

## ENTRETIEN AVEC JEAN-FRANÇOIS THÉODORE

PRÉSIDENT DE LA SOCIÉTÉ DES BOURSES FRANÇAISES

*« L'Europe est une opportunité  
pour la place de Paris »*

REF : *L'acte Unique et le Traité de Maastricht vous semblent-ils aller dans le sens de l'harmonisation des réglementations boursières ? Comment, selon-vous, le marché financier français peut-il s'y adapter ?*

Jean-François Théodore : La dynamique de la construction européenne dans son ensemble, conduit à une harmonisation du fonctionnement des marchés financiers et donc des réglementations boursières. Un pas très important, longuement attendu, qui n'est pas lié par lui-même à Maastricht, mais procède de la même logique est à cet égard l'accord de principe conclu à la fin du mois de juin entre les différents partenaires européens sur le projet de directive concernant les services en investissement. Si l'élaboration finale de cette directive nécessite encore deux à trois mois et sa mise en œuvre deux années, ce texte apparaît d'ores et déjà comme l'acte « constituant » de l'Europe boursière. Retenons-en à ce premier stade trois principes essentiels. C'est d'abord la reconnaissance d'un statut européen pour « l'entreprise de services en investissement ». Ce statut entraîne une reconnaissance mutuelle par les différents Etats membres et l'agrément donné à l'entreprise par les autorités de son pays d'origine vaut passeport européen, ce qui lui permettra d'exercer son activité dans tous les autres pays d'accueil de la Communauté (implantation ou libre prestation de services). Le second principe est la reconnaissance des marchés organisés et la possibilité pour eux de développer leurs activités au niveau européen, la possibilité pour les marchés électroniques, comme celui de Paris, d'installer leurs terminaux dans tous les pays de la C.E.E. Cela va de pair bien sûr avec certaines conditions comme l'interdiction du « numerus clausus » (il a été supprimé en France au début de l'année) mais ce qu'il faut surtout, c'est la mise en place d'un cadre pour la concurrence des marchés en tant que réseaux de négociation ou de règlements-livraison. Dernier point, la possibilité d'accès direct des banques

aux bourses au plus tard le 31 décembre 1996. C'est la fin d'une opposition traditionnelle.

La directive organise donc l'unification du marché financier européen sur le principe de la concurrence, aussi bien entre les entreprises que les différents marchés. Les conséquences d'un texte aussi fondamental sont difficiles à évaluer pour le moment. Il nécessitera une modification de la loi boursière du 22 janvier 1988 et sans doute d'autres textes, mais le chantier est trop important pour pouvoir en préciser dès à présent les étapes.

Cependant, deux remarques peuvent déjà être faites :

- Tant psychologiquement que pratiquement, Paris est sans doute mieux préparé que d'autres marchés de la C.E.E. du fait des modifications institutionnelles déjà intervenues en France au cours des quatre dernières années. La Bourse de Paris est déjà constituée sous une forme de société anonyme qui la prédispose à comprendre le jeu de la concurrence et l'effort de modernisation technologique des dernières années nous donne un outil très compétitif.

- L'adoption de la directive est une très bonne chose car son absence aurait laissé l'internationalisation, la globalisation, le développement des prestations de services transfrontalières se dérouler sans cadre et sans structure, de façon désordonnée. Ce ne sera pas le cas, avec la reconnaissance, grâce à l'action de la France, des marchés organisés et du principe de transparence, assurant la protection de l'investisseur. Le marché européen pourra être un véritable marché structuré et pas simplement un « euromarché » marqué par le gré à gré et l'opacité.

— *La libre circulation des capitaux a accru la concurrence entre les différentes places financières. Quelle est la stratégie de la S.B.F. dans ce contexte ?*

— La concurrence est effectivement la règle pour les marchés financiers. Et la S.B.F.-Bourse de Paris, entreprise de marché au plein sens du terme y est déjà habituée, que ce soit à celle des marchés de gré à gré ou à celle d'une autre bourse, fut-elle un peu déloyale comme c'est le cas pour S.E.A.Q. international basé à Londres. Dans ce contexte il importe que les produits proposés par Paris soient compétitifs, les services de qualité et les coûts de transaction faibles. Face à cette triple exigence, la place de Paris possède déjà plusieurs atouts.

Un effort considérable de modernisation a été réalisé, ce qui nous permet d'atteindre le premier rang en Europe sur le plan technique. Cet effort a porté sur tous les points de la chaîne boursière : l'informatisation est désormais complète et performante. Elle débute au stade de la négociation dans le cadre d'un marché national déjà unifié, continue par le routage, les ordres pouvant être envoyés par ordinateur sans ressaisie manuelle de tout

point de l'hexagone, ou de l'étranger (ou pour un particulier, par Minitel) et s'achève avec le système de règlement-livraison. Dans ce dernier cas, le système RELIT, entré en service en 1991 avec un plein succès, assure le respect des meilleurs principes de sécurité, la livraison s'effectuant contre paiement à J+3.

Cette modernisation a parfois été critiquée pour son coût jugé excessif, mais il faut plutôt, me semble-t-il, souligner la *qualité* de l'outil dont nous disposons. Ils nous procure, de l'aveu même de nos concurrents, une avance de 2 à 3 ans. Les Allemands, du fait des rivalités, non seulement entre Länder mais aussi entre les différentes corporations, sont loin d'avoir unifié leurs marchés. Quant aux britanniques, TAURUS, le système informatique concurrent de RELIT, ne répond pas encore à leurs attentes. De nouveaux délais et dépassements de budget se succèdent. L'avance technique est donc réelle, et il importe aujourd'hui de capitaliser sur cet avantage.

Mais pour pouvoir profiter pleinement de cette avancée, il est nécessaire que la concurrence soit égale au sein du marché unique européen. A ce propos, on ne peut que considérer comme indispensable la suppression de cette gabelle archaïque qu'est l'impôt français. Cet impôt sur les transactions paralyse le marché parisien et il n'est même pas sûr que le Trésor aurait à pâtir de sa suppression. Le surcroît de recettes fiscales (impôt sur les sociétés, taxe professionnelle...) provenant d'une intermédiation boursière française plus favorisée, et apte à reprendre les transactions « délocalisées » par la clientèle des non-résidents pour cause d'impôt de bourse, pourrait sans doute compenser le manque à gagner de sa suppression. C'est incontestablement la première mesure d'harmonisation à prendre, et sous cette condition, la place de Paris pourra capitaliser sur ce qui a déjà été réalisé, confirmer son rôle directeur pour les valeurs françaises et améliorer sa position pour la négociation de valeurs étrangères.

L'ouverture européenne est à mes yeux plus une opportunité qu'un risque pour Paris... si toutes les conditions sont réunies pour que la place boursière française puisse en profiter au maximum.

— *L'existence des différentes places financières semble liée à celle des monnaies nationales. Dès lors, quel est l'avenir de la place parisienne dans une Europe à monnaie unique ?*

— Cette remarque s'applique assez bien au marché de taux de façon générale, et confirme la nécessité pour Paris de développer son rôle de place de négociation sur les marchés de l'écu et d'asseoir sa position de leader pour les futures en écus. A l'inverse, elle me paraît moins vraie pour les actions. Si l'harmonisation européenne a beaucoup progressé en ce qui concerne les marchés, elle reste largement au point mort, et sans doute durablement du fait de la position de l'Allemagne et des Pays-Bas, en ce qui concerne le droit

des sociétés — il n'y a pas de société européenne — et, plus encore, celui des O.P.A. On se trouve donc dans une situation paradoxale où vont coexister un marché secondaire unifié et un marché primaire encore très ancré dans des législations nationales très diverses. Cette situation ne me semble pas susceptible d'évoluer dans un avenir proche. Dans ces conditions, le marché du pays d'origine de l'entreprise demeurera très probablement « le marché directeur », s'il a une substance propre correspondant à un gisement d'épargne et une organisation compétitive, ce qui est évidemment le cas de Paris. Le passage à la monnaie unique ne sera donc pas, me semble-t-il, synonyme de bourse européenne unique du moins pour le marché des anciens, en l'absence d'un droit des sociétés unifiées. L'avenir me semble plutôt être une Europe multipolaire avec 3, 4 voire 6 places actives se faisant concurrence sur l'ensemble des grandes valeurs européennes. La Fédération des Bourses de la C.E.E. a lancé l'idée d'une cote européenne, d'une « Eurolist » qui regrouperait les 300 plus grandes valeurs européennes, qui seraient négociées sur le plus grand nombre possible de places. C'est dans ce mélange de coopération et de concurrence que paraît se situer le paysage boursier européen de demain.