le bon fonctionnement des marchés financiers. Elles doivent assurer l'efficacité et la transparence des transactions pour les épargnants, les intermédiaires financiers et les investisseurs, afin de favoriser la liquidité des titres des entreprises et leur permettre de lever des capitaux. En Europe continentale, en attente des effets de la directive MIF, elles restent des quasi-monopoles, assurant une mission d'intérêt général. Elles ne peuvent pas être considérées comme des entreprises comme les autres : leur avenir est intimement lié à celui des places financières sur lesquelles elles opèrent. L'enjeu de la consolidation boursière dépasse les intérêts, par ailleurs légitimes, de leurs seuls actionnaires.

On constate que les utilisateurs affichent depuis longtemps une grande indifférence quant à la nécessité de leur participation au capital d'Euronext. S'ils veulent peser significativement sur les évolutions de l'entreprise, les utilisateurs doivent remonter à son capital, de façon plus importante que ne l'ont fait certains d'entre eux depuis quelques mois. Cette démarche serait en outre cohérente avec la mise en œuvre du projet de pôle de compétitivité Paris Europlace, qui vise à conforter à Paris un pôle financier de référence.

La mission conduite par Henri Lachmann s'est attachée à évaluer différents scénarios de rapprochement en fonction des critères exprimant les attentes de la place de Paris. Les scénarios NYSE/Euronext et Deutsche Börse/Euronext ont été plus particulièrement étudiés. Ils ont deux statuts juridiques différents : le premier fait l'objet d'un accord entre deux entreprises, le deuxième est une proposition unilatérale de Deutsche Börse, qui n'a pas fait l'objet de négociations abouties. De ce fait, leurs degrés de précision sont différents.

Les critères d'évaluation utilisés, issus notamment du rapport de la mission Dangeard conduite dans un autre contexte, portent à la fois sur les perspectives de développement pour la place financière de Paris (synergies et réductions de coûts, libre concurrence des différents services de facturation, dynamique de développement) et sur les questions d'organisation et de gouvernance de la bourse (respect du modèle fédéral d'Euronext et de son cadre de régulation, représentation équilibrée des différentes places financières et des utilisateurs). Les aspects strictement financiers, en termes de création de valeur pour les actionnaires, n'ont pas été pris en compte.

L'évaluation des différents scénarios s'est appuyée sur la consultation des entreprises de marchés concernées, d'actionnaires, de régulateurs, d'utilisateurs et d'associations professionnelles. Des opinions très diverses, voire même antagonistes, ont été ainsi recueillies. La mission s'est efforcée de dégager les points d'orientation les plus généralement acceptés. ***La consultation des utilisateurs a dégagé l'importance toute particulière de deux préoccupations : garantir l'autonomie et le développement futur d'Euronext et poursuivre la construction européenne.***

1) Le projet de rapprochement NYSE/Euronext présente des opportunités de développement pour les marchés d'Euronext, mais constitue une prise de contrôle par le NYSE qui ne garantit pas à moyen terme le développement de la partie européenne au bénéfice de ses utilisateurs.

Ce projet apparaît d'une mise en œuvre relativement aisée, en raison de la proximité de stratégie, d'organisation et de culture entre les deux entreprises et de l'absence d'obstacle technique et juridique (concurrence ...). La perspective de participer à la consolidation mondiale des bourses est a priori attractive. Les opportunités de développement offertes par ce projet de rapprochement reposent sur l'augmentation de la visibilité des places d'Euronext et sur un élargissement de son activité dérivés. Il permettra de dégager d'importantes synergies de coût, mais leur affectation n'a pas été précisée, notamment la partie qui pourra revenir aux utilisateurs. L'ampleur du pouvoir d'attraction de NYSE/Euronext vis-à-vis d'émetteurs hors de la zone Euronext est difficile à évaluer, et dès lors les conséquences pour la concurrence entre Paris et Londres. En l'absence d'un bassin de liquidité commun, la manière dont la liquidité des titres cotés sur Euronext pourrait être améliorée n'a pas été démontrée.

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. A 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).

Les risques de «spill-over» réglementaire feront quant à eux l'objet d'un avis des régulateurs européens. Il est fondamental qu'un avis sans réserve sur la bonne maîtrise de ces risques soit donné.

2) La proposition de rapprochement Deutsche Börse/Euronext présente aussi des opportunités pour les marchés d'Euronext. Mais elle comporte d'importants risques d'exécution et ne permet pas le maintien du modèle fédéral d'Euronext, compte tenu des périmètres d'activités et des modèles boursiers très différents des deux entreprises.

La proposition de Deutsche Börse se présente comme une étape supplémentaire de la construction européenne. Deutsche Börse propose une vraie fusion des marchés élargissant le bassin de liquidité européen et pouvant conduire à des réductions de coûts pour les utilisateurs d'Euronext. Deutsche Börse envisage explicitement une rétrocession d'une partie des synergies aux utilisateurs. Cependant, l'absence de précision sur l'organisation de l'informatique, le traitement du post-marché et le risque que le nouvel ensemble soit considéré comme trop dominant sur les activités dérivés, peuvent remettre en cause l'opération.

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.

Ces différences rendent un mariage entre égaux entre ces deux entreprises inatteignable aujourd'hui, d'autant plus que leurs relations semblent difficiles, après plusieurs années de discussions.

3) Borsa Italiana discute avec Deutsche Börse des modalités d'une consolidation à trois avec Euronext. En l'absence de précision sur ce projet et de participation d'Euronext à la discussion, ce scénario n'a pas pu être étudié.

Le concept développé semble néanmoins intéressant. Il mériterait, pour pouvoir aboutir, d'être étudié et négocié plus à fond entre les trois parties.

4) Il existe un scénario qui répond à l'ensemble des attentes des utilisateurs d'Euronext, qui est favorable à la place allemande, qui contribue à la construction européenne et qui est compatible avec une alliance transatlantique. Il consiste en l'apport par Deutsche Börse à Euronext de son activité de négociation sur actions, en échange d'actions Euronext. Ce scénario permettrait la fusion des marchés actions d'Euronext et de Deutsche Börse, conduisant à un accroissement de la liquidité sur ces marchés et à des synergies notables. Il laisserait Deutsche Börse en pleine possession de ces autres activités, les dérivés et le post-marché, qui lui sont aujourd'hui économiquement essentielles (plus de 80 % de son chiffre d'affaires). Il donnerait à la nouvelle bourse européenne, quelles que soient ses évolutions futures, les meilleures perspectives d'autonomie et de développement.

Ce scénario résoudrait les difficultés de taille et de métier, et donc de structuration, du scénario de rapprochement Deutsche Börse/Euronext, en n'incluant pas les activités dérivés et post-marché dans le périmètre.

Deutsche Börse deviendrait le principal actionnaire d'Euronext (il disposerait d'environ 15% à 20% de son capital, sous réserve d'une estimation plus approfondie). Deutsche Börse serait un bénéficiaire de premier rang des synergies résultant du rapprochement des marchés actions allemands avec ceux d'Euronext. Par sa présence au Conseil de Surveillance d'Euronext et grâce au modèle fédéral de ce dernier, Deutsche Börse garde un contrôle sur les marchés actions allemands (maintien d'équipes locales à Francfort et du cadre de régulation des marchés allemands).

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

Enfin, ce scénario permettrait de négocier avec le NYSE une nouvelle grande alliance transatlantique, dans des conditions reflétant mieux les poids respectifs des différents marchés et leurs activités.

En résumé, les bourses ne sont pas des entreprises comme les autres, car leur avenir est intimement lié à celui des places financières sur lesquelles elles opèrent.

Le moyen le plus efficace pour orienter le destin d'Euronext serait un renforcement significatif des utilisateurs à son capital.

⊖ Aucune des deux solutions aujourd'hui proposées n'est pleinement satisfaisante pour la place de Paris, malgré leurs mérites respectifs.

⊕ La solution la plus intéressante serait un apport par Deutsche Börse à Euronext de son activité de négociation sur actions, en échange d'actions Euronext. Elle permettrait d'inclure très naturellement Borsa Italiana dans le périmètre de la bourse pan-européenne et de concrétiser une alliance ultérieure avec le NYSE dans de meilleures conditions.