

Euronext, une entreprise actrice de l'ambition d'une Union de l'épargne et de l'investissement ?

Stéphane Boujnah
Président du directoire d'Euronext

La genèse d'Euronext se situe à la fin des années 90, à l'époque de la « *mondialisation heureuse* ». Visionnaires, les dirigeants des Bourses de Paris, Amsterdam et Bruxelles dessinent un projet fondé sur un pool de liquidité unique, cela alors que la situation monopolistique de ces Bourses nationales ne les incitait nécessairement en ce sens. Autre inspiration heureuse, la décision d'acquérir le LIFFE, le marché des produits dérivés de Londres.

Des erreurs majeures ont cependant été commises par la suite : la cession en 2000 du dépositaire central Sicovam à Euroclear (Belgique), et, en 2003, celle des activités de compensation au London Stock Exchange (LSE), de sorte qu'au milieu des années 2000 Euronext ne fournit plus que des services de cotation et de négociation.

En 2007, on assiste à un véritable « *nauffrage* ». Sous couvert de la création d'une Bourse transatlantique, « *illusion qui ne trompe personne* », la fusion entre le New York Stock Exchange (NYSE) et Euronext est entièrement pilotée par la partie américaine. Quelques années plus tard, le groupe ICE met la main sur NYSE-Euronext et souhaite se « *débarrasser* » des actifs européens, à l'exclusion des dérivés du LIFFE. On assiste alors en France à un « *moment colbertiste* » sur fond d'indifférence des milieux politiques : quelques hauts fonctionnaires se mobilisent et parviennent à constituer un noyau dur d'actionnaires avec des banques françaises qui souscrivent à l'introduction en Bourse des actifs européens restants d'Euronext. La valeur de la société est alors très basse (1,4 milliard d'euros de capitalisation), tandis que le président du Directoire ne tarde pas à démissionner et que le contrat de *clearing* arrive à terme.

Alors en poste à la banque Santander (responsable du *global banking and markets* pour l'Europe continentale), Stéphane Boujnah lui succède, alors que « *personne ne voulait du poste* ». Il s'attèle au redressement de l'efficacité opérationnelle, « *clef de l'indépendance* » : l'excédent brut d'exploitation se situait à 30 %, l'un des plus bas niveaux de l'industrie ; elle excède 60 % aujourd'hui. Sur des fondations plus solides peut alors débiter une période d'expansion : rachat de la Bourse de Dublin également convoitée par le Nasdaq et par Deutsche Börse en 2017, de celle d'Oslo en 2019 alors que l'Europe du Nord était réputée être le pré carré du Nasdaq, tentative de rachat de la Bourse de Madrid en 2020 contrée par une offre déraisonnable de l'opérateur suisse SIX, rachat en 2021 de Borsa Italiana face à des concurrents disposant pourtant de ressources financières plus importantes.

Toutes ces campagnes d'acquisitions ont été menées avec le même esprit : partant du constat qu'une Bourse nationale, à l'instar d'une compagnie aérienne historique, revêt une charge symbolique importante, il s'est agi de ne pas se comporter en pays conquis, de toujours jouer le jeu de la vérité et de développer une compréhension profonde des sociétés et des écosystèmes économiques et politiques des différents pays qui se sont joints au projet d'intégration européenne d'Euronext.

Réciproquement, cette compréhension a pu parfois être utilisée pour parer des dangers. En 2016, sous le nom de code « projet Kirikou », le dirigeant d'Euronext avait multiplié les contacts, notamment à la Commission européenne et en Allemagne, afin de faire « dérailler » le projet de fusion entre le LSE et Deutsche Börse qui, s'il avait été mené à son terme, aurait marginalisé Euronext.

Depuis l'introduction en Bourse en juin 2014, le chiffre d'affaires d'Euronext a été multiplié par 4, sa capitalisation boursière par plus de 7, tandis que son excédent brut d'exploitation a crû de 31 points. L'infrastructure de marché pan-européenne s'apprête à publier en novembre 2024 un nouveau plan stratégique.

S'agissant de l'union des marchés de capitaux, rebaptisé union de l'épargne et de l'investissement, Stéphane Boujnah constate qu'il n'y a pas eu jusqu'ici de portage politique suffisant. Or, sa mise en œuvre relève avant tout de la volonté politique. Par ailleurs, de nombreux pays de l'Union européens sont acheteurs de finance sans en produire eux-mêmes, et se soucient ainsi peu de la question. On peut cependant se montrer plus optimiste aujourd'hui, avec un groupe de pays volontaires – France, Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Italie...- constituant une masse critique pour relancer ce projet jusqu'alors resté « *orphelin* ».

Il faut s'atteler maintenant à des chantiers de défragmentation, sachant que le problème principal réside dans la sous-exploitation de l'épargne disponible, comme le montre le Rapport Noyer (mission sur la relance de l'union des marchés de capitaux). Cette épargne, qui représente 13 % du PIB européen, connaît deux principales « *fuites* » : l'une vers des produits de taux (assurance-vie, etc.), et l'autre vers les Etats-Unis, car l'Europe exporte de l'épargne des Etats-Unis, mais en importe des fonds propres investis dans les sociétés européennes. Pour y remédier, on peut notamment agir sur les ratios prudentiels des banques et des compagnies d'assurance, hérités de l'après-crise de 2008, ou encore favoriser le développement de fonds de pension (les particuliers ne représentent que 3 % du capital des sociétés cotées en Europe, soit dix fois moins qu'aux Etats-Unis). Dans bien des cas, des mesures nationales seraient suffisantes, sans avoir à passer par l'Union européenne.

Questions et réponses :

A propos du produit d'épargne retraite européen

Euronext est favorable à la création d'un produit européen. Toutefois, la solution la plus puissante est probablement ailleurs, et notamment dans le fait de cesser de subventionner fiscalement les produits de taux au niveau national.

A propos d'une supervision unique

Elle est souhaitable, car même en présence d'une règle unique, les interprétations peuvent varier d'une juridiction à une autre. Il est cependant nécessaire que tous les acteurs de marché en Europe soient soumis à la même autorité de contrôle. Sans une supervision unique, l'Europe se condamne à une « *agonie lente et paisible* », comme le souligne Mario Draghi dans son dernier rapport.

Il n'est pas certain en revanche qu'une supervision unique doive s'appliquer aux émetteurs, qui sont eux très liés au droit des sociétés et au droit commercial de leur pays.

Toutes les autorités de contrôle nationales ont le sentiment d'agir, de bonne foi, pour le bien commun. Mais imaginer une supervision unique revient pour elles à faire un saut dans l'inconnu. Pour transformer les choses, il faut se représenter un futur qui ne soit pas similaire à la situation actuelle, ce qui permet d'écarter des arguments comme celui selon lequel l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) dotée de pouvoir renforcés deviendrait une bureaucratie.

A propos du post-marché

Le rapport Draghi envisage une fusion des chambres de compensation, mais il n'en précise pas la finalité ni les moyens. Il est préférable d'inciter les acteurs existants à s'allier *bottom-up*, plutôt que de procéder à un *big bang top-down*. Cela nécessite notamment d'assouplir les règles européennes de la concurrence, héritées du monde des années 1980 et largement disparu depuis le début des années 2000.

A propos de l'attrition de la cote

Le facteur déterminant expliquant la baisse des introductions en Bourse est la montée en puissance du *private equity*, qui répond désormais à tout ce que l'on pouvait attendre d'une cotation : porte de sortie pour les actionnaires historiques, enrichissement du management, levées de fonds, acquisitions payées en titres, etc. Cependant, le *private equity* porte en lui une limite, intrinsèquement liée à son modèle : un fonds se positionne comme un intermédiaire qui achète en vue de vendre avec une plus-value. Les actionnaires des marchés réglementés peuvent, quant à eux, peut accompagner une entreprise pour croître dans la durée.

A propos du rapport Draghi ("*The Future of European Competitiveness*").

Le diagnostic est lucide et pertinent sur le fond. Toutefois, les dispositifs proposés méritent une déclinaison opérationnelle plus approfondie. Si l'on accepte le principe selon lequel la volonté politique est déterminante, on peut cependant se montrer optimiste : les rapports successifs (Noyer, Letta, Draghi) contribuent à créer un cadre propice, à installer un état d'esprit.

A propos de la technologie

La technologie est la clé de l'intégration. Euronext dispose d'une plate-forme unique pour la négociation et s'efforce de développer une plateforme de « convergence » pour ses quatre dépositaires centraux de titres.

La prochaine étape sera faite de chaînes de blocs (un peu) et d'intelligence artificielle (beaucoup).

A propos d'une éventuelle harmonisation du droit des titres

Une telle harmonisation complète du droit des titres est probablement hors de portée. S'agissant en revanche du droit de la faillite, on peut essayer de remédier à la diversité des droits nationaux en imitant ce qui a été fait pour le droit des sociétés avec la création de la *societa europaea* : il s'agirait alors de créer un 28^e régime additionnel aux 27 existants, optionnel et applicable pour l'émission de nouveaux instruments de dette avec un passeport des titres exécutoires, une sorte de « Schengen des titres exécutoires » délivrés par toute juridiction de l'UE sans passer par l'*exequatur*.