

INTERVIEW

PIERRE FLEURIOT

DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

REF : Comment situez-vous la place financière de Paris dans le contexte de globalisation actuelle (notamment vis-à-vis des autres places financières Tokyo, New York, Londres, Milan, Francfort, Sidney, etc.) ?

Pierre Fleuriot : La globalisation des marchés financiers est effectivement l'une des évolutions marquantes des dernières années. Elle revêt un double aspect, géographique avec l'internationalisation croissante des opérations, et technique avec le décloisonnement des marchés sous l'effet de l'innovation financière et des assouplissements réglementaires. Dans les deux cas, cette globalisation doit permettre aux émetteurs de répondre à leurs besoins de financement au moindre coût et aux investisseurs d'élargir la gamme de leurs placements.

La globalisation n'implique pas que l'on soit face à une finance mondiale indifférenciée. Les places financières continuent d'être des pôles d'organisation. Parmi elles, Paris joue un rôle de premier plan grâce à l'organisation de ses marchés et l'expertise de ses intermédiaires.

Les produits de taux sont les plus faciles à standardiser et donc à intégrer à des marchés globaux, surtout lorsque la qualité de la signature de l'émetteur élimine en pratique le risque de défaut. La visibilité sur ces produits existe à l'échelle mondiale. Dans ce cadre, la rénovation de la gestion de la dette publique a incontestablement été un succès consacré par les investisseurs non résidents en France. Je remarque que l'intégration de ces produits dans les marchés mondiaux s'est accompagnée d'une globalisation des produits offerts, l'existence de contrats à terme ferme ou optionnels renforçant l'attrait des obligations.

Une action est un produit relativement peu standardisé. Les dividendes qu'elle rapporte sont liés au contexte économique et juridique national qui n'est pas facile à appréhender à l'échelle mondiale. Les marchés d'actions sont pour cela relativement moins globalisés que les marchés de taux.

Toutefois, les lignes les plus liquides sont analysées et traitées par les investisseurs internationaux. Une remarque d'évidence : malgré la globalisation des marchés à l'échelle mondiale, les zones horaires, comme les places financières, continuent de rythmer la vie financière. Elles sont aujourd'hui au nombre de trois : la zone américaine, la zone asiatique et la zone européenne.

Le rang de Paris comme place financière dépend de l'émergence d'un éventuel marché européen des actions. Aujourd'hui un tel marché n'existe guère, comme en témoignent les difficultés européennes pour commercialiser des produits à terme sur indice boursier européen.

Mais demain, un tel marché pourrait prendre forme, surtout évidemment si les accords de Maastricht nous mènent à une monnaie unique et à un rapprochement des performances économiques entre les pays de la Communauté.

Trois voies sont ouvertes pour suivre la tendance à la globalisation en Europe : la première consisterait à ramener les transactions de blocs en actions européennes sur une seule place, selon un mode de fonctionnement prédéfini par les intermédiaires en place. Cette voie n'est pas acceptable, car elle se traduirait par une dégradation de la qualité et de la transparence du marché pour les investisseurs européens. La deuxième voie est l'émergence de réseaux privés, dont le développement en véritables systèmes d'échange ne manquerait pas de poser des problèmes de sécurité. La troisième voie est celle de la coopération, qui n'exclut d'ailleurs pas que des opérateurs privés soient mobilisés, comme c'est le cas par exemple avec le système GLOBEX, dont le MATIF est l'un des promoteurs. Les efforts faits autour d'EUROLIST marquent ainsi la volonté de regrouper de façon consensuelle les places boursières européennes. Cette dernière voie me paraît la plus adaptée au développement international des cotations.

La place de Paris est-elle à vos yeux aujourd'hui compétitive, par rapport à Londres notamment ? Quelles réformes récentes ont le plus contribué à renforcer cette éventuelle compétitivité ?

La place financière de Paris est une chaîne d'éléments indissociables : le marché, les intermédiaires, les intervenants et la régulation. Cet ensemble comporte des atouts, mais aussi des handicaps.

Paris dispose, notamment, de deux atouts : l'efficacité du fonctionnement de ses marchés et sa sécurité.

Le niveau technique de la Bourse en tant qu'« industrie » est très élevé, grâce aux investissements en infrastructures informatiques et de télécommunications qui sont remis à niveau régulièrement. Les échanges peuvent ainsi s'effectuer sans heurts et dans des délais très brefs dans les circonstances les plus diverses.

Dès 1983 les valeurs mobilières françaises ont été dématérialisées.

L'amélioration la plus significative intervenue récemment est la mise en service de RELIT, système de règlement-livraison qui permet le dénouement des opérations, c'est-à-dire le paiement et la livraison des titres simultanés, dans un délai de trois jours.

Les incertitudes de la période des opérations administratives postérieures aux transactions sont ainsi réduites. Il y a là une avance de plusieurs années par rapport à d'autres places financières ; et le fait que cette organisation du marché s'impose à tous les intervenants permet de bénéficier complètement des économies d'échelle liées à la répartition du coût fixe d'organisation sur un nombre élevé d'agents.

Les intermédiaires utilisent d'autre part des procédés de routage des ordres efficaces et largement automatisés. En ce qui concerne la négociation, le système CAC choisi par la Bourse de Paris est également adopté, signe de sa qualité, par un nombre croissant de Bourses européennes.

Les véhicules de diffusion de l'information de marché viennent compléter ce dispositif. La transparence du marché permet à l'investisseur de s'assurer à tout moment que ses ordres ont été exécutés aux meilleures conditions. Le prix et le volume des transactions sont connus en temps réel. L'information du marché est ainsi diffusée auprès de l'ensemble des intervenants, grands ou petits. La diffusion large et rapide de l'information boursière à l'ensemble de la place réduit les coûts de recherche de chacun. Les petits intervenants (le marché de « détail ») ne sont alors pas évincés du marché comme cela pourrait se traduire sur un marché moins transparent.

275

Une réforme significative a été, tout récemment, la diffusion d'un prix moyen pondéré qui reflète les ordres en carnet d'un montant élevé (les « blocs ») qui n'apparaissent pas toujours parmi les cinq meilleures offres ou demandes actuellement diffusées. L'enjeu, pour la compétitivité de la Bourse de Paris, est d'offrir un système de négociation adapté à tous les types d'investisseurs, individuels ou institutionnels. Il convient, en effet, d'exploiter les avantages de notre organisation de marché fondée sur la confrontation générale des offres et des demandes, par rapport au système britannique ou hors-cote américain de multipolarité autour de teneurs de marché, dont il faut bien rémunérer les services et les prises de risque. Paris se compare d'ailleurs très avantageusement à Londres en termes de liquidité et de fourchette de prix acheteur-vendeur sur les valeurs françaises. L'ampleur réduite de cette fourchette à Paris est évidemment un facteur d'économie pour l'investisseur.

Le niveau de sécurité, tant financier que déontologique, atteint par la place de Paris constitue un second avantage décisif à long terme, comparativement aux autres places financières. Paris est depuis plusieurs années préservée des « affaires » susceptibles d'affecter la crédibilité des intermédiaires du type de celles connues l'année dernière sur les autres grandes places financières

internationales. La quasi-totalité des sociétés de Bourse sont maintenant adossées à de grands établissements garantissant de fait leur solvabilité.

De plus, les coûts de la régulation sont restés modérés. Nous n'avons pas connu d'inflation ni des corps de contrôle, ni des obligations formelles imposées aux émetteurs.

Il n'en demeure pas moins que la place boursière est encore de taille trop réduite. Il est vrai que les marchés contribuent moins au financement des entreprises en France ou en Allemagne que dans les pays anglo-saxons.

La taille du marché boursier français résulte à la fois de l'offre et de la demande d'actions. L'expérience des privatisations permet d'apprécier l'importance des facteurs d'offre : le nombre d'actionnaires a pu être multiplié par 3,6 sur cinq ans. Les actions offertes ont facilement trouvé preneur à cette époque. En dehors de l'extension de l'offre de titres des entreprises publiques, qui a ses limites, un gisement important peut être trouvé dans l'ouverture du capital des entreprises privées. A titre de comparaison, on peut noter qu'il y a trois fois plus de sociétés cotées au Royaume-Uni qu'en France. Du côté de la demande, il faut remarquer que les pays à marchés boursiers développés (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon) se caractérisent aussi par l'importance des fonds de pension, alors que le financement de la retraite à l'intérieur de l'entreprise en Allemagne, ou par répartition en France ne recourent pas de la même manière au marché.

En résumé, la Bourse de Paris, en tant qu'ensemble d'institutions assurant l'efficacité des échanges et la diffusion des informations, se compare à ce qui est à l'œuvre dans les pays nord-américains, et elle est considérée comme plus transparente et plus sûre que d'autres Bourses européennes. La place financière de Paris est qualitativement bien développée : le marché et les institutions jouent leur rôle. D'un point de vue quantitatif, la place de Paris recèle encore un grand potentiel de développement pour un ensemble de raisons évoquées ci-dessus.

L'ouverture à l'étranger de la place financière est-elle suffisante ? Quelle doit être, à vos yeux, notre politique vis-à-vis des investisseurs étrangers ?

La place de Paris a tenu toute sa place dans l'internationalisation des flux de capitaux observée à l'échelle de la planète depuis une dizaine d'années.

Les entreprises françaises sont très actives sur les marchés étrangers, à la fois comme opérateurs industriels très présents dans les fusions-acquisitions et comme émetteurs. Un quart des actions françaises sont cotées à l'étranger et, de plus en plus souvent, les entreprises françaises qui procèdent à des augmentations de capital ou dont les titres sont mis dans le public par l'Etat français réservent une tranche internationale aux investisseurs non résidents. Récemment Elf, Total, le Crédit local de France, Alcatel ont ainsi procédé à des opérations très importantes.

L'Etat a aussi participé activement à cette internationalisation. Une partie importante de sa dette est d'ailleurs libellée en Ecus. Environ 15 % de la dette publique sont déjà détenus par des non-résidents. Les émetteurs publics et semi-publics sont également très présents sur le marché euro-obligataire.

Les intermédiaires financiers étrangers américains, britanniques, japonais, allemands et hollandais sont de plus en plus présents sur les marchés français. Les plus importants ont acquis un siège sur le MATIF et à la Bourse, dont le *numerus clausus* a été supprimé. Plusieurs spécialistes en valeurs du Trésor sont de grandes institutions étrangères.

Paris est donc une place financière ouverte sur l'étranger, ce qui ne veut pas dire que l'on soit arrivé à un optimum dans tous les domaines. Les opérations sur actions étrangères à la Bourse de Paris restent par exemple trop peu nombreuses et il faut prendre garde à ce que les émetteurs non résidents ne négligent pas leur information financière en France. Le projet EUROLIST de cotation simultanée sur plusieurs places européennes des grandes sociétés européennes cotées méritent à cet égard d'être soutenu.

La COB s'attache à faciliter les opérations internationales. Par exemple, les récents accords passés par la COB avec la SEC américaine ont permis que les actions des sociétés Alcatel, Elf-Aquitaine et Total soient introduites à New York sans interrompre le fonctionnement normal du MONEP. Normalement les teneurs de marché en options qui sont les filiales ou maisons-mères d'institutions ayant participé au placement des titres aux Etats-Unis auraient dû cesser provisoirement leur activité en vertu de la réglementation américaine. Nos accords avec notre homologue américain ont permis de l'éviter. Les accords de reconnaissance mutuelle et d'échanges d'informations passés en 1991 avec l'autorité de contrôle américaine sur les marchés à terme, la CFTC, permettent aux intermédiaires financiers français de commercialiser les produits du MATIF sur le marché américain.

Plus généralement, en travaillant à faire de Paris une place fiable, nous avons le sentiment de contribuer, en liaison avec les autres autorités françaises, à son rayonnement à l'étranger.

Y a-t-il un risque que la place financière de Paris soit de plus en plus dominée par un nombre réduit d'investisseurs de taille élevée ?

Il est vrai que les investisseurs de taille importante pèsent plus que par le passé sur le marché. En France, cette situation a deux origines. D'une part les instruments de gestion collective de l'épargne se sont fortement développés, si bien que l'extension du placement direct en actions, dont le nombre de porteurs est passé de 1,7 million en 1982 à 5,8 millions en 1991 a été accompagné par une croissance concomitante des OPCVM actions dont le nombre de porteurs est passé sur la même période d'environ 1,8 million à

5,5 millions. Le deuxième facteur est qu'il n'existe pas en France de système de distribution propre aux actions. La commercialisation s'effectue dans la plupart des cas par les banques. Un guichet d'agence bancaire est très efficace pour gérer la commercialisation des parts d'OPCVM, il l'est moins pour diffuser les actions. Au-delà de ces imperfections, le phénomène majeur reste l'innovation financière créée par des OPCVM qui ont su attirer une nouvelle clientèle vers le produit actions, en réduisant les coûts de transaction et la volatilité des petits portefeuilles.

A l'avenir, l'importance des institutionnels sur le marché des actions risque de s'accroître encore. L'internationalisation de la place de Paris ne peut se développer de façon conséquente que grâce aux institutionnels étrangers (fonds de placements et surtout fonds de pensions anglo-saxons ou japonais). En France, si l'évolution de la démographie naturelle n'est pas compensée par une entrée de jeunes, le déséquilibre des caisses de retraites à prévoir nécessitera un développement de l'épargne retraite. L'exemple anglo-saxon laisse prévoir alors une extension de la gestion collective des actions.

Allant à l'encontre de cette tendance, la réduction des avantages fiscaux accordés aux produits d'épargne à court terme et la création du plan d'épargne en actions manifestent la volonté des pouvoirs publics de stimuler la constitution d'une épargne longue par les ménages.

D'autre part, les opérations d'ouverture du capital des grandes entreprises publiques est de nature à développer l'actionnariat individuel, comme on a déjà pu le constater au Royaume-Uni et en France, lors des expériences précédentes.

Pour autant, il ne faut pas considérer que l'institutionnalisation du marché français constitue un handicap. Au contraire, il est important de disposer également d'acteurs financiers d'une taille significative et susceptibles de répondre rapidement à un besoin de financement. L'essentiel consiste à conserver un équilibre entre les investisseurs de toutes tailles afin de préserver l'animation et la stabilité d'un marché financier. Je pense que cet équilibre existe dans notre pays.

Les difficultés rencontrées par le second marché pénalisent-elles la compétitivité de la place financière de Paris ?

Le second marché est un marché de valeurs moyennes ou petites, différentes de celles de la cote officielle. Les performances y sont souvent amplifiées à la hausse ou à la baisse : les moins bonnes performances constatées actuellement ont succédé à une progression meilleure pendant les années antérieures à 1989.

L'existence de ce marché permet l'acclimatation à la cote de nouvelles valeurs et est un gage de dynamisme des PME françaises. Il ne faut d'ailleurs pas oublier que les bonnes performances de certaines entreprises du

règlement mensuel ne sont que celles des entreprises du second marché qui ont changé de compartiment : elles sont trente et une dans ce cas et deux (Canal + et Cap Gemini Sogeti) entrent même dans la composition de l'indice CAC 40.

Ainsi, le second marché, compte tenu de ses caractéristiques propres, n'est pas de nature à mettre en cause la compétitivité de la place financière de Paris, bien au contraire dans la mesure où c'est un vivier de nouvelles valeurs cotées. Il ne doit être investi à court terme qu'en tenant compte des risques spécifiques aux petites valeurs. Mais son horizon véritable est le moyen terme. Le bilan établi par la COB de ses neuf années d'existence permet de le situer très avantageusement par rapport à ses homologues à l'étranger.

Donc, j'aurais plutôt tendance à dire que le second marché constitue un atout pour la place de Paris.

Les réglementations en cours de discussion à Bruxelles auront-elles un impact sur la compétitivité de la place ?

Les discussions de Bruxelles ne visent pas à modifier les positions concurrentielles des places, mais à s'assurer que la compétition s'effectue sur une base saine reposant sur une norme commune de sécurité financière.

La directive « fonds propres » sur laquelle les pays européens sont parvenus à se mettre d'accord, égalisera la condition de rentabilité des fonds propres des intermédiaires européens, que ces fonds propres financent des crédits ou des opérations de marché. En même temps la directive assurera un niveau de sécurité minimal sur l'ensemble des places. Il n'y a pas lieu de redouter de difficultés pour la place financière de Paris car les intermédiaires français sont plutôt bien placés à l'échelle internationale, pour le niveau de leurs fonds propres.

La directive « services d'investissement », qui instaure la libre prestation de services pour les opérations de marché, est en cours de discussion. L'adoption d'une norme de transparence pour les marchés devrait préserver les bases du fonctionnement d'une Bourse comme celle de Paris, qui diffuse très largement une information exhaustive. En l'absence de telles normes, le risque aurait été que les opérateurs sur des marchés peu transparents puissent bénéficier de l'information diffusée par les marchés les plus transparents, sans contribuer à cette information. Une telle distorsion de concurrence est écartée. La Bourse de Paris est bien placée grâce aux investissements très importants consentis ces dernières années, qui en font l'un des marchés de valeurs mobilières des plus modernes du monde.

Quelles réformes appelez-vous de vos vœux, à court et à moyen terme, pour consolider la compétitivité de la place financière parisienne ?

Le fonctionnement technique et l'organisation du marché s'affinent

régulièrement et il est important que les modifications passées (compartiments de cotation selon la liquidité, séparation des métiers des intermédiaires, promotion du second marché) soient menées à terme.

Le cadre institutionnel (CBV, CMT, COB) a atteint maintenant son équilibre. La législation est adaptée à un bon fonctionnement du marché et la coopération entre les organes de marché et les autorités de surveillance est efficace. Il n'y a pas lieu de réformer ce dispositif dont la stabilité est un atout pour Paris.

Il ne faut pas considérer que l'amélioration de la compétitivité doit se décréter de façon centralisée, à force de lois et de réformes. Le cadre juridique et institutionnel maintenant stabilisé permet le développement commercial des intermédiaires et cela à partir d'une structure de place robuste. La « culture de marché » peut encore se diffuser dans ce pays, si les intermédiaires y consacrent des moyens suffisants.

Dorénavant, les efforts des autorités doivent viser à assurer, par une coopération efficace, un environnement concurrentiel et sûr entre les pays, particulièrement en Europe, mais aussi au niveau mondial. Et ce, en évitant un *dumping* sur les questions de sécurité et de transparence des marchés : ce serait sacrifier la pérennité des marchés au profit d'avantages de court terme.