

Rapport sur l'évolution d'Euronext et l'avenir des activités de marché et de post-marché en Europe

Thierry FRANCO,
chargé de mission auprès du directeur général de la direction générale du Trésor

Novembre 2013



Introduction	2
1 - Quelques faits chiffrés pour comprendre ce que représentent les marchés et leurs infrastructures	3
1.1 - <i>Le poids des marchés dans le financement des entreprises en France</i>	3
1.2 - <i>Le poids du marché action opéré par Euronext en Europe</i>	4
1.3 - <i>Le marché obligataire reste majoritairement de gré à gré</i>	5
1.4 - <i>Les fonds cotés</i>	5
1.5 - <i>Les marchés dérivés</i>	5
1.6 - <i>Le post marché</i>	6
2 - Les enjeux du développement des infrastructures de marché et de post-marché	8
2.1 - <i>Le financement des entreprises</i>	8
2.2 - <i>L'efficacité des marchés et la protection des investisseurs : transparence, liquidité, sécurité des transactions et des avoirs</i>	8
2.3 - <i>Les marchés financiers réglementés et organisés, garants du meilleur « signal prix » possible</i>	9
2.4 - <i>Un rôle renforcé des infrastructures de post-marché en faveur de la stabilité financière</i>	10
3 - Les enjeux de la localisation des infrastructures de marché et post-marché	11
3.1 - <i>Enjeu en termes d'emploi</i>	11
3.2 - <i>La prise en compte des intérêts locaux</i>	11
3.3 - <i>La localisation des centres de décisions</i>	12
3.4 - <i>La maîtrise des risques systémiques</i>	12
3.5 - <i>Enjeu pour l'influence politique de la France</i>	13
4 - La dimension européenne, fondamentale	14
4.1 - <i>Un bouleversement du contexte réglementaire européen : la directive Marché d'instruments financiers (MIF)</i>	14
4.2 - <i>Le contexte dans lequel les infrastructures de post-marché opèrent va aussi évoluer substantiellement</i>	17
4.3 - <i>Les marchés dérivés vont également connaître de profonds bouleversements</i>	18
5 - La cible à atteindre en Europe	19
6 - Les conditions à réunir	21
6.1 - <i>Au niveau de l'opérateur boursier et de son éco-système</i>	21
6.2 - <i>Au niveau national</i>	22
6.3 - <i>Au niveau européen</i>	23
Conclusion : l'agrément de l'opération Euronext et les suites	26

Introduction

Le présent rapport fait suite à la mission qui m'a été confiée par Pierre Moscovici, Ministre de l'économie et des finances, le 30 avril 2013. Elle portait sur l'avenir des activités de marché et de post-marché à Paris, au moment où le groupe américain ICE envisage d'acquérir NYSE-Euronext, puis de revendre à terme sa participation dans la partie continentale d'Euronext, qui gère l'essentiel des marchés financiers réglementés ou organisés belges, français, néerlandais et portugais. Plus précisément, il était demandé :

- d'analyser l'utilité et l'importance de disposer d'une infrastructure de marché en France, notamment eu égard au financement de l'économie ;
- d'analyser le contexte concurrentiel, réglementaire et fiscal européen dans lequel évoluent ces infrastructures ;
- de tenter de réunir un consensus des acteurs de la place sur l'évolution à venir d'Euronext ;
- de définir les conditions à réunir pour autoriser l'opération projetée par ICE, afin d'assurer que les évolutions ultérieures d'Euronext soient compatibles avec l'intérêt de l'économie française.

Cette mission a été menée avec l'appui de la direction générale du Trésor, et en étroite concertation avec l'AMF et la Banque de France.

Les éléments d'analyse réunis dans ce rapport reposent sur la concertation menée avec les acteurs de Place, notamment au sein de Paris-Europlace, mais aussi avec les autorités de régulation concernées en France et sur les autres places concernées, ainsi que sur la base de l'expérience passée de son auteur, notamment en tant que chef du service du financement de l'économie à la direction générale du Trésor et en tant que secrétaire général de l'AMF.

Il a également bénéficié de données très détaillées fournies par ICE et Euronext, une part d'entre elles n'étant pas publiques, au moment où ce rapport a été écrit.

Ce rapport ne reflète que l'opinion de son auteur.

1 - Quelques faits chiffrés pour comprendre ce que représentent les marchés et leurs infrastructures

Avant d'analyser les enjeux que représentent les infrastructures de marché et leur localisation, il est utile de rappeler quelques chiffres clés.

1.1 - Le poids des marchés dans le financement des entreprises en France

A la fin de l'année 2012, le financement apporté à l'ensemble des entreprises non financières mobilisait :

- environ 1 950 Md€ en capital (à la fois des titres cotés, à hauteur de 850 Md€ et des titres non cotés pour 1 000 Md€ dont le *private equity* représenterait de l'ordre de 10%) ;
- environ 1 390 Md€ en dette, dont 885 Md€ sont des crédits octroyés par des institutions financières, tandis que les titres de créance (billets de trésorerie, obligations) qui permettent aux entreprises de se financer sur les marchés représentent un encours de 505 Md€¹.

Ainsi plus de 40 % du passif financier net de l'ensemble des sociétés non financières est constitué de titres négociables.

Ce chiffre ne mesure que la contribution directe des marchés au financement des entreprises. Les marchés jouent aussi un rôle indirect, les banques refinançant en partie leurs crédits aux entreprises sur les marchés. Il est en tout état de cause manifeste que le rôle des marchés dans le financement de l'économie française est essentiel.

Cet état de fait va par ailleurs en s'accroissant. On observe en effet en France et en Europe, un mouvement de désintermédiation des financements, en lien avec le ralentissement des crédits bancaires, et qui se manifeste par le dynamisme des marchés primaires obligataires et des placements privés. En France, l'activité sur le marché primaire s'est montrée particulièrement dynamique : les émissions d'obligations d'entreprises non financières ont avoisiné 79 Md€ en 2012, contre 60 Md€ en 2011 et cette tendance s'est confirmée début 2013.

¹ Les structures d'endettement sont néanmoins très différenciées selon les catégories d'entreprises. La part du financement obligataire, si elle est marginale pour les PME, est majoritaire dans les grandes entreprises (65%) et représente une part non négligeable du financement des ETI (19%). Les grandes entreprises et les ETI représentant en France 51% des effectifs salariés et 63% du chiffre d'affaires.

1.2 - Le poids du marché action opéré par Euronext en Europe

Les entreprises françaises peuvent recourir aujourd'hui aux services de marchés réglementés ou organisés opérés par une entreprise, Euronext, qui représente la deuxième capitalisation boursière en Europe, juste derrière le London Stock Exchange (LSE). 1 073 entreprises sont en effet aujourd'hui cotées sur Euronext et Alternext pour une capitalisation boursière de 2 150 Md€². Si ce chiffre ne représente que 9% des entreprises cotées en Europe, Euronext représente 23,4% de la capitalisation boursière européenne. A titre de comparaison, la capitalisation boursière du LSE est de 2 580 Md€ pour 2 767 entreprises cotées, celle de Deutsche Börse (DB) est de 1 130 Md€ pour 747 entreprises cotées ; celle de Bolsa de Madrid (BME) est de 750 Md€ pour 3 200 entreprises cotées.

Si le positionnement d'Euronext peut apparaître solide, des signes de perte de vitesse apparaissent. Le nombre d'introductions en bourses (ou IPO en anglais pour *initial public offering*), nettement en baisse ces dernières années, est régulièrement souligné. Ce ralentissement provient bien sûr en partie de la crise économique traversée ces dernières années. Elle traduit aussi une perte de compétitivité des places européennes, dont le poids dans les capitaux levés au niveau mondial à l'occasion des introductions en bourse est passé de 37% à 12% entre 2007 et 2012, au profit des marchés asiatiques et des États-Unis, qui représentent respectivement 44% et 35% des capitaux levés en 2012 (source AMF). Ce recul peut également être observé au niveau intra-européen : en 2012, 17 introductions en bourse ont été réalisées sur Euronext, contre 74 pour le LSE dont 57 IPO d'entreprises résidentes, et 11 pour Deutsche Börse. Euronext ne représente donc que 12,5% des IPO en Europe contre 45% pour le LSE.

Les transactions sur les marchés actions (le *turnover*) opérées en 2012 par Euronext s'établissent à 1 270 Md€³ (-22% par rapport à 2011) soit un ratio transactions/capitalisation boursière de 59%. La part de marché d'Euronext sur le marché secondaire – pour les actions listées sur ses marchés – s'est réduit fortement après la mise en œuvre de la directive MIF (cf. §4.1). Elle semble aujourd'hui stabilisée à environ 65% de parts de marché pour les échanges de titres du CAC 40, le reste se partageant entre des plates-formes de *trading* alternatives (Bats-Chi-X représente plus de 20%).

² Données à fin 2012 : Euronext factbook 2012, FESE 2012 et WFE 2012.

³ Source FESE & WFE : EOB + *negotiated deals*

A titre indicatif, le turnover pour LSE est de 2 254 Md€ et pour DB de 1 008 Md€, ce qui établit le ratio turnover/capitalisation boursière à respectivement 87% et 89%. Leurs parts sur le marché secondaire s'établissent à environ 50% pour le LSE (près de 30% pour Bats-Chi-X), s'agissant des titres du FTSE 100, et un peu moins de 65% pour Xetra (Bats-Chi-X un peu moins de 30%), s'agissant des titres du DAX30⁴.

Le marché parisien, comme ceux des autres places continentales, est dit « dirigé par les ordres ». Autrement dit c'est le carnet d'ordres, transparent, qui centralise la demande et l'offre de titres, et par là fixe le prix.

1.3 - Le marché obligataire reste majoritairement de gré à gré

Le marché obligataire européen compte plus de 150 000 souches. La multiplicité des souches implique un modèle de marché différent, reposant sur un réseau de *markets makers* qui fournissent des cotations aux participants de marché, plutôt qu'à un modèle centralisant les ordres des investisseurs sur des plateformes : on parle de marché « dirigé par les prix »⁵. L'exécution des transactions s'effectue majoritairement de gré à gré. A ce titre, les volumes négociés sur Euronext ne reflètent que très marginalement les volumes échangés sur la Place de Paris. Euronext a lancé une plate-forme de transactions obligataires à carnet d'ordre transparent (Bond-Match), mais cette plate-forme n'a pas encore vraiment pris une part de marché significative vis-à-vis des transactions de gré à gré.

1.4 – Les fonds cotés

Au cours des années 2000 s'est développée rapidement la cotation des fonds indiciels gérés par des banques ou des sociétés de gestion. Fin 2012 on recensait environ 500 fonds indiciels cotés sur Euronext Paris. Ils représentent plus de 6% des revenus tirés de l'activité *cash* d'Euronext Paris.

1.5 – Les marchés dérivés

De façon générale, la négociation sur les marchés de dérivés se fait encore essentiellement de gré à gré. Selon la Banque des Règlements Internationaux, à fin 2012, à l'échelle mondiale, les montants notionnels⁶ de dérivés de gré à gré

⁴ Source Fidessa Fragmentation Index

⁵ AMF Cartographie des risques 2013

⁶ Le montant notionnel désigne le montant nominal ou facial utilisé aux fins du calcul des paiements liés à un contrat dérivé donné.

s'inscrivaient à 632 600 Md\$, à des niveaux voisins de ceux de fin 2011 (647 800 Md\$). Les dérivés de taux, presque exclusivement négociés de gré à gré, représentent la plus grande masse. Fin 2012, ils représentaient 77,4 % du montant notionnel.

Quant à la bourse de Paris, elle permet d'échanger trois grandes catégories de produits dérivés : les produits agricoles (essentiellement blé, maïs, colza), les futures et options sur indice (CAC 40), ainsi que les options sur actions. En volume annuel, cela représente pour 2012 environ 12 millions de contrats échangés sur la première catégorie (matières premières), 43 millions sur la seconde, et 34 millions sur la dernière.

1.6 - Le post marché

Entre la négociation (passation des ordres de bourse) et le système de règlement-livraison des titres, la chambre de compensation constitue un premier maillon de ce qu'on appelle le « post-marché ». Elle a pour fonction d'intervenir comme contrepartie centrale unique en s'interposant entre acheteurs et vendeurs et en leur garantissant la bonne fin des opérations, évitant ainsi tout risque de défaillance des opérateurs. Elle est ainsi chargée de collecter sur les marchés au comptant et dérivés des couvertures de chaque opérateur sous la forme de dépôts de garantie, constitués par des appels de marge au moins quotidiens, et de contributions à un fonds de garantie mutualisé. En cas de défaillance d'un opérateur, la chambre de compensation pourra utiliser ces couvertures pour honorer les obligations de l'opérateur défaillant. Ces mécanismes de sécurisation des transactions fonctionnent aujourd'hui sur les marchés actions, sur les marchés de dérivés listés (futures et options), ainsi que, plus récemment, sur les marchés de la pension livrée (repo), et des contrats dérivés de gré à gré (notamment swaps de taux et CDS). En France, la fonction de chambre de compensation est assurée par LCH.Clearnet SA sur la plupart de ces produits, pour un montant de collatéral déposé de l'ordre de 20 à 25 Md€, dont environ 70% en cash, 20% en titres et 10% en garanties banque centrale. LCH.Clearnet SA est une société anonyme de droit français, agréée en tant qu'établissement de crédit et dont les règles de fonctionnement font l'objet d'une approbation par l'AMF. Elle fait aujourd'hui partie du groupe LSE qui a racheté le groupe LCH au printemps.

Situé à la fin du processus d'exécution post-marché, le dépositaire central de titres (CSD) tient lieu de pilier central des marchés dont il assure l'exécution des transactions. Il est témoin de tous les défauts de règlement intervenant durant le processus de règlement et constitue à ce titre un maillon essentiel dans la gestion du risque systémique. Les CSD assurent l'enregistrement des titres lors de l'émission, leur conservation centrale et leur livraison contre espèces en cas de transaction sur les marchés financiers. En France, la fonction de dépositaire central de titres est assurée par Euroclear France, qui conserve environ 35 000 titres pour un montant de 5 500 Md€: environ la moitié sont des produits de taux, un tiers des actions et 20% des OPCVM.

2 - Les enjeux du développement des infrastructures de marché et de post-marché

2.1 – Le financement des entreprises

Les marchés ont un rôle fondamental à jouer dans le financement de l'économie. Ceux-ci fournissent 40% à 45% de la masse des financements en capital et en dette des entreprises françaises. Ils demeurent les marchés les plus liquides et les plus actifs et ils sont le principal vecteur du redéploiement des capitaux, fondamental dans une économie où l'évolution des marchés et des techniques est très rapide. Leur rôle dans le financement en fonds propres des PME/ETI innovantes demeure par ailleurs déterminant. Le dynamisme de la filière biotech française, avec un flux continu d'introductions en bourse et près de 150 M€ levés globalement sur les marchés en 2012, peut à ce titre servir d'illustration.

Au surplus, l'entrée en vigueur d'un nouveau cadre réglementaire européen va conduire à une mutation profonde de notre système bancaire et financier. Si aujourd'hui le financement des entreprises et surtout des plus petites est assuré très largement par le crédit bancaire, le déploiement de nouvelles règles prudentielles pour les banques va contribuer au développement des financements de marché. Il est donc d'autant plus important pour les entreprises de disposer d'une infrastructure boursière de proximité efficace afin de diversifier leurs sources de financement au-delà même de la filière action. Le développement des infrastructures de marché constituera donc, demain encore plus qu'aujourd'hui, un enjeu essentiel pour les entreprises.

C'est un enjeu de financement sur le plan quantitatif, mais aussi en termes de coût. En effet, la protection des investisseurs liée à la transparence et à la liquidité du marché (cf. § 2.2) permet aux entreprises cotées, toutes choses égales d'ailleurs, de servir une prime de risque moindre aux investisseurs, ce qui réduit le coût de leur capital et donc augmente leur compétitivité.

2.2 – L'efficacité des marchés et la protection des investisseurs : transparence, liquidité, sécurité des transactions et des avoirs

Les marchés financiers peuvent grandement contribuer à la confiance des investisseurs, ingrédient essentiel du financement de l'économie, en apportant liquidité et transparence. Ils centralisent l'ensemble de l'information pertinente

pour évaluer les titres échangés, sous la supervision du régulateur de marché, et veillent à la liquidité des titres.

Les investisseurs sont particulièrement attentifs à la profondeur et à la qualité de la liquidité offerte par un marché. Le bon fonctionnement et l'attractivité d'une bourse sont donc dépendants de la qualité de ses outils, de son ouverture au spectre le plus large possible d'intervenants, et de sa capacité à attirer de puissants « apporteurs de liquidité » ou teneurs de marché, lesquels sont les garants, au quotidien, de la liquidité des titres échangés sur le marché. Les principaux « apporteurs de liquidité » sont notamment les grands intermédiaires bancaires, parties prenantes essentielles des bourses. Euronext, comme d'autres marchés, a mis en place des contrats d'apport de liquidité avec les principaux intermédiaires bancaires, lesquels s'engagent à être présents sur le marché et à fournir de la liquidité aux investisseurs de façon quasi permanente.

Le maintien et le développement d'infrastructures de marché dynamiques entraîne en aval celui des infrastructures de post-marché qui assurent le règlement/livraison et la conservation des titres, processus dont la qualité est essentielle à la sécurité des investisseurs.

2.3 - Les marchés financiers réglementés et organisés, garants du meilleur « signal prix » possible

Ces marchés, en centralisant une grande part de l'offre et de la demande, et en offrant la transparence, se rapprochent le plus des conditions d'un marché pur et parfait, telles que décrites par les économistes. Il reste ainsi les marchés qui offrent la plus grande pertinence des prix. Il ne s'agit pas de dire ici que les prix sur ces marchés ne peuvent connaître de déviation par rapport aux données fondamentales, voire de bulles. Mais les marchés inorganisés et non transparents sont certainement moins performants en la matière. C'est d'ailleurs une bulle sur un tel marché, celui des *subprimes* américains, qui a déclenché la crise de 2008.

Or les prix de marché sont de plus en plus massivement utilisés en comptabilité, et conditionnent dès lors une grande part des décisions d'investissement. Cette qualité du « signal prix » a donc un impact diffus mais substantiel sur l'économie.

2.4 – Un rôle renforcé des infrastructures de post-marché en faveur de la stabilité financière

L'importance de la filière post-marché est appelée d'ailleurs à grandir suite aux leçons tirées de la crise de 2008, qui ont conduit le G20 à prendre des décisions structurantes quant à l'organisation future des marchés dérivés afin de promouvoir la stabilité financière. En Europe, l'adoption en juillet 2012 du règlement EMIR (*European market infrastructure regulation*) constitue un pas décisif dans la mise en œuvre de cette stratégie, en imposant à tout contrat dérivé de gré à gré suffisamment standardisé de passer par une chambre de compensation centrale. L'environnement économique dans lequel évoluent les plates-formes de *trading* de dérivés devrait ainsi être appelé à muer fondamentalement, ce qui leur ouvre de nouvelles perspectives de développement après une décennie de décentralisation des échanges (cf. § 4.1).

De surcroît, cette organisation plus sécurisée des marchés dérivés renforce l'importance d'une gestion optimale des collatéraux – c'est-à-dire des titres nantis pour sécuriser les transactions – et donc le rôle des dépositaires centraux qui recueillent l'essentiel des titres « collatéralisables ».

3 – Les enjeux de la localisation des infrastructures de marché et post-marché

La localisation des infrastructures de marché et de post-marché est un enjeu stratégique à plusieurs points de vue.

3.1 - Enjeu en termes d'emploi

Si les infrastructures de marché et post-marché (Euronext Paris, LCH.Clearnet SA et Euroclear France) représentent environ 700 emplois à Paris, la bourse de Paris est au centre d'un écosystème financier qui serait sérieusement fragilisé si elle quittait le territoire ou s'appauvriissait au profit d'un concurrent établi dans un autre pays. Les emplois directement associés aux marchés financiers sont difficiles à chiffrer précisément. Ils seraient de l'ordre de 30 000 pour l'ensemble des métiers de marché. Ce sont bien sûr les courtiers, les *traders* et les fonctions de *middle* et *back office*. Mais aussi l'ensemble de la filière titre (administration, conservation...) où les banques françaises sont très bien placées au niveau international, avec des emplois en grande partie localisés en France. Par ailleurs, au-delà de ces emplois directement liés aux marchés financiers, ces activités génèrent aussi des emplois de service fortement qualifiés (cf. § 3.3)

3.2 – La prise en compte des intérêts locaux

En outre, des spécificités économiques locales ont favorisé l'émergence et le développement d'activités ou de produits très spécifiques selon les pays, qui servent leurs intérêts. Ainsi par exemple la place de Paris est devenue une place de premier plan dans le domaine des produits dérivés sur matières premières agricoles, ce qui constitue un atout pour la filière agro-alimentaire française. Ce marché offre des instruments de couverture de leurs risques, sur la base de standards de qualité définis en France et correspondant dès lors à leurs besoins. Autre illustration, Amsterdam a développé une expertise reconnue dans le domaine des options sur actions grand public, les particuliers aux Pays-Bas étant habitués à intervenir directement sur les marchés de produits dérivés. Il est évident que seule une entreprise boursière bien implantée localement peut prendre en compte au plus près les besoins et les spécificités de sa clientèle locale.

Il subsiste aussi des spécificités nationales des modes de régulation et de certaines conceptions juridiques. Le droit des OPA par exemple varie encore

d'un pays à l'autre, même au sein de l'Union européenne. Une bourse implantée localement est mieux à même de s'adapter à ces spécificités nationales.

L'implantation locale est également indispensable pour intervenir dans le financement des PME/ETI. Ainsi, à la suite du « rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier », rédigé par G. Rameix et T. Giami et publié en novembre 2011, Euronext a lancé le 23 mai 2013 sa filiale EnterNext qui couvre les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 Md€ Cette nouvelle filiale est une société commerciale destinées à offrir des services adaptés aux besoins des PME-ETI. Elle ne s'accompagne pas de la création d'un nouveau marché, mais s'appuie sur les marchés existants (compartiments B et C d'Euronext et Alternext). En France, quatre bureaux régionaux sont d'ores-et-déjà opérationnels, à Lyon, Marseille, Bordeaux et Nantes. Les autres marchés européens – Pays-Bas, Belgique, Portugal - disposent également de ressources dédiées à la promotion et au développement du segment PME-ETI.

3.3 – La localisation des centres de décisions

Au-delà du secteur financier, la localisation d'une bourse active et dynamique à Paris constitue en particulier une condition du maintien à long terme des centres de décisions et du développement de services à haute valeur ajoutée qu'ils utilisent (avocats, conseils, communication...). Notamment, les directions financières des entreprises cotées ont intérêt à se trouver à proximité de l'écosystème de la bourse, tant cette relation est stratégique pour leurs opérations.

3.4 – La maîtrise des risques systémiques

La localisation des infrastructures de post-marché est par ailleurs un élément déterminant pour la stabilité financière : comme l'a rappelé à plusieurs reprises la Banque centrale européenne, la localisation des chambres de compensation n'est pas un élément neutre pour la politique monétaire. Leur accès au refinancement de la banque centrale est en effet essentiel pour éviter un défaut en cas de crise. Or le caractère systémique des chambres de compensation va s'accroître du fait de la régulation européenne EMIR (*European market infrastructure regulation*, cf. §4.2).

Il est donc fondamental de disposer de chambres de compensation fortes en zone euro, et d'un système de règlement-livraison fiable et sécurisé. LCH Clearnet SA et Euroclear France constituent à cet égard des acteurs reconnus, tant en termes de solidité que de savoir-faire.

3.5 – Enjeu pour l'influence politique de la France

La présence d'une bourse forte et dynamique à Paris constitue enfin une condition *sine qua non* au maintien de la capacité d'influence de la France sur l'agenda de la régulation financière européenne et internationale. Trop souvent, les positions de la France, favorables au renforcement du cadre et des instruments de la régulation du secteur financier, restent isolées ou minoritaires. En l'absence d'une bourse à Paris et dans un contexte de très forte attractivité de la place londonienne pour les acteurs financiers et bancaires français, la voix de la France n'en serait que plus affaiblie. Cette perte d'influence se traduirait dans les faits, dans un pays de forte épargne comme l'est la France, par une perte de souveraineté et un amoindrissement de la protection des investisseurs et de la sécurité financière.

4 - La dimension européenne, fondamentale

L'intégration européenne en matière de régulation financière et l'intégration monétaire de la zone euro structurent le paysage boursier. C'est ainsi l'horizon européen qui doit avant tout éclairer les stratégies à venir des opérateurs boursiers.

4-1 - Un bouleversement du contexte réglementaire européen : la directive Marché d'instruments financiers (MIF)

L'entrée en vigueur de la directive *marchés d'instruments financiers* (MIF) le 1^{er} novembre 2007 a profondément changé l'environnement des bourses en supprimant les monopoles nationaux et en suscitant la concurrence de bourses alternatives aux bourses traditionnelles.

La directive MIF a favorisé l'apparition de plates-formes de *trading* alternatives afin d'introduire de la concurrence entre les plates-formes et de peser sur les coûts de transaction. L'objectif d'ouverture à la concurrence apparaît pleinement réalisé : aujourd'hui, près de 30% du négoce des titres d'entreprises cotées sur des bourses européennes se déroulent sur les nouvelles plates-formes alternatives de négociation (systèmes multilatéraux de négociation du type Bats-Chi-X). S'agissant du négoce des titres d'entreprises du CAC 40 sur des plates-formes organisées, si Euronext détient toujours 65% de parts de marché, le MTF situé à Londres et issu de la fusion de Bats et de Chi-X en détient 25%. Cette pression concurrentielle s'étend progressivement au post-marché, notamment dans la compensation. L'impact sur les coûts de transaction apparaît plus incertain, mais en principe la pression tarifaire a le potentiel, toutes choses égales d'ailleurs, d'augmenter la liquidité des marchés en favorisant la croissance des transactions, et de réduire les coûts d'intermédiation financière supportés par les investisseurs, et ainsi de réduire le coût du capital pour les entreprises cotées. Bien entendu, pour concrétiser ce potentiel positif, il convient de corriger les défauts de la directive MIF (cf. ci-dessous), et de s'assurer d'une concurrence suffisante entre les intermédiaires financiers. Cela souligne l'importance du maintien d'un éco-système suffisamment étoffé et dynamique autour de la bourse.

La pression concurrentielle pour le service de cotation, (qui donne lieu à des redevances payées par les entreprises cotées) est restée en revanche faible jusqu'ici. L'adhérence nationale continue à jouer : les entreprises manifestent

une faible appétence à se faire coter sur une bourse étrangère plutôt que sur la bourse nationale, laquelle offre un environnement juridique et culturel plus facilement appréhendable. Cette résistance naturelle du *listing* devrait cependant s'effriter au fur et à mesure de l'intégration européenne. Certaines plates-formes alternatives de *trading* souhaitent en effet se développer dans le *listing* (ainsi par exemple Bats-CHI-X à Londres a obtenu cette année du régulateur anglais sa licence pour cette activité). L'internationalisation des états-majors des entreprises et la délocalisation, vers Londres le plus souvent, de certaines directions financières réduisent également les réticences au *listing* à l'étranger.

L'harmonisation réglementaire européenne liée à la MIF a permis d'envisager le regroupement de bourses actions en Europe, et constitue même une incitation à aller dans cette voie du fait de la concurrence. Le rapprochement des bourses est une évolution positive qui favorise les économies d'échelle, pour l'opérateur comme pour les intermédiaires financiers, et un élargissement de la liquidité des marchés. Or ces éléments sont fondamentaux pour l'efficacité des marchés, en particulier pour les PME-ETI où l'atteinte d'une taille critique est essentielle (cf. rapport du comité d'orientation PME-ETI de NYSE-Euronext, octobre 2012). De plus, la taille d'une bourse contribue à la visibilité internationale de ses marchés et des entreprises qui y sont cotées. Euronext a d'ailleurs été précurseur dans cette voie et reste l'exemple le plus abouti : les tarifs, les paramètres et règles de marché d'Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris, ainsi que les systèmes informatiques (autrement dit le « moteur » de la bourse) ont été entièrement harmonisés, sans remettre en cause la compétence des régulateurs nationaux et les spécificités nationales liées à la localisation du *listing* ou de l'incorporation des entreprises cotées. Il est très difficile de mesurer précisément les effets de cette opération, mais nul doute que la liquidité serait moindre sur chacun de ces marchés et les tarifs plus élevés en son absence. Si le modèle Euronext a pu inspirer certains rapprochements, les autres regroupements européens présentent des types d'intégration plus lâches. Les rapprochements opérés ainsi ces dernières années entre différentes places boursières européennes présentent des degrés très variables d'intégration. La société OMX, qui a fusionné en février 2008 avec l'américain Nasdaq, gère les bourses nationales des pays scandinaves et baltes mais ne constitue pas un modèle aussi intégré qu'Euronext. Le groupe London Stock Exchange a racheté la bourse de Milan mais les deux ensembles fonctionnent toujours de façon autonome.

Alors que la directive MIF est en cours de révision, toutes les conséquences associées à sa mise en place ne sont cependant pas encore correctement évaluées.

Les bourses sont des entreprises particulières qui ont plusieurs types de clients. Le développement de la concurrence pour un type de client, les intermédiaires de marché (*sell side*), a eu pour conséquence de biaiser la politique commerciale des bourses en leur faveur, et les a conduit à négliger les autres clients que sont les émetteurs et des « utilisateurs finaux » de la bourse. Ce sentiment est très largement partagé sur les places constituant Euronext, notamment à Paris et à Amsterdam. De surcroît, il apparaît aujourd'hui que la politique commerciale des bourses, favorisant la réduction des tarifs d'accès à la bourse, profite en tout premier lieu à un type très particulier d'intervenants, les *traders* à haute fréquence.

Il s'avère en effet que les principaux bénéficiaires de la réduction du coût de l'accès à la bourse sont des acteurs, parfois très petits, très rarement situés en France, utilisant des stratégies et des automates de placement et de retrait d'ordres extrêmement rapides. Ces acteurs développent des stratégies d'arbitrage et préfèrent intervenir sur des marchés déjà très liquides. Leur utilité est donc nettement sujette à question. L'essor rapide et massif de techniques et de stratégies regroupées sous l'expression « *trading* à haute fréquence », rendu possible par la sophistication toujours plus grande des automates analysant les données du marché et générant des ordres envoyés sur les marchés à des vitesses toujours plus rapides, pose de nombreuses questions au régulateur parfois dépourvu des instruments de contrôle adéquat. Si ces techniques sont désormais utilisées par un très grand nombre de participants de marché, les investisseurs soulignent souvent les excès du *trading* à haute fréquence : très faible profondeur de la liquidité apportée, effet d'éviction des participants traditionnels, course technologique mobilisant parfois des investissements importants et sans doute un peu vaine au regard des gains retirés pour l'investisseur final.

Par ailleurs, si la directive MIF a ouvert la concurrence sur les marchés financiers, elle n'a pas imposé de règles suffisamment strictes en matière de transparence des marchés. Le maintien de très larges dérogations aux obligations de transparence des transactions se déroulant sur les bourses dans la directive MIF est une des principales faiblesses de ce texte. Ces dérogations ont permis la

formation des « *dark pools* », ces espaces de négociation qui se sont développés sur un mode cancéreux, en parallèle des espaces de négociation transparents offerts par les bourses traditionnelles. Les *dark pools* déroutent une partie de la liquidité du marché et dévaluent le processus normal de formation des prix.

La directive MIF a également laissé le champ très ouvert pour l'essor du gré à gré et le développement d'espaces de négociation alternatifs, entrant en concurrence avec les bourses traditionnelles. La part grandissante du négoce accaparée par les « *broker crossing networks* » ou les « internalisateurs systématiques », ces plates-formes de négociation opérées par les banques au sein d'elles-mêmes, contribue aussi à cette fragmentation des marchés. Toutefois, confrontées à des évolutions prudentielles, les banques devraient réduire l'utilisation de ces systèmes internes pour revenir vers les plates-formes de *trading*. Ce renversement probable du mouvement d'internalisation des marchés par les banques devrait offrir des opportunités de développement pour les opérateurs boursiers, par exemple sur le marché obligataire.

L'avenir d'Euronext s'inscrit donc dans la réforme d'un cadre réglementaire qui portera sur un meilleur encadrement du *trading* à haute fréquence et une réorganisation de l'architecture des marchés et des différents espaces de négociation en Europe.

4.2 - Le contexte dans lequel les infrastructures de post-marché opèrent va aussi évoluer substantiellement

La fusion des pools de liquidité des quatre marchés d'actions opérés par Euronext a été rendue possible aussi par l'utilisation d'une seule chambre de compensation, LCH.Clearnet SA. Ceci illustre le fait que l'organisation des structures de marché en Europe est indissociable de celle des infrastructures de post-marché. La révision de la directive MIF va avoir un impact important en ce domaine. Elle devrait favoriser l'ouverture des chambres de compensation et la mise en place d'accords d'interopérabilité entre chambres de compensation des marchés *au comptant* (actions et obligations). Ces accords permettront à un investisseur d'un marché donné de choisir la chambre de compensation avec laquelle il souhaite traiter, et donc d'introduire de la concurrence, sans fragmenter pour autant la liquidité. Cette évolution devrait faciliter le rapprochement entre des bourses actions qui n'utiliseraient pas aujourd'hui les mêmes chambres de compensation. En revanche, dans la mesure où les chambres de compensation sont appelées à centraliser un nombre croissant de

produits dérivés, accroissant d'autant leur caractère systémique, il ne serait pas judicieux de pousser à la création d'un monopole dans l'activité de compensation au sein de la zone euro. Il s'agit au contraire de maintenir une certaine diversification des risques.

4.3 – Les marchés dérivés vont également connaître de profonds bouleversements

Les mêmes forces poussent à la concentration des marchés dérivés : économies d'échelle, élargissement du pool de liquidité (et du pool de collatéral). Mais ils obéissent à une autre logique car avec EMIR, la compensation devient l'élément central de leur organisation, et l'interopérabilité dans ce domaine suscite de fortes réticences -justifiées- des régulateurs, au titre de la stabilité financière. De plus, ces marchés sont très divers, certains se trouvant potentiellement en concurrence mondiale (dérivés de taux, de crédit, et certaines matières premières notamment), d'autres relevant plutôt de l'échelon européen (actions, indices) et enfin certains relevant seulement d'un intérêt local ou d'un effet de niche.

Les plates-formes de *trading* pourraient étendre leur emprise par rapport aux transactions de gré à gré, l'obligation de compensation des dérivés standardisables favorisant ce mouvement.

5 - La cible à atteindre en Europe

Ces évolutions réglementaires sont inscrites dans les grandes lignes de force qui guident l'action européenne depuis des années, fondées sur l'intégration et la concurrence, ainsi que sur l'analyse des défauts du système mis à jour par la crise apparue en 2007. En tenant compte de la situation présente en Europe, elles permettent de dessiner ce que serait une cible souhaitable -et atteignable- du point de vue de l'intérêt collectif, dans l'organisation des infrastructures de marché et de post-marché en Europe.

Pour saisir à plein le potentiel qu'offre l'intégration monétaire et financière, il faut qu'apparaissent des marchés actions régulés pan-européens, ou au moins pan-zone euro (le change constituant un obstacle pour une intégration complète du « moteur » des bourses). Aux grandes plates-formes alternatives de *trading*, qui se sont inscrites dès leur création dans cette logique, doit répondre une ou deux plates-formes intégrées de marchés régulés. C'est bien sûr aux bourses nationales historiques d'envisager les alliances industrielles nécessaires. Le principal obstacle ici est la nécessité de concilier cette intégration avec les spécificités nationales qui subsistent (cf. §3.2). Autrement dit, l'intégration du « moteur » de la bourse doit s'accompagner d'une capacité de développement local, autour de ce « moteur », ou sur les autres segments de marchés (obligations, dérivés, fonds cotés...), pour servir les intérêts spécifiques des places. Le modèle originel d'Euronext montre que c'est possible.

Pour atteindre l'objectif d'un pool unique de liquidité, il convient également de traiter la question du post-marché. Une solution naturelle serait qu'à la bourse actions intégrée corresponde une seule chaîne de post-marché, comme c'est le cas pour Euronext. Mais nous partons d'une situation où chaque marché boursier, national ou multinational, utilise sa propre chaîne de post-marché, souvent ensilée dans le même groupe. Cette solution la plus naturelle risque donc de se heurter à de fortes résistances et devenir un obstacle dirimant. Dès lors la solution la plus adaptée est celle de l'interopérabilité des chambres de compensation concernées.

La diversité des marchés dérivés, et le lien indissociable et exclusif entre plateformes de *trading* et compensation dans ce domaine, ne militent en revanche pas en faveur d'un rapprochement massif de ces plates-formes.

Au total, se dessine la cible suivante, exprimée à grands traits :

- quelques groupes d'opérateurs boursiers en Europe, rapprochant leurs marchés régulés actions dans la zone euro, voire au-delà, en concurrence avec les plateformes alternatives de *trading*, dans une structure fédérale qui laisse le champ et les capacités financières et managériales suffisantes à chacun d'entre eux pour : (i) servir les intérêts spécifiques des places financières autour de ce moteur boursier commun, (ii) gérer par ailleurs leurs activités sur les marchés dérivés, et (iii) développer des solutions innovantes favorisant la centralisation, la liquidité et la transparence des marchés dominés aujourd'hui par le gré à gré, comme les marchés obligataires ;

- un petit nombre de chambres de compensation -au moins deux dans la zone euro-, en concurrence, mais avec des accords d'interopérabilité sur les actions voire les obligations, et suffisamment solides sur le plan financier et technique pour concentrer la compensation des dérivés dans le cadre de la directive EMIR, en étroite collaboration avec les opérateurs boursiers concernés, dans le cadre d'un « silo » ou d'un accord industriel.

6 - Les conditions à réunir

Cette cible est atteignable, une partie de l'environnement réglementaire européen la favorisant déjà. Cela dit, l'adaptation réglementaire doit se poursuivre au niveau européen, et l'ensemble des acteurs ainsi que l'Etat doivent aussi jouer leurs rôles.

6.1 – Au niveau de l'opérateur boursier et de son éco-système

La poursuite d'une stratégie de développement des opérateurs boursiers sur leurs places financières demande à l'évidence une adhésion de leur management et de leurs actionnaires. Elle demande aussi une adhésion des multiples acteurs formant l'écosystème des marchés, qui doit être entretenue par une collaboration active de l'opérateur boursier, à l'écoute de ses multiples clients : émetteurs - petits et grands-, intermédiaires financiers, investisseurs court terme comme long terme. Il est clair qu'une représentation de l'éco-système dans l'actionnariat des opérateurs boursiers peut y contribuer. A tout le moins une présence dans les organes sociaux est souhaitable, sous la réserve de la bonne gestion des conflits d'intérêts potentiels inhérents à la présence de clients au sein des conseils d'administration. Compte tenu de la multiplicité des acteurs et des intérêts de place, la gouvernance traditionnelle par les organes sociaux mérite d'être complétée par des dispositifs *ad-hoc* (des comités consultatifs) ayant un réel rôle. Les organes sociaux doivent se porter garants de cette animation de la place financière par l'opérateur boursier -ce qui est d'ailleurs cohérent avec son intérêt commercial.

Dans un cas multinational comme Euronext, il est essentiel que cette gouvernance soit déclinée au niveau de chaque place financière, et que le management et le savoir-faire technique soient en partie décentralisés pour permettre l'animation de chaque place. La préservation des synergies de l'ensemble industriel et des atouts commerciaux que constitue le carnet d'ordre unique suppose en revanche de maintenir la capacité de l'organe de décision central à assurer la définition de la politique du groupe.

La relation doit également être étroite entre l'opérateur boursier et la ou les chambres de compensation et le dépositaire central des titres qui opèrent dans la continuité du marché. Cette relation est naturellement assurée dans le cadre d'un silo. Si tel n'est pas le cas, comme pour Euronext, cette relation mérite d'être

inscrite dans un accord de partenariat qui ne se cantonne pas à l'existant mais favorise des développements futurs communs.

6.2 - *Au niveau national*

Les intervenants de marché ont mauvaise presse en France, en particulier les *traders*. C'est compréhensible dans le contexte de crise et des multiples affaires -comme l'affaire Kerviel ou la manipulation du Libor-, et il est clair qu'il fallait une action de re-régulation vigoureuse pour corriger ces excès et prévenir ces errements.

Mais cet état d'esprit, qui existait déjà en France avant la crise financière, contribue à l'hémorragie constante de l'éco-système parisien des marchés financiers. La délocalisation progressive à Londres des salles de marchés des banques installées en France a conduit à une diminution significative des courtiers en actions et autres valeurs mobilières présents à Paris. Or la vitalité de cet éco-système est essentielle au maintien et au développement d'opérateurs de marchés organisés, régulés et transparents, qui sont les outils incontournables pour la mise en œuvre de la stratégie de re-régulation établie en réaction à la crise. Certains pourraient imaginer qu'à l'ère d'internet, les *traders* actifs sur les marchés parisiens peuvent très bien être localisés à l'étranger. Les faits démentent cette idée : ainsi, si effectivement plus de la moitié des transactions sur le CAC40 sont opérées depuis l'étranger, Londres notamment, plus de 80% des transactions sur les PME-ETI cotées à Paris sont générées par des intermédiaires localisés en France.

Il convient donc de faire preuve de discernement, dans la droite ligne de l'esprit de la loi de séparation bancaire votée cette année, qui s'attache à distinguer les activités de marché utiles -qui représentent la plus grande masse-, des activités sans intérêt pour la collectivité, voire dangereuses.

Des mesures originales pourraient aussi être envisagées pour concilier les incitations des banques et courtiers à conserver leurs activités de marché en France, une régulation réduisant les risques et une approche plus morale de cette profession. Ainsi par exemple les salaires élevés des *traders* pourraient être compensés par une moindre protection au titre du droit de travail.

6.3 - Au niveau européen

Au vu des effets négatifs induits par la directive MIF (cf. supra), la révision en cours devrait modifier substantiellement le cadre réglementaire du fonctionnement des marchés selon plusieurs axes.

En premier lieu elle devrait recréer un contexte propice à l'équilibre entre les intervenants sur les marchés, c'est-à-dire les différents types de clients de l'opérateur boursier. C'est nécessaire pour l'efficacité des marchés qui se nourrit de la multiplicité et la diversité des intervenants. C'est aussi nécessaire pour favoriser l'intérêt de tout l'éco-système gravitant autour des marchés vis-à-vis du développement des infrastructures boursières. Ainsi par exemple la révision de la directive doit absolument permettre au régulateur d'encadrer plus étroitement le *trading* à haute fréquence pour le cantonner à sa juste place. De façon plus générale, les régulateurs devraient obtenir les pouvoirs nécessaires pour contrecarrer les éventuels effets collatéraux nocifs de la concurrence dans l'objectif de préserver cet équilibre. Par exemple, il serait souhaitable que les régulateurs puissent intervenir le cas échéant sur la structure des tarifs des opérateurs boursiers pour éviter des biais dans leur politique commerciale induits par des pressions concurrentielles inégalement réparties. Il est également souhaitable que les conditions réglementaires soient mieux harmonisées entre les différents types de plates-formes de *trading* afin de réduire les distorsions de concurrence entre elles.

En deuxième lieu il est souhaitable que le champ des règles de transparence soit étendu ou renforcé au-delà des marchés actions (dérivés, obligations), afin de favoriser le développement de plates-formes de *trading* transparentes et inciter notamment les banques à les utiliser.

Enfin la révision de la directive MIF et la mise en œuvre d'EMIR devraient assurer une concurrence et une ouverture suffisante des chambres de compensation, et l'établissement d'accords d'interopérabilité entre elles en ce qui concerne les marchés de titres.

L'Europe doit aussi chercher à adapter la structure institutionnelle de la supervision des marchés à l'intégration de ceux-ci. Cette adaptation est en partie acquise, avec par exemple la constitution de collèges de superviseurs des opérateurs multinationaux comme Euronext ou OMX. Mais ce processus reste lent et complexe. Si la fédération des marchés actions s'étend encore comme il

est souhaitable, l'efficacité et l'efficience du processus de supervision de ces institutions devront impérativement être renforcées. Au-delà de la supervision des opérateurs boursiers proprement dite, les mêmes logiques d'économies d'échelle et de fédéralisme applicables aux marchés valent pour certains pans de la régulation des marchés. Ainsi par exemple la surveillance des marchés aux fins de détection des abus de marché, aujourd'hui éclatée entre 28 superviseurs, et qui demande des investissements toujours plus lourds en matière informatique, mériterait d'être centralisée sous l'égide de l'Autorité européenne des marchés (ESMA). Ce sont certes des projets de moyen terme, mais leur simple mise en chantier constituerait un signal positif pour la poursuite de l'intégration des marchés, et à terme ils peuvent représenter des économies substantielles de coût dans l'utilisation des infrastructures de marché et post-marché, le coût de la régulation étant supporté directement ou indirectement par les structures et opérateurs de marchés.

D'autres réformes européennes peuvent avoir un impact décisif sur le fonctionnement des marchés européens : l'encadrement prudentiel des rémunérations *des traders* doit ainsi être pensé dans une optique de réduction des risques, et non comme une mesure punitive. De même la prochaine proposition européenne en matière de séparation des activités bancaires devrait s'attacher à distinguer les activités de marché utiles -qui représentent la plus grande masse-, des activités sans intérêt pour la collectivité, dans la droite ligne des réformes française et allemande.

Enfin, le traitement fiscal des transactions sur les marchés joue bien entendu un rôle. La taxe sur les transactions financières réduit le nombre de transactions, et donc la liquidité des marchés, pourtant déterminante pour l'efficacité des marchés au service de l'économie. Elle peut également conduire, si sa territorialité n'est pas adaptée, à la disparition complète d'activités qui demeurent faciles à délocaliser. Ceci milite en faveur d'une grande prudence dans la définition du champ de la taxe et d'aménagements en faveur des intervenants apporteurs de liquidité visant à minimiser les impacts négatifs de la taxe. Cela dit, le débat sur la taxe sur les transactions financières revêt une dimension positive pour l'organisation des marchés en Europe, au sens où il a permis une première tentative d'harmonisation. Las, cette initiative ne concerne que 11 Etats, ce qui atténue nettement cet aspect positif, puisque l'intégration souhaitable des marchés n'a aucune raison de s'arrêter à cette frontière artificielle, qui passe même au travers des marchés opérés par Euronext, les

Pays-Bas ne faisant pas partie des 11. La Commission doit donc absolument faire évoluer son projet, et poursuivre son action afin d'élargir le cercle des 11.

Conclusion : l'agrément de l'opération Euronext et les suites

Le groupe ICE a annoncé son intention de prendre le contrôle à 100% du groupe NYSE-Euronext. Les autorisations nécessaires aux Etats-Unis et en Europe au titre de la concurrence ont été données. Il reste pour ICE à obtenir les autorisations réglementaires nationales en Europe, à savoir les autorités de supervision du Royaume-Uni, et celles des ministres des finances de Belgique, des Pays-Bas, du Portugal et de la France, après avis de leur régulateur de marché respectif.

Pour ce qui concerne les activités actuelles d'Euronext, ICE prévoit de séparer les marchés dérivés londoniens opérés par Euronext (le Liffe), qui seraient rattachés à la filiale britannique du groupe ICE, et de constituer avec le reste (marchés *cash* et dérivés des quatre pays continentaux) un « Euronext continental », qu'il prévoit d'introduire en bourse au cours du 1^{er} semestre 2014, pour à terme s'en dégager complètement.

Pour apprécier cette opération, le Ministre peut s'appuyer en premier lieu sur les conditions exigées et obtenues par les régulateurs européens concernés réunis en collège :

- Les conditions réglementaires essentielles ont été vérifiées et ne soulèvent pas de difficultés.
- Les conditions du découpage entre les marchés dérivés londoniens d'une part, les marchés continentaux d'autre part, ont été examinées avec attention par les régulateurs. Il s'agissait de vérifier qu'Euronext continental aura bien la pleine maîtrise des éléments essentiels au fonctionnement des marchés qu'il opère : disponibilité des infrastructures physiques notamment informatiques et connectiques, droit d'utilisation sans contrainte de l'ensemble des logiciels et autres actifs immatériels... L'avis des régulateurs est au total positif ;
- Les contours financiers d'Euronext continental, bilan et projections du compte de résultat, apparaissent *a priori* adaptés pour assurer la mise en œuvre des moyens nécessaires à la gestion de tous les marchés qu'il opère. Ils ne sont toutefois qu'indicatifs à ce stade et ce point devra être vérifié plus précisément avant la mise en bourse ;

- Enfin, les régulateurs ont obtenu de ICE des engagements pour assurer une stabilité actionnariale suffisante pour les 3 années qui suivront la mise en bourse d'Euronext continental. ICE devra rechercher la mise en place d'un noyau d'actionnaires de référence et l'addition des participations de ces actionnaires et de celle d'ICE devra représenter 25% du capital. En tout état de cause, les régulateurs devront donner leur accord sur les modalités de l'opération de mise en bourse lorsque celles-ci auront pu être plus précisément déterminées, au cours du 1^{er} semestre prochain.

Le Ministre peut également s'appuyer sur les travaux menés par le management d'Euronext et Paris-Europlace :

- La revue stratégique menée par le management d'Euronext montre que l'intérêt de l'entreprise Euronext continental devrait la conduire à se développer selon des axes cohérents avec les orientations exprimées dans ce rapport. Notamment, (i) une priorité redonnée au financement des entreprises en fonds propres comme en dette, adapté aux spécificités de chaque place, (ii) la poursuite de l'intégration des marchés actions en Europe continentale par extension géographique du modèle fédéral d'Euronext, grâce à des alliances industrielles, voire capitalistiques et (iii) le développement organique des services aux places, connexes au marché actions ou sur les marchés dérivés, obligataires et des fonds cotés, en fonction de leur besoin, en capitalisant sur les évolutions réglementaires évoquées ci-dessus.
- Les travaux du groupe des utilisateurs de la bourse, au sein de Paris-Europlace, montrent un intérêt partagé sur une telle stratégie. Les discussions avec les autres places continentales concernées semblent montrer là aussi une convergence d'intérêt.
- Enfin, il semble que l'intérêt des acteurs des places concernées est suffisant pour réunir lors de la mise en bourse un noyau d'actionnaires de référence représentatifs de ces places concernées de l'ordre de 25% du capital au moins. Ce point devra bien entendu être vérifié au cours du printemps prochain, une fois que l'ensemble des informations pertinentes seront accessibles aux actionnaires potentiels.

Dès lors, il m'apparaît que les conditions peuvent être réunies pour que l'opération projetée par ICE constitue une opportunité pour permettre à

Euronext de développer les services aux places où elle opère, et de jouer un rôle clé dans l'organisation souhaitable des infrastructures de marché et de post-marché en Europe, en zone euro en particulier. Cependant, et afin de renforcer encore les chances de succès dans cette voie, je recommande au Ministre de demander les engagements suivants à ICE et Euronext :

- Signature rapide des accords de compensation négociés entre Euronext et LCH-Clearnet SA pour les dérivés continentaux, qui seront essentiels au fonctionnement et au développement de la stratégie d'Euronext continental ;
- Détermination lors de la mise en bourse d'un taux de distribution des résultats sous forme de dividendes raisonnable, en concertation avec les places -notamment le noyau d'actionnaires- et les régulateurs, afin d'assurer les marges de manœuvres financières suffisantes pour le déploiement d'une stratégie de développement ambitieuse ;
- Mise en place d'une gouvernance suffisamment décentralisée d'Euronext continental, incluant des comités utilisateurs représentatifs des places, dotés d'un réel rôle ;
- Poursuite du dialogue entre Euronext et les représentants des places afin de préciser la stratégie de développement de l'entreprise, et débiter sa mise en œuvre dès avant la mise en bourse.

Je recommande également au Ministre de poursuivre une concertation étroite avec ses homologues concernés, les régulateurs et la Place de Paris, pendant la phase cruciale de la préparation de la mise en bourse.

Il y a encore bien sûr des incertitudes, mais cette approche me paraît avoir de bonnes chances de succès et le potentiel pour contribuer à la meilleure organisation possible des marchés en France et en Europe, au bénéfice de leur compétitivité.