

CONSOLIDATION DES MARCHES EUROPEENS

Termes de référence pour l'AMAFI

Contexte

La consolidation des marchés européens, relancée par les annonces faites en février et mars derniers au travers du projet de fusion du *London stock exchange group* et de *Deutsche Börse*, et de l'annonce par *Intercontinental exchange* de l'examen de la possibilité d'une contre-offre, soulève divers enjeux. L'AMAFI souhaite donc faire valoir certaines préoccupations.

L'objectif de la présente note est ainsi de présenter sous forme de termes de référence synthétiques, ces préoccupations.

Ces termes de référence, qui seront revus à l'aune des développements qui pourront se produire, constitueront donc la base des éléments qui seront portés par l'Association à l'attention des personnes appelées à se prononcer ou à s'exprimer sur ces projets : décideurs politiques, régulateurs financiers et autorités de concurrence, au premier chef desquelles la *DG Competition* de la Commission européenne dont il paraît difficile d'envisager qu'elle ne se saisisse pas du sujet. De ce point de vue, il est d'ailleurs probable que les opérations en cours seront soumises à des délais d'approbation de plusieurs mois.

Termes de référence pour l'AMAFI

Point 1 : Le projet ne peut pas être seulement considéré sous l'angle de la valeur qu'en retireront les actionnaires ; l'utilité collective des outils concernés est un facteur également déterminant, et il est central pour la Place

LSEG, DBAG et ICE sont des sociétés privées, qui plus est cotées. En tant que telles, l'appréciation des projets en présence relève d'abord de leurs actionnaires.

Pour autant, les plateformes de marché sont des outils indispensables pour le financement de l'économie et l'allocation de l'épargne, à l'échelle européenne, mais aussi à celle de chaque place financière. La prise en compte de l'intérêt des entreprises et des investisseurs est donc également nécessaire.

Point 2 : La constitution d'un « champion européen », nécessairement intéressante, reste en tout état de cause subordonnée au Point 1

Un rapprochement LSEG-DBAG aurait l'intérêt de constituer un « champion européen » qui, par sa taille, serait en mesure de concurrencer les acteurs qui, comme ICE ou le *Chicago mercantile exchange*, sont dans une stratégie d'acquisition d'une taille mondiale.

Un tel avantage disparaîtrait toutefois en cas de fusion ICE-LSEG.

Mais en tout état de cause il n'y a d'intérêt à un « champion européen » que s'il existe des assurances quant à sa capacité à continuer à servir efficacement l'économie et l'épargne européennes, dans la diversité de leurs marchés, et sans créer une position dominante nuisible aux autres.

Point 3 : Le facteur qui paraît sous-tendre les opérations en cours est celui de l'acquisition d'une taille mondiale et le fait de tirer un avantage financier plus que de servir l'économie et l'épargne européennes

Un rapprochement, que ce soit LSEG-DBAG ou ICE-LSEG, s'inscrit dans le contexte de compétition de nature mondiale à laquelle se livrent les opérateurs boursiers de marchés dérivés, de compensation et de fournitures de services. Cette compétition est particulièrement accrue en suite de la crise financière, les mesures prises depuis ayant notamment eu pour effet d'engager un puissant mouvement de rapatriement sur des plateformes et/ou des chambres de compensation de nombreuses opérations sur produits dérivés auparavant traitées de gré-à-gré.

Parmi les enjeux principaux se trouvent, pour les actionnaires, la réalisation d'importantes économies opérationnelles par effet d'échelle et, pour les utilisateurs, des effets d'optimisation dans la gestion du collatéral, autorisés par la compensation de leurs flux sur une même plateforme, à un moment où celui-ci devient une ressource de plus en plus rare. Mais on peut douter du bénéfice réel de l'un comme l'autre de ces plans, et particulièrement pour les utilisateurs (*v. infra Point 6*).

En tout état de cause, l'intensité de cette compétition mondiale, en soi légitime, risque d'être particulièrement mobilisatrice en termes de ressources qui, sinon, auraient été utilement déployées au service de l'épargne et de l'économie européennes.

Point 4 : Le basculement en cours du modèle européen de financement de l'économie sur les marchés rend d'autant plus vitale la présence de structures performantes proches de l'économie réelle

Comme le consacre l'initiative d'Union des marchés de capitaux, lancée par la Commission européenne, le financement par le marché doit se développer. Il s'agit de pallier la moindre capacité du crédit bancaire à accompagner, sous l'impulsion du durcissement des normes prudentielles, le développement des entreprises : si cette réalité n'est pas encore constatée dans tous les pays, et notamment en France, sa prise en compte est l'un des facteurs du retour à une croissance plus forte, dont l'Europe a besoin. Il s'agit également d'encourager et d'accroître la place du financement par fonds propres, principal outil de l'investissement à risque.

Il est donc vital de disposer à cet effet d'un système de marché performant, y compris en termes de plateformes de marché et de compensation.

L'enjeu est ici différent entre grandes entreprises d'une part, PME et ETI d'autre part. En effet, si les premières ont sans doute intérêt à rester cotées et supervisées dans un environnement juridique et réglementaire domestique, elles ont de longue date un accès fluide à l'épargne internationale, et pourraient donc s'accommoder de la prédominance d'une plateforme localisée à l'étranger. A l'inverse, l'accès au marché des PME / ETI est conditionné à l'existence de plateformes proches, domestiques ou régionales, qui ne peuvent elles-mêmes rester attractives et se développer que si les grandes entreprises y sont également présentes (*v. infra Point 5*).

Point 5 : La constitution d'un pôle mondial attirant les grandes entreprises pourrait déstabiliser le modèle de financement par le marché, notamment dans le cas des ETI et PME

Pour diverses raisons, les investisseurs tendent à se concentrer sur les grandes valeurs, au détriment des ETI et PME, et de plus en plus. La constitution d'une plateforme telle que celle qui résulterait de la fusion LSEG-DBAG risque de renforcer ce tropisme, et de conduire d'autres grandes entreprises européennes à privilégier une cotation sur celle-ci. En perdant une partie significative des flux, et donc des recettes attachés à ces cotations, les plateformes « historiques » pourraient constater la déstabilisation de leur modèle économique au détriment des entreprises et des investisseurs, notamment des ETI et PME dont elles servent aujourd'hui le financement. De ce point de vue les projets en cours constitueraient une menace grave s'ils conduisaient au final à la constitution d'une forme de monopole en matière de cotation des actions, laquelle s'avérerait sans doute assez défavorable pour celles des économies nationales rendues « périphériques » par ce mouvement.

Point 6 : Les économies réalisées en termes de gestion du collatéral doivent être mesurées à l'aune du risque systémique

Une fusion LSEG-DBAG donnerait naissance à un groupe possédant deux acteurs majeurs de la compensation en Europe sur les segments listés et OTC. Il est annoncé que cette opération ne se traduirait pas par une fusion des chambres. Le CEO du LSEG, Xavier Rolet, a ainsi déclaré : *"The risk will be no greater than it is today because they will be kept completely separate. In terms of risk management, the margins and the regulatory framework, the companies are going to stay the way they are"*.

Cette déclaration paraît destinée à répondre aux préoccupations nées de l'augmentation des risques qu'induirait une concentration sans précédent des flux en un même point. Les chambres de compensation sont un rempart décisif contre la dissémination des risques dans le système financier, qu'il a été d'ailleurs estimé nécessaire de systématiser en matière de produits dérivés en suite de la crise financière. Aussi, plus une chambre ou un groupe de chambres faisant partie d'une même entité concentre de risques, plus il doit être étroitement et rigoureusement géré et contrôlé, et plus il peut être attendu de ses membres qu'ils disposent des capacités financières permettant de faire face à des situations de défaillance d'une plus grande ampleur.

La concentration des risques au sein de la ou des chambres détenues dans le cadre d'un rapprochement LSEG-DBAG, devrait donc conduire les régulateurs prudeniels à renforcer les règles applicables à la fois à la chambre de compensation et à ses utilisateurs (dépôts de garantie, contributions à des fonds de défaut, mécanismes de résolutions...) afin de prévenir le risque systémique ainsi accru. Il en résulterait des coûts plus importants pour les adhérents compensateurs qui, d'une façon ou d'une autre, seraient retransmis aux différents maillons aval, jusqu'aux clients finaux investisseurs et entreprises.

A l'inverse, l'absence de fusion de ces chambres aurait une double conséquence.

- Pour les actionnaires du nouveau groupe, elle signifierait d'abord que des économies d'échelle substantielles ne seront pas envisageables.
- Pour les utilisateurs, les gains en termes de gestion du collatéral pouvant être espérés, seraient *a priori* assez modestes, sauf éventuellement pour certains acteurs spécifiques, sur certaines classes d'instruments dérivés, bénéficiant alors d'économies de collatéral.

En tout état de cause, pour ces derniers, la fusion de systèmes n'est pas le seul moyen de réaliser des économies de collatéral ; elles peuvent être au moins partiellement obtenues par des mécanismes d'interopérabilité entre les chambres de compensation, même quand elles appartiennent à des groupes différents. Ces mécanismes déjà largement développés pour les marchés au comptant, seront possible sur les dérivés listés lors de la mise en place de MIF 2.

Point 7 : La constitution d'un acteur dominant en Europe pose des questions de concurrence importante pour les utilisateurs finaux

Une fusion LSEG-DBAG constituerait un acteur ayant une position extrêmement forte, voire dominante sur plusieurs segments :

- Position quasi-monopolistique sur les activités de compensation (clearing), le nouveau groupe assurant en particulier la compensation de la quasi-totalité des grandes entreprises de l'Eurostoxx 50 et d'une part très significative de ceux du Stoxx 600 ;
- Très forte position sur la gestion des indices boursiers où DBAG est déjà aujourd'hui le premier opérateur européen (via Eurostoxx 50 et Stoxx 600 qui représentent 50 % du marché) ;
- Position très dominante (65 % du marché) sur les fonds indiciels (« *Exchange traded funds* ») ;
- Position très dominante (plus de 70 % du marché) sur les transactions sur titres d'État via MTS-LSE et Eurex ;
- Position extrêmement dominante sur les opérations de règlement-livraison, la combinaison de Clearstream et de Monte Titoli permettant de couvrir la quasi-intégralité du marché et de marginaliser Euroclear ;
- Position très forte sur trois pays majeurs sur le marché des actions.

La constitution de telles positions, pour certaines quasi-monopolistiques, serait a priori peu favorable pour les utilisateurs, que ce soit en termes d'innovation ou d'évolution ultérieure des coûts. Ce projet apparaît donc collectivement indésirable, et il n'est pas évident à ce stade que des remèdes classiques suffisent à compenser cet effet.

Le projet ICE-LSEG présente moins d'inconvénients de ce point de vue ; mais la nouvelle entité aurait néanmoins une position très forte sur certains compartiments (compensation notamment). En outre il resterait construit sur la mise en place d'un acteur mondial qui, par nature, ne serait pas orienté en priorité sur les besoins des émetteurs et investisseurs européens, notamment de taille intermédiaire. Son acceptabilité suppose donc que soit assuré que ces besoins resteront satisfaits.

Point 8 : L'Europe doit mener une réflexion sur le modèle de marché dont elle veut se doter

En Europe, depuis les premières réflexions sur l'organisation des marchés à la fin des années quatre-vingt-dix, on a assisté à une mise en cause générale des monopoles de droit ou de fait dont bénéficiaient les opérateurs historiques d'infrastructures de marché. L'enjeu était, en stimulant la concurrence, de faire baisser les coûts au bénéfice des clients finaux de ces infrastructures que sont les émetteurs et les investisseurs.

La consolidation en cours par son ampleur sans précédent, ne peut donc pas seulement être analysée au travers des raisonnements classiques des autorités de concurrence, et des solutions usuelles que constituent des cessions d'actifs limitées. Parce que ces infrastructures ont aussi un rôle d'intérêt général, il est essentiel de veiller à ce que celui-ci puisse être poursuivi avec l'efficacité que sont en droit d'attendre les entreprises et les investisseurs (*v. aussi Point 1*). Et à ce que la concurrence, notamment européenne, soit dotée des moyens de lutter à armes égales, en veillant particulièrement à ce que les écosystèmes nationaux ne s'en trouvent pas affaiblis au détriment des services qu'ils apportent aux émetteurs et aux investisseurs locaux.

L'Europe ne peut donc pas s'exonérer de mener une réflexion approfondie autour des dimensions suivantes, entre autres :

- Accès aux données et utilisation de ces données de marché ainsi que des indices ;
- Possibilité de maintenir dans un domaine purement concurrentiel les infrastructures de compensation, du fait de leur rôle de concentration et de gestion des risques ;
- Capacité des infrastructures de marché à proposer aux ETI et PME des outils facilitant le financement par le marché ;
- Capacité des différents opérateurs à traiter la partie dérivés de façon concurrentielle.

Point 9 : Les impacts pour la Place de Paris sont à prendre en considération

L'objectif prioritaire pour la Place de Paris est de maintenir et conforter la Bourse dont ont besoin l'économie et l'épargne françaises, à savoir une Bourse dédiée à l'accès aux marchés de capitaux et de dette pour l'ensemble des entreprises françaises, quelle que soit leur taille.

La réalisation de cet objectif est conditionnée par le maintien et l'élargissement d'Euronext en tant qu'acteur européen. Cela implique pour l'entreprise de marché en liaison avec ses actionnaires :

- De développer ces activités de façon autonome sur les marchés au comptant et autant que possible sur ceux de dérivés ;
- De poursuivre le modèle fédéral Euronext qui a fait les preuves de son efficacité à l'échelle continentale en cherchant à élargir le périmètre à d'autres pays européens, notamment l'Espagne et, si la séparation du marché transalpin devait être posée comme condition à l'une ou l'autre des opérations conduisant à la fusion de concernant LSEG avec un autre opérateur, l'Italie ;
- D'asseoir son indépendance en matière de compensation soit en rachetant la partie continentale de LCH-Clearnet (là encore, si LSEG se voyait contraint de se défaire d'une partie de ses activités de compensation), soit en développant son propre outil de compensation.

