



LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES DE MARCHÉ

BERTRAND JACQUILLAT *

Selon la définition qu'en donne l'OCDE, la gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes et des processus qui encadrent les décisions de création et de répartition de la valeur. Mais création pour qui, et répartition à qui ? Pour les actionnaires selon le modèle dominant de gouvernance d'entreprise ; pas pour eux seuls, selon certains modèles alternatifs, mais pour l'ensemble des parties prenantes (*stakeholders*) de l'entreprise.

Pendant longtemps, cette distinction sur la nature de ceux dont la gouvernance d'entreprise doit servir les objectifs, n'avait pas vraiment lieu d'être, dans la mesure où les actionnaires et les clients des Bourses (on ne parlait pas à l'époque d'entreprise de marché) ne faisaient qu'un au sein de mutuelles ou coopératives, qui représentaient jadis la forme juridique exclusive de l'organisation de celles-ci, ce qui est encore le cas aujourd'hui pour certaines d'entre elles.

Mais beaucoup de changements sont intervenus depuis une dizaine d'années dans la propriété et l'actionnariat des Bourses d'actions, et donc dans leur mode de gouvernance. Ces modifications se sont faites en deux phases sur une échelle de temps assez longue : la démutualisation des Bourses d'abord, lesquelles se sont transformées dans un premier temps en sociétés à but lucratif, puis leur cotation en Bourse pour un certain nombre d'entre elles dans un deuxième temps. La Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV) comptait 52 membres à fin

* Professeur des Universités, Sciences Po Paris, président directeur général d'Associés en Finance.

Je remercie Michel Prada, Yves Simon et Jean-François Théodore pour les fructueuses discussions que j'ai eues avec eux.



2004 ; exactement la moitié s'était démutualisée, et parmi celle-ci la moitié, c'est-à-dire le quart de l'ensemble, était cotée en Bourse.

La problématique de la gouvernance s'inscrit dans un environnement technologique qui s'est profondément transformé, et, en corollaire, dans un mouvement mondial de consolidation, qui, précisément a abouti à l'émergence de ces entreprises de marché. Ce faisant, les entreprises de marché peuvent être confrontées à des conflits d'intérêts entre leur dimension commerciale, voire capitalistique, qui doit satisfaire les objectifs de leurs actionnaires, et le rôle de quasi-régulateur qui leur serait délégué, ou de « corégulateur » qu'elles partageraient avec une autorité administrative, telle que la Securities and Exchange Commission (SEC) aux États-Unis, la Financial Services Authority (FSA) en Grande Bretagne, ou encore l'Autorité des marchés financiers (AMF) en France.

Les conflits d'intérêts potentiels se sont accentués avec la tendance à la privatisation des Bourses, devenues des *entreprises de marché*. D'ailleurs, les autorités administratives en charge de la régulation des marchés d'actions ont exprimé leur inquiétude, quant aux conséquences des modifications d'actionnariat sur leur capacité à assumer un rôle de régulation. Cette évolution ne va donc pas sans poser de questions sur la gouvernance des Bourses devenues des entreprises de marché.

Par ailleurs, au fil de cette évolution, les fonctions financières afférant au marché secondaire de la Bourse se sont diversifiées, avec la compensation, le règlement-livraison, les conservations intermédiaires et la conservation centrale. Certaines entreprises de marché exercent directement ou indirectement une partie de ces fonctions comme le règlement-livraison, d'autres pas. À l'évidence, les problèmes de gouvernance et de régulation ne sont pas les mêmes pour chacune de ces fonctions.

Cet article commence donc par présenter les différentes formes organisationnelles des Bourses d'actions en décrivant la tendance lourde qui a transformé les Bourses, autrefois des mutuelles, en entreprises de marché dont un nombre grandissant devient coté. Le mouvement s'est accompagné d'une transformation de leur mode de gouvernance, avec un abandon de la plupart des fonctions de régulation qu'elles assumaient et leur transfert à des agences de nature privée (comme aux États Unis avec le New York Stock Exchange - NYSE) ou à des autorités administratives (comme en France avec l'AMF). La régulation des entreprises de marché fait l'objet de la deuxième partie de cet article.

La concurrence entre entreprises de marché devenant de plus en plus intense, les termes de la régulation ont dû être harmonisés, comme cela a été le cas en Europe sous l'égide de la Commission de Bruxelles. Cette



intense concurrence et l'harmonisation de la régulation nourrissent la consolidation en Europe, déjà bien entamée. La consolidation de l'industrie de l'intermédiation, et les problèmes qu'elle pose aux entreprises de marché, fait l'objet de la troisième partie de cet article.

LES FORMES ORGANISATIONNELLES DES ENTREPRISES DE MARCHÉ

L'évolution historique des Bourses est comme le sac et le ressac. Les progrès continus des télécommunications ont fait passer le nombre de Bourses indépendantes aux États-Unis de plus d'une centaine à la fin du XIX^{ème} siècle à 22 en 1935, et 7 aujourd'hui. Le NASDAQ n'a pu voir le jour dans les années 1930 et se développer qu'avec l'apparition à la même époque de la téléphonie longue distance permettant un système de négociation éclaté et décentralisé. Les nouveaux développements technologiques ont permis la mise au point de mécanismes d'enchères électroniques, favorisant encore davantage l'éclatement en réseau de l'ensemble des opérateurs. Il est de fait que la révolution des télécommunications est la cause première de l'évolution des Bourses dans le sens de leur démutualisation, voire de leur cotation en Bourse.

On peut emprunter à Aggarwal¹ sa description du processus de démutualisation des Bourses pour décrire en première approximation les formes organisationnelles des entreprises de marché.

À l'origine, les Bourses étaient des mutuelles, ou si l'on veut, des coopératives, dont les membres, qui en étaient les courtiers, en avaient la propriété et le contrôle. La deuxième phase consiste en leur transformation en sociétés de droit commercial à but lucratif, toujours détenues et contrôlées par leurs membres. Elles se « transforment » ensuite en sociétés anonymes avec modification de leur actionnariat encore constitué des anciens membres, qui en étaient les courtiers, mais éventuellement aussi des sociétés cotées et d'investisseurs institutionnels. Dans une quatrième phase, et pour certaines d'entre elles, les entreprises de marché s'introduisent en Bourse. Leur actionnariat, qu'elles ne contrôlent plus, devient plus dispersé.

La caractéristique d'une Bourse organisée sous forme de mutuelle ou coopérative est que ses propriétaires, décisionnaires et utilisateurs de ses services d'intermédiation sont une seule et même entité, à savoir ses membres. Les décisions sont prises en principe sur la base d'un membre/un droit de vote, et pour accélérer la prise de décision par un comité des représentants des membres. C'est à cette forme d'organisation que correspondait en France la Compagnie des agents de change. Celle-ci regroupait, en 1988, 72 « charges » dont 45 à Paris, ayant à leur tête de



1 à 3 titulaires/propriétaires, agents de change². Son évolution illustre bien le processus qui vient d'être brièvement évoqué³.

La Compagnie des agents de change élisait une Chambre syndicale des agents de change ayant à sa tête un président, qui portait le nom de « Syndic », entouré de quelques adjoints. Le vocable de Chambre syndicale des agents de change recouvrait aussi les services, ayant à leur tête un secrétaire général, lequel assurait le fonctionnement opérationnel de la Bourse de Paris. La Direction du Trésor du ministère des Finances exerçait sa tutelle sur la Compagnie des agents de change, et la Commission des opérations de Bourse une régulation quelque peu lointaine. En 1988, la Compagnie des agents de change s'est démutualisée et transformée en société commerciale non cotée en prenant le nom des Sociétés de Bourses françaises (SBF), nom qu'elle a gardé jusqu'en novembre 2000, date à laquelle elle est devenue Euronext Paris. La Loi du 22 janvier 1988 a mis fin à la fonction d'agent de change.

Les entreprises de marché à but lucratif sont organisées en sociétés anonymes par actions, qu'elles soient ou non cotées en Bourse. Elles ont un capital social, et ses propriétaires/actionnaires, ses dirigeants et ses principaux clients peuvent constituer trois groupes distincts.

À partir de 2002, la Fédération internationale des Bourses de valeurs a proposé sa propre classification des entreprises de marché en 5 catégories, correspondant à des formes de régulation différentes :

- les sociétés mutuelles de droit privé avec fonds propres détenus par leurs membres, intermédiaires boursiers exclusivement, et dont les activités d'intermédiation, d'une part, et les droits de propriété, d'autre part, sont étroitement liés. Appartiennent aujourd'hui à cette catégorie 9 Bourses dont la Bourse de Luxembourg, le Chicago Board Options Exchange ;
- les sociétés privées et démutualisées, à but lucratif, mais non cotées, et dont l'actionnariat est plus ouvert. Appartiennent à cette catégorie 15 Bourses, dont le American Stock Exchange et la Bourse de Tokyo ;
- les entreprises de marché cotées, soit 10 Bourses dont Euronext, Deutsche Börse, London Stock Exchange (LSE) ;
- les coopératives, qui n'ont pas de fonds propres et dont l'accès est strictement limité, avec 10 Bourses dont celles de la Nouvelle-Zélande, Shanghai, et la Bourse Suisse SWX (c'est une nouvelle catégorie à partir de 2004 qui était regroupée auparavant avec celle des sociétés mutuelles de droit privé) ;
- la catégorie « autres » constituée de structures semi-étatiques, avec 6 Bourses dont Istanbul, Varsovie et la Bourse thaïlandaise.

Le premier marché à s'être démutualisé fut la Bourse de Stockholm en

1993, suivie de celle d'Helsinki en 1995, de Copenhague en 1996, d'Amsterdam et d'Italie en 1997, d'Australie en 1998, puis en 2000 de la Bourse de Paris, de Toronto et le London Stock Exchange notamment, comme l'illustre le tableau n° 1.

Tableau n° 1
Démutualisation et privatisation des Bourses

Bourses	Année
Stockholm Stock Exchange	1993
Helsinki	1995
Copenhague	1996
Amsterdam	1997
Italie	1997
Australie	1998
Islande	1999
Athènes	1999
Singapour	1999
SIMEX	1999
LIFFE	1999
Toronto	2000
Sydney Futures	2000
Hong-Kong	2000
LSE	2000
Deutsche Börse	2000
Oslo	2000
Euronext	2000
Nasdaq	2000
Chicago Mercantile Exchange	2002

Source : Aggarwal, *Op. Cit.*

Les dates indiquées dans ce tableau sont approximatives et dépendent de l'endroit où on place le curseur dans l'échelle temps du processus de démutualisation/privatisation/cotation de ces Bourses. La démutualisation totale des Bourses est, en effet, un processus beaucoup plus long et complexe qu'il n'y paraît. Aucune Bourse n'a été démutualisée, privatisée et, *a fortiori*, cotée en Bourse de manière instantanée, selon un quelconque processus de *big bang*.

Ainsi, et pour prendre l'exemple de la Bourse de Paris, celle-ci est devenue une société commerciale dès 1988. Ce n'est que progressivement que certaines banques et assureurs sont devenus actionnaires, et se sont substitués aux agents de change. Avant son introduction en Bourse en juillet 2001, 100 % des actionnaires d'Euronext étaient encore utilisateurs. Aujourd'hui selon les statistiques d'Euronext, les utilisateurs ne représentent plus que 12 % de l'actionnariat.

*L'économie de la démutualisation*

D'aucuns prétendent que la mutualisation était consubstantielle au système de négociation d'autrefois, caractérisé par une centralisation des transactions en un lieu physique, effectuées par un nombre limité de négociateurs se connaissant, et se rencontrant à date et heure fixes pendant une plage de temps limitée au cours de laquelle ils effectuaient une ou deux cotations des titres. Dans cet environnement, où le système de négociation consistait en un petit nombre de règles simples, les marchés étaient dirigés par les négociateurs organisés en coopératives.

Le cœur de l'économie de la démutualisation est la séparation de la propriété et de l'actionnariat de l'entreprise de marché d'une part, du *membership* d'autre part. La démutualisation a été rendue nécessaire par les bouleversements technologiques. L'économie des transactions par système électronique est en effet radicalement différent du système de négociations traditionnel à la criée. La rencontre de l'offre et de la demande de titres peut se faire aisément par système informatique, qui ne présente aucune contrainte en termes de localisation, ni en termes de points d'accès au système. Le coût marginal d'accès de tout nouveau membre au système avoisinant zéro, l'entreprise de marché a peu de raison de facturer un droit de membre. Elle peut seulement facturer une commission variable liée aux transactions. Les intervenants sur les systèmes électroniques ressemblent de plus en plus à des clients, et de moins en moins à des membres d'une association.

Dans la mesure où un système d'enchères électroniques constitue un système propriétaire très coûteux, et difficilement répliquable par des négociateurs, il est naturel que son propriétaire, qui en est l'opérateur, vende son accès, comme toute autre entreprise commerciale le ferait. Mais, le fait qu'une Bourse électronique puisse fonctionner sous la forme d'une entreprise commerciale, par opposition à une Bourse à parquet, ne suffit pas à expliquer que sa structure soit capitalistique plutôt que de garder une forme juridique de mutuelle. Cette nécessité apparaît logiquement dès lors que l'on procède à une analyse de la structure des incitations dans les deux formes d'organisation, comme le souligne Steil⁴.

Dans une Bourse traditionnelle à la criée, les membres sont des transmetteurs d'ordres, qui assurent l'intermédiation des transactions des non membres. On peut, dès lors, s'attendre à ce qu'ils s'opposent aux innovations technologiques et institutionnelles qui réduiraient la demande de services d'intermédiation qui s'adresse à eux. Les membres de la Bourse, qui en sont les propriétaires, s'opposent donc naturellement à la désintermédiation dans la mesure où leurs profits de courtier risquent de diminuer davantage que ne s'accroîtrait leur part de



l'augmentation éventuelle de la valeur de la Bourse, en cas d'ouverture de celle-ci à des tiers.

Les nouveaux développements technologiques ont permis la mise au point de mécanismes d'enchères technologiques. Les systèmes d'enchères électroniques utilisent des technologies informatiques qui permettent une transmission rapide des messages et instructions entre négociateurs et un coordinateur central. Un protocole de règles définit le type d'informations mis à la disposition des investisseurs de même qu'une grille d'exécution automatique des ordres détermine les cours auxquels les transactions sont effectuées, les règles de priorité dans l'exécution des ordres et les règles d'allocation des quantités.

Dans un tel contexte, les entreprises de marché ont un double intérêt à avoir des non membres comme actionnaires : la flexibilité financière, d'une part, et la flexibilité stratégique, d'autre part.

Les intérêts habituellement mis en avant sont ceux de la flexibilité financière, à savoir la possibilité de recourir à des sources de financement élargies pour financer les investissements lourds en technologie et leur expansion. Sans écarter cette motivation, force est de reconnaître que peu d'entreprises de marché qui se sont démutualisées ont, à ce jour, fait appel au marché pour lever de nouveaux capitaux. Il y a cependant quelques exceptions, notamment celle d'Euronext qui a levé 400 M€ lors de son introduction en Bourse, qui lui ont été essentiels au rachat du LIFFE.

Mais, il n'est pas inconcevable qu'une Bourse organisée sous la forme de mutuelle puisse lever des capitaux auprès de ses membres sans avoir à faire appel à des non membres, bien que cela soit plus malaisé. Il semble donc que la fonction essentielle de la démutualisation ait été de réduire le pouvoir des intermédiaires traditionnels sur la détermination de la stratégie de la Bourse.

Deux facteurs essentiels expliquaient les divergences stratégiques des acteurs des Bourses traditionnelles organisées en mutuelle : d'une part, le degré de concurrence actuelle ou potentielle à laquelle les Bourses avaient à faire face, et le degré d'internationalisation de leurs membres les plus importants, d'autre part. De ce point de vue, ce n'est pas un hasard si les pionniers de la démutualisation furent les Bourses nordiques et celle d'Amsterdam qui opéraient dans des économies, à la fois de taille modeste, et par ailleurs très ouvertes aux investisseurs internationaux.

Bien entendu, et même s'il est essentiel, la résolution de conflits de pouvoir pour rendre les Bourses plus efficaces n'est pas le seul avantage de la démutualisation. Un certain nombre d'autres avantages ont été identifiés :

- la modernisation de la technologie ;
- la flexibilité financière facilitant la stratégie de développement, avec la

création d'une monnaie d'échange pour effectuer des alliances stratégiques, voire des acquisitions ;

- la structure de gouvernance et de direction plus souple et plus réactive ;
- la monétisation des fonds propres engagés par les membres dans la Bourse ;
- une structure d'actionnariat plus représentative de tous les acteurs intervenant dans l'entreprise de marché ;
- l'amélioration de la gestion financière en s'assurant que les ressources sont allouées à des projets et à des initiatives susceptibles de créer de la valeur.

LA RÉGULATION DES ENTREPRISES DE MARCHÉ

La démutualisation, et *a fortiori* la cotation en Bourse des entreprises de marché, a toujours été précédée d'un transfert des fonctions de régulation de la Bourse au régulateur. Ce transfert s'est amorcé dès 1988, puis avec la transformation des charges d'agents de change en sociétés de Bourses en 1996 et la disparition de la Compagnie des agents de change à laquelle ont succédé deux entités, la Société des Bourses françaises (SBF) d'une part et le Conseil des Bourses de valeurs (CBV) d'autre part, qui a repris à la Chambre syndicale des agents de change certains attributs de régulation que celle-ci détenait.

Le choix de la cotation en Bourse peut être tout à fait cornélien si l'on en juge par la décision du Tokyo Stock Exchange d'abandonner son projet de cotation en Bourse à la suite d'un désaccord avec le régulateur des marchés financiers japonais⁵, la Financial Services Agency (FSA), sur le degré d'autorégulation que le marché pourrait conserver, et sur son refus de rendre autonomes ses fonctions d'autorégulation. La FSA avançait l'hypothèse qu'il pouvait se créer un conflit d'intérêts à partir du moment où une entreprise de marché cotée pouvait faire des bénéfices sur le dos d'autres sociétés cotées qu'elle surveillerait comme régulateur. De fait, la régulation peut prendre plusieurs formes organisationnelles :

- le cas le plus fréquent est celui d'une autorité de régulation indépendante, telle que la Commission des opérations de Bourse (COB) puis l'AMF en France ;
- pour éviter que la SEC ne devienne une usine à gaz peu efficace, le pouvoir de régulation du NYSE, dont l'objectif est de se démutualiser et s'introduire en Bourse, n'a pas été dévolu à celle-ci, mais s'exerce au travers d'une agence indépendante au sein du NYSE ayant 700 collaborateurs. Son indépendance est garantie par l'existence d'une muraille de Chine entre l'entreprise commerciale et la fonction de régulation. Le responsable de celle-ci, dépend directement du *Board*, et non pas du président du NYSE, et le budget de cette fonction est aussi discuté



directement par son responsable avec le *Board* et approuvé par ce dernier ;

- les entreprises de marché peuvent établir une entité séparée de régulation pour éviter les conflits d'intérêts potentiels, comme l'a fait le NASDAQ lorsqu'en avril 2000 NASD a créé deux filiales, NASD Regulation Inc. (NASDR), et NASDAQ le bras commercial. Depuis peu NASDR s'est érigée en entreprise de services de régulation qu'elle propose à des Bourses étrangères ;

- enfin, solution extrême, une entreprise de marché peut déléguer ses fonctions de régulation à un tiers, comme c'est le cas aux États-Unis dans le domaine des marchés à terme, avec la National Futures Association.

La régulation des entreprises de marché soulève trois types de questions :

- des conflits d'intérêts sont-ils créés ou accrus lorsqu'une entreprise de marché privée remplit des fonctions de régulation en ce qui concerne le marché primaire (admission des sociétés en Bourse, cotation en Bourse de l'entreprise de marché), le marché secondaire (les procédures et règles de transactions boursières), et la surveillance des intermédiaires boursiers ?

- un marché équitable et efficient constitue un bien public. Une entreprise de marché privée doit-elle être soumise à des règles particulières en matière de gouvernance ou d'actionnariat ?

- une entreprise de marché privée sera-t-elle viable d'un point de vue financier ? Est-ce qu'elle allouera des ressources suffisantes à ses fonctions de régulation ?

Les entreprises de marché se voient déléguer par les autorités administratives de régulation des marchés financiers des fonctions de régulation dans certains domaines. Ce faisant, elles doivent se conformer à des *guidelines* réglementaires dans leurs règles et procédures.

À la suite de Karmel⁶ pour le NYSE et le NASDAQ, on peut identifier quatre domaines de régulation en ce qui concerne une entreprise de marché : l'admission en Bourse des sociétés, la surveillance de leurs marchés et des intermédiaires, la conformité des intermédiaires à des critères de sécurité financière et opérationnelle, le traitement équitable des investisseurs finaux.

L'admission en Bourse des sociétés (listing)

L'International Organisation of Securities Commission (IOSCO) assimile l'évaluation de l'opportunité de l'admission en Bourse d'une société à une fonction de régulation.

L'admission en Bourse d'une société constitue fondamentalement une fonction de contrôle de qualité, un peu à la manière du *rating* des



obligations par une agence de notation. On pourrait imaginer que l'appréciation de l'opportunité d'admettre une société en Bourse puisse être faite par une ou plusieurs agences indépendantes. De même que les agences de notation ont de fortes incitations à noter les obligations de la manière la plus précise et correcte possible par rapport à leurs concurrents, les agences d'évaluation de l'admissibilité d'une société en Bourse auraient intérêt à adopter des critères d'appréciation qui ne soient ni trop laxistes, ni trop exigeants. Mais, il en est de même pour les entreprises de marché qui remplissent cette fonction.

Si les critères d'admission sont trop exigeants, l'entreprise de marché y perdra une source de revenus. Si les critères sont trop laxistes, les investisseurs ont une probabilité plus élevée de souffrir d'accidents de parcours boursier de l'émetteur, et la réputation de l'entreprise de marché risque d'en souffrir. Il semble que l'entreprise de marché, parce qu'elle est intéressée au premier chef, soit la plus à même d'assurer cette fonction. C'est d'ailleurs une modification des critères d'admission en Bourse dans un sens moins contraignant qui a présidé à la création en France du Second marché en 1983.

Certes, une concurrence entre les agences d'admission pourrait abaisser les coûts d'admission des émetteurs en Bourse et contribuer à les aider dans la découverte des critères optimaux d'admission, compte tenu de leurs caractéristiques différentes, et ainsi permettre aux entreprises de marché de mieux segmenter leur cote. Mais on a du mal à imaginer ce que pourrait être le *Business Model* de telles agences indépendantes dont ce serait la seule activité.

La surveillance du marché et des intermédiaires

Le degré de surveillance des opérateurs et intermédiaires boursiers dans un système où l'intervention humaine est prépondérante doit sans doute être beaucoup plus élevé que dans un système d'intermédiation électronique. C'est pourquoi la COB avait considéré Euronext dans la continuité de la SBF, dont la sophistication électronique était déjà consacrée, et lui avait laissé faire dans un premier temps son autorégulation, en quelque sorte parce que cela « faisait partie du paysage » et qu'il en avait toujours été ainsi.

De fait, Euronext, comme la plupart des entreprises de marché, exerce à son niveau un certain nombre de fonctions visant à maintenir la qualité de ses services, car il y va de sa réputation :

- la négociation avec des règles précises concernant la négociation, l'enregistrement et la surveillance des transactions, et le respect des règles ;
- les manipulations de marché, ce qui implique la surveillance permanente de l'ensemble du système de négociation ;

Mais, progressivement, le régulateur français, et singulièrement l'AMF, a récupéré la fonction de surveillance de l'entreprise de marché à l'instar des autres places d'Euronext, avec un comité des régulateurs du pays des Bourses concernées. Il n'en est pas partout ainsi. Mais de manière générale, les autorités administratives de régulation des marchés craignent qu'une entreprise de marché démutualisée hésite à prendre les sanctions nécessaires et adéquates à l'égard d'un intervenant qui serait l'un de ses clients significatifs.

La régulation qu'opère en la matière l'AMF sur Euronext s'effectue à un double niveau :

- la surveillance des transactions, même si Euronext le fait également pour son propre compte, pour détecter d'éventuelles anomalies à partir de variations de volume ou de prix et agir de manière proactive pour identifier leurs causes ;
- l'examen et l'application des règles de marché qui lui sont soumises par Euronext (pas de cotation, nature des ordres, règles de priorité...).

Toutefois, les entreprises de marché nécessitent davantage de régulation que les Bourses mutualisées, non à cause des difficultés de l'auto-régulation, mais à cause des risques de comportements anti-concurrentiels des entreprises de marché.

La conformité de l'entreprise de marché et des intermédiaires à des critères de sécurité financière et opérationnelle

11

L'AMF contrôle et surveille Euronext en tant qu'entreprise, sur sa gestion, son niveau de fonds propres, son contrôle interne, sa stratégie (les acquisitions d'Euronext ont été examinées lorsqu'elles étaient encore à l'état de projet, ainsi pour l'acquisition du LIFFE, ou plus récemment de MTS). Cette surveillance a pour objet de constamment s'assurer de la viabilité à court, moyen et long termes de l'entreprise de marché, dont le régulateur estime qu'elle est une entreprise particulière et s'apparente davantage à une grande banque qu'à toute autre forme d'entreprise, du fait du possible risque systémique qu'elle représente. À ce titre, la régulation externe d'une entreprise de marché serait voisine de celle du secteur bancaire.

Le traitement équitable des investisseurs finaux

La protection de l'épargne investie en actions étant l'une des missions premières de l'AMF, celle-ci a particulièrement à cœur le respect de cet objectif, qu'elle exerce notamment au regard du contrôle de l'information financière, tant au niveau de celle qui émane des émetteurs, des intermédiaires et des analystes financiers,... que de l'entreprise de marché elle-même.

Les conflits d'intérêts qui pourraient survenir dans une entreprise de



marché ne semblent pas très différents de ceux qui pourraient survenir dans une Bourse mutualisée, et peuvent être réglés de la même façon dans les deux cas.

En revanche, les risques de pratique anticoncurrentielle existent, avec une entreprise de marché qui pourrait être tentée d'adopter les mêmes pratiques que celles des entreprises monopolistiques, augmenter les prix et réduire l'offre, dans la mesure où les propriétaires de l'entreprise de marché ne sont pas les mêmes que ses utilisateurs. En tant qu'actionnaires, ceux-ci bénéficient des profits monopolistiques que l'entreprise de marché est susceptible de dégager, au détriment des utilisateurs.

Il convient toutefois de relativiser ce risque, du fait de la concurrence à laquelle se livrent les entreprises de marché de juridiction nationale différente. Ainsi, la tentative en 2004 du LSE d'ouvrir des transactions sur les valeurs hollandaises dans des conditions plus compétitives que celles qu'offrait Euronext Amsterdam a tourné court : la part de marché du LSE a monté à 10 % pendant quelques semaines avant de retomber brusquement à 1 %/2 %. Cet échec est dû essentiellement à la contestabilité des marchés d'actions due à la liquidité et à l'effet réseau, dont le concept est développé dans la section suivante, et plus accessoirement à la réaction d'Euronext Amsterdam sous forme d'une baisse temporaire de ses commissions.

LA CONSOLIDATION DE L'INDUSTRIE DE L'INTERMÉDIATION EN ACTIONS

L'industrie de l'intermédiation en actions évolue, comme on l'a déjà évoqué, selon des cycles avec des périodes où les Bourses sont surabondantes et d'autres périodes de contraction.

À l'origine, les Bourses se sont créées pour faciliter les transactions au sein d'une ville ou d'une région. Pour beaucoup d'acteurs, les coûts de transfert et de communication étant trop importants pour s'y rendre, les régions avoisinantes se mettaient aussi à créer des Bourses. Mais, alors même que beaucoup de pays avaient une myriade de Bourses, les coûts de transmission des ordres et de l'information baissèrent progressivement mais très significativement du fait de l'apparition du téléphone, du télégraphe et du *tickertape*. Très vite, les Bourses nationales durent se concentrer et se consolider autour de la principale Bourse.

Le cycle est aujourd'hui en train de se répéter à l'échelle de l'Europe, où il y a moins de 20 ans, chaque pays d'Europe comptait une, voire plusieurs Bourses (y compris celles négociant des produits dérivés), qui prospéraient dans un univers peu concurrentiel. C'est au milieu des années 1980 que la Bourse de Londres créa SEAQ International et



réussit dans un premier temps à pomper une partie de la liquidité des grandes valeurs négociées sur les Bourses continentales, même si la réalité était bien en deçà des statistiques de part de marché que publiait triomphalement SEAQ International⁷.

Les Bourses continentales finirent par réagir en libéralisant les règles de négociation de blocs et la liquidité revint vers elles. Mais la bataille était commencée, sans compter la venue possible d'*outsiders* comme les *Electronic Communications Networks* (ECN) qui, pour l'instant, n'ont réussi à supplanter en Europe aucun des systèmes existants de négociation, et la consolidation entre Bourses d'Europe devenait inévitable.

Le fait que l'industrie des entreprises de marché est en train de se consolider n'est pas sans conséquence sur la structure optimale de leur système de gouvernance.

Cette question revêt trois dimensions, celle de l'équilibre du couple concurrence/régulation, celle de la structure de l'actionnariat des Bourses et de l'opportunité de leur cotation en Bourse, et enfin celle de la nature des activités d'une entreprise de marché. Ces trois questions procèdent d'une même interrogation, celle de la *contestabilité* des activités d'une entreprise de marché.

La contestabilité des activités d'une entreprise de marché

Les activités d'une entreprise de marché représentent-elles un marché économique *contestable*? L'élément clé d'un marché contestable est que si un nouvel entrant offre des prestations avec des conditions tarifaires plus intéressantes, même si elles ne le sont que marginalement, les clients réagiront très vite, changeront de marché et se tourneront vers le marché le moins cher.

Dans les marchés de transactions boursières cependant, les acteurs en place sont relativement protégés de la concurrence de nouveaux entrants, dans la mesure où ils bénéficient d'externalités de réseau. La qualité d'un marché se mesurant notamment par la liquidité qu'il procure dans l'échange, la liquidité et les transactions passent d'un système de transaction à un autre, à condition que le nouveau système de transaction plus compétitif attire d'emblée, non pas un seul client, mais tout un réseau de clients. Une telle éventualité n'est pas impossible, d'autant qu'aujourd'hui, et ceci est vrai de tous les marchés d'actions des pays de l'OCDE, les 20 premiers clients de ces Bourses assurent 75 % de leurs transactions. Ce sont donc des marchés de plus en plus concentrés et cartellisés, où une entente entre les principaux acteurs est toujours possible pour décider de transférer leurs activités de transaction sur un autre marché.

Les opérateurs se déterminent effectivement en termes de coûts de transaction. Cette notion de coût de transaction est complexe parce



qu'elle intègre à la fois des coûts de transactions explicites, relativement faciles à déterminer et donc quantifiables, et des coûts de transactions implicites. Ces derniers procèdent directement du degré de liquidité des marchés. Mais dans le coût total de transaction, le coût implicite lié à la liquidité est de loin le plus important. Il est donc impératif, pour que les opérateurs migrent d'un marché à un autre, qu'ils en décident conjointement pour déplacer la liquidité, parce que les conditions de courtage offertes par les entreprises de marché ne sont pas l'élément le plus important de la décision de migration. Bref, la concurrence entre les entreprises de marché se fait moins sur la partie visible de l'iceberg, les courtages et autres commissions, que sur la partie cachée, les coûts implicites qui procèdent du degré de liquidité du marché, et qui représentent la proportion la plus importante des coûts de transaction.

Bien entendu, la migration des transactions d'un marché à un autre se complique avec la nécessité, dans ce cas, de changer les interfaces techniques entre l'opérateur et l'entreprise de marché. De fait, il n'existe qu'un seul exemple contemporain de migration réussie d'un produit de transaction d'un marché à un autre, c'est celui du Bund migrant du LIFFE à Eurex en 1999. Cette migration fut le résultat de la volonté de tous les opérateurs, par suite d'un avantage technologique avéré d'Eurex sur le LIFFE. Sinon, la « liquidité est visqueuse » et les marchés financiers ne sont donc que très imparfaitement contestables, même si le coût d'une plate-forme de transactions, compris entre 50 M€ et 100 M€, n'est pas un obstacle à l'arrivée d'un nouvel entrant.

La contestabilité des entreprises de marché va d'ailleurs être officiellement autorisée par une nouvelle directive de la Commission de Bruxelles applicable dès 2007 autorisant l'internalisation et la *netting* des transactions au sein même des intermédiaires financiers.

La mise en œuvre pratique de cette nouvelle directive et la fragmentation qu'elle devrait entraîner n'iront pas sans soulever de problèmes. Le désavantage majeur d'un marché fragmenté vis-à-vis d'un marché centralisé est le risque de déconnexion entre les prix pratiqués sur les différents marchés. Par ailleurs, dans des marchés fragmentés, il est difficile de veiller aux règles de priorité en matière d'exécution des ordres. En particulier, il est difficile de faire jouer la règle de priorité temporelle. Deux ordres placés au même prix, mais sur deux marchés différents ne sont pas forcément exécutés dans leur ordre d'arrivée. Ainsi, comme le soulignent Biais, Foucault et Hillion⁸, dans la mesure où la règle de priorité temporelle permet d'inciter les investisseurs à placer des ordres à cours limité, l'impossibilité de mettre en place cette règle de priorité dans un marché fragmenté est finalement nuisible à sa liquidité.



Quoi qu'il en soit, ce surcroît de concurrence sera propice à la consolidation du secteur en Europe. Du fait du caractère culturel national des Bourses, les règles de gouvernance des entreprises de marché devront s'adapter à cette nouvelle donne, peut-être à l'image des mécanismes internes de gouvernance d'Euronext.

Le directoire d'Euronext N.V., *holding* des entreprises Euronext de Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne et Londres (LIFFE) est composé des patrons de chacune de ces entités, qui font aussi partie des conseils d'administration de chacune d'entre elles. Les conseils d'administration sont, par ailleurs, soit renforcés de personnalités locales, en tant qu'administrateurs indépendants pour la plupart, soit assistés d'un conseil d'orientation souvent formé de représentants des principaux utilisateurs.

La gouvernance des entreprises de marché des sociétés d'Euronext N.V. est organisée à la fois de manière globale et locale, ce qui offre une certaine unité dans la diversité.

L'équilibre du couple concurrence/régulation

L'entreprise de marché est prise en étau entre la concurrence des autres Bourses, les contraintes de son actionnariat, la surveillance de son autorité de régulation, et les directives de la Commission de Bruxelles.

Les entreprises de marché concurrentielles se trouvent dans l'obligation de contribuer à la réduction du coût des fonds propres des émetteurs dont elles assurent la cotation des titres et l'intermédiation boursière. Elles se trouvent aussi dans l'obligation d'assurer à leurs actionnaires un retour sur leur investissement qui soit compétitif par rapport à d'autres formes de placement, compte tenu de leur risque.

Les intermédiaires boursiers, en cherchant à maximiser leurs profits, peuvent empêcher les entreprises de satisfaire ces deux clientèles avec l'efficacité nécessaire, c'est-à-dire réduire les coûts de transaction pour les investisseurs et le coût du capital pour les émetteurs.

La concurrence des autres Bourses s'exerce *via* ses utilisateurs qui font pression sur elles pour obtenir des conditions tarifaires toujours plus avantageuses. À cet égard, une entreprise de marché telle qu'Euronext, dont plus de 75 % des transactions sont effectuées par sa plate-forme de négociation avec, tout au plus, une vingtaine d'intermédiaires différents, se compare à un pneumaticien comme Michelin, qui appartient à une industrie, elle aussi très cartellisée, et qui est aussi une société cotée en Bourse. D'un autre côté, et comme on l'a déjà évoqué, les actionnaires des entreprises de marché sont pour la plupart des investisseurs institutionnels, comme ceux de Michelin, particulièrement

préoccupés par la création de valeur. D'où l'état dans lequel se trouve une entreprise de marché entre ses clients et ses actionnaires, à l'inverse de son ancêtre, la Bourse organisée en mutuelle où les deux groupes ne formaient qu'un, mais comme d'autres entreprises du secteur industriel.

Mais ce système semble aujourd'hui bien équilibré entre concurrence, profitabilité et régulation pour assurer une bonne autorégulation de l'ensemble, comme semblent l'indiquer les chiffres de la section suivante, à condition que le régulateur harmonise ses règles et que la concurrence entre Bourses ne se fasse pas au travers de réglementations nationales différentes, qu'elles soient sur un *same level playing field*. C'est ce qu'a fait par le passé la Commission de Bruxelles avec plusieurs directives émanant de la Direction de la concurrence (Directives transparence, prospectus...).

L'actionnariat des entreprises de marché et l'opportunité de leur cotation en Bourse

La cotation en Bourse des entreprises de marché représente la phase ultime de la démutualisation des Bourses. Cette ultime étape de la transformation des Bourses est très controversée. Celle-ci a eu pour conséquence principale de dissocier totalement l'actionnariat des utilisateurs. Pour prendre le seul exemple d'Euronext, son actionnariat est aujourd'hui constitué à 39 % d'investisseurs institutionnels américains, à 25 % d'investisseurs institutionnels britanniques, et à seulement 16 % d'investisseurs français et beluxiens, lesquels sont aussi des utilisateurs.

Disposant aujourd'hui de toute la gamme organisationnelle des Bourses, de la pure mutuelle à l'entreprise de marché cotée en Bourse, il est tentant de comparer les performances économiques et financières de chacune des catégories, même si beaucoup d'autres facteurs explicatifs que la forme juridique de leur organisation entrent en jeu. Nous le faisons à la fois du point de vue de la structure de leur chiffre d'affaire et de la rentabilité de leurs activités.

En 2004, et pour ce qui concerne l'ensemble des 52 membres de la FIBV, la répartition du chiffre d'affaires était dominée par les transactions (42 %), les services (40 %), les droits de cotation des émetteurs (13 %) et les revenus financiers (5 %). Les services comprennent à la fois le règlement, la livraison, la vente de données de marché, la vente de technologie et la vente de services post-transaction. Cette répartition est le résultat d'une certaine dynamique. Entre 1999 et 2004, l'ensemble des revenus a crû de 65 %, mais les droits de cotation des émetteurs de 31 %, de transaction de 63 % et ceux des services de 133 %.

Le tableau n° 2 ci-dessous indique la structure du chiffre d'affaires des Bourses selon leur forme juridique.

Tableau n° 2
Structure du chiffre d'affaires (en %)
et statut juridique des Bourses

	Transactions	Services	Cotation	Revenus financiers
Coopérative	28	36	32	4
Démunicipalisée	41	36	14	9
Cotée	42	46	8	4
Association	50	34	13	3
Autre	53	16	12	19

Source : FIBV, 2004, *Cost and Revenue Survey*.

La rentabilité des capitaux propres (ROE) des entreprises de marché a été de 10,5 % en 2004, pour ce qui concerne l'ensemble des membres de la FIBV, en augmentation par rapport à 2003 où celle-ci était de 8,7 %.

Les entreprises de marché cotées ont largement surperformé les autres puisque leur ROE s'est élevé à 12 % en 2003 et 14,5 % en 2004, comme l'atteste le tableau n° 3.

Tableau n° 3
Roe des Bourses selon leur statut juridique

Roe	Mutuelle de droit privé	Démunicipalisation	Cotée	Coopérative	Autres	Total
2003	6 %	8 %	12 %	2,2 %	8,2 %	8,7 %
2004	4,3 %	10 %	14,1%	5 %	12,8 %	10,5%

Source : FIBV, 2004, *Cost and Revenue Survey 2004*.

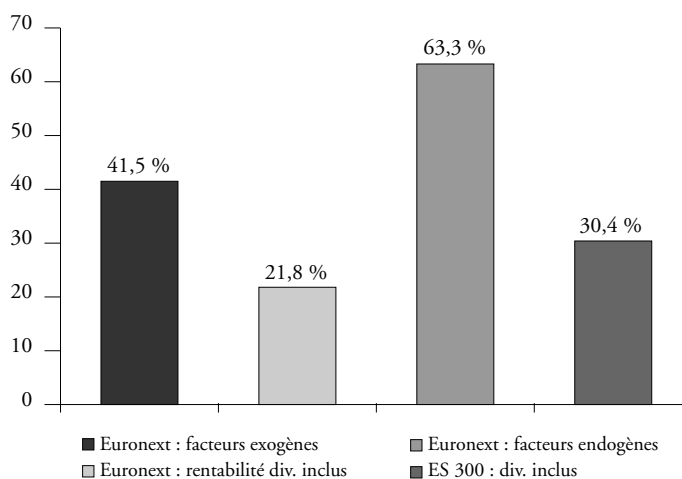
L'examen des performances boursières de Deutsche Boerse et d'Euronext sur les graphiques n° 1 et 2 semblent indiquer que ces entreprises de marché sont créatrices de valeur.

Sur la période septembre 2004 - septembre 2005, la performance boursière des titres Euronext et Deutsche Boerse a été de 63,3 % et 97,5 % comparée à celle de l'Eurostoxx de 30,4 %.

Une partie de cette performance est due à des facteurs exogènes qui sont en dehors du ressort des décisions opérationnelles des deux entreprises de marché (évolution des taux d'intérêt, des primes de risque et de liquidité). Mais une partie significative des performances boursières des deux entreprises de marché est due à des facteurs endogènes *via* la réappréciation par les investisseurs de leur estimation des flux à long terme qui seront disponibles pour les investisseurs.

Même si ces observations trop ponctuelles pour être définitives, elles sont confortées par les résultats de la recherche empirique qui a montré

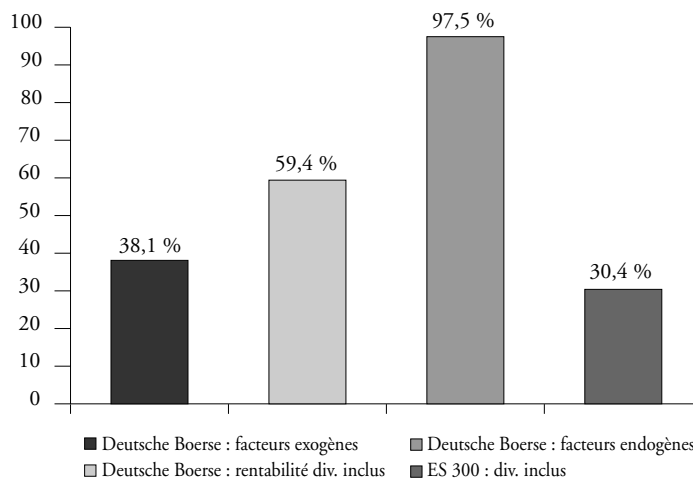
Graphique n° 1
Performances boursières d'Euronext expliquée par facteurs
entre le 30/09/04 et le 30/09/05



Source : Système TRIVAL®, Associés en Finance.

18

Graphique n° 2
Performances boursières de Deutsche Boerse expliquée par facteurs
entre le 30/09/04 et le 30/09/05



Source : Système TRIVAL®, Associés en Finance.

qu'une Bourse opérée sous forme de coopérative entraînait à la fois des coûts de transactions plus élevés pour les investisseurs donneurs



d'ordres, et un coût du capital plus élevé pour les émetteurs, comme l'ont documenté Domowitz et Steil⁹.

Ainsi, en même temps que ces deux entreprises de marché satisfaisaient aux exigences de leurs utilisateurs et clients, elles étaient néanmoins en mesure de créer de la valeur pour leurs actionnaires.

Les fonctions « post marché »

Les fonctions financières afférant aux marchés d'actions d'une Bourse se sont diversifiées, au-delà de la plate-forme de transaction qui constitue leur cœur de métier, notamment avec les fonctions « post marché », de règlement-livraison, de compensation et de conservation.

Les coûts d'intermédiation sont considérés comme élevés sur les marchés d'actions européens, notamment à cause de ces coûts « post marché ». Pour ce qui concerne Euronext, le règlement-livraison se fait par LCH-Clearnet, société indépendante dans laquelle Euronext est actionnaire à hauteur de 40 %, qui a réussi à supprimer les suspens, l'équivalent des impayés dans les transactions boursières, autrefois talon d'Achille de toutes les Bourses, tandis que la compensation se fait par Euroclear, détenue par un certain nombre d'intermédiaires. Deutsche Boerse intègre dans une même entité juridique et un même silo organisationnel les fonctions de transactions, de règlement-livraison et de compensation, ce qui n'est pas du goût de tous les investisseurs institutionnels qui n'ont pas le choix de pouvoir passer par des entités séparées pour ces différentes prestations.

Les équipements de règlement-livraison ou de compensation représentent des investissements très lourds, très gourmands en fonds propres. Ce sont de véritables infrastructures qui ont pour les marchés d'actions, une fonction voisine du réseau de transfert d'électricité (RTE) pour l'énergie électrique, ou des réseaux de télécommunications. Un consensus semble se dégager pour que ces fonctions post marché soient organisées en monopole mutualisé, avec un dépositaire central pour tous les marchés d'actions.

Les progrès technologiques poussent à la consolidation des entreprises de marché d'actions. Elles sont encore une centaine dans le monde, mais leur nombre devrait diminuer rapidement et drastiquement. Cette évolution n'est pas encore tout à fait achevée en Amérique du Nord, le processus est bien entamé en Europe, il se déclencherà dans les autres régions du monde lorsque les entreprises de marché se seront suffisamment développées.

La forme juridique des Bourses, et l'évolution de celle-ci, procèdent des progrès technologiques et des télécommunications. Leur modernisa-

tion et le processus de consolidation, qui en a découlé, ont poussé un certain nombre d'entreprises de marché à demander leur cotation en Bourse. Ceci a entraîné un transfert de la quasi-totalité des fonctions de régulation qu'elles assumaient lorsqu'elles avaient un statut de mutuelle, à une agence indépendante dont le statut varie selon les pays. Dans un paysage consolidé, il est important que la concurrence ne se fasse pas sur le plan de la réglementation, laquelle s'harmonise, d'abord au sein des espaces régionaux, puis sur un plan mondial.

Ces progrès technologiques ont par ailleurs suscité une concurrence de plus en plus vive entre entreprises de marché, ouvrant la voie à un phénomène de consolidation de l'industrie. Cette consolidation peut prendre plusieurs formes, accords techniques, fédération, fusion absorption. Elle est en général facilitée par la cotation en Bourse des entreprises de marché, même si la nécessité de cette forme ultime de leur évolution n'est pas partagée par tout le monde.

De fait, il semble que les entreprises de marché cotées en Bourse soient plus rentables que celles qui ne le sont pas ou qui ont un autre statut juridique que celui de société à but lucratif. Les entreprises de marché cotées en Bourse sont plus rentables que les autres même si leur clientèle, elle-même très concentrée et cartellisée, les pousse à ce qu'il leur soit offert des conditions tarifaires de négociation des transactions de plus en plus basses.

NOTES

1. Aggarwal R., 2002, « Demutualisation and Corporate Governance of Stock Exchange », *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring.
2. Cf Defossé G. et P. Balley, 1998, *La Bourse des valeurs*, PUF, 19^{ème} ed., Paris.
3. La Compagnie des agent de change et le Chambre syndicale des agents de change sont ici assimilées à une mutuelle par commodité de classification, mais les nombreux mémoires et thèses de droit consacrés à son statut juridique s'accordaient pour les classer à part dans une catégorie *sui generis* d'association *ad hoc*.
4. Steil B., 2002, « Changes in the ownership and governance of Securities Exchanges: causes and consequences », *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*.
5. Cf., *Financial Times*, 16 octobre 2005
6. Karmel R., 2000, « Demutualisation - Implication for the Regulation and Governance of Security Exchange », 25^{ème} conférence annuelle de l'IOSCO, Sydney.
7. Voir à ce sujet Associés en Finance, 1996, « CAC contre SEAQ : la cause est entendue », février, *Lettre Financière* n° 28.
8. Biais B., T. Foucault et P. Hillion, « Microstructure des marchés financiers », Collection Finance, PUF, 1997.
9. Domowitz I. et B. Steil, 2002, « Innovation in Equity Trading Systems: the Impact on Transaction costs and the cost of capital », in *Technological Innovation and Economic Performance*, B. Steil, D. Victor et R. Nelson (eds.), Princeton University Press.