

Les principaux enjeux de la compétition entre bourses de valeurs

Les bourses européennes doivent mettre fin à leur fragmentation. Euronext est une première étape. Pour que l'intégration soit réussie, les intermédiaires doivent offrir une véritable valeur ajoutée conduisant à une meilleure liquidité et une plus grande transparence.

Roland Gillet
Professeur agrégé des Universités
Jean-Paul Abraham
Professeur émérite
Namur et Louvain
(FUNDP) - Namur KVL Louvain

■ En matière de compétition entre marchés boursiers, le mode de cotation, leur réglementation, la fiscalité appliquée aux actifs qui y sont négociés et l'apport des courtiers, des intermédiaires, des gestionnaires de fonds, des analystes et autres professionnels, qui entourent et influencent l'activité sur ces marchés sont naturellement des éléments importants de comparaison*. Mais il nous a paru intéressant de focaliser notre propos sur le contexte général et les principaux enjeux qui entourent la compétition entre bourses de valeurs en ce début de décennie.

Accroissement des offres publiques

Malgré les corrections intervenues récemment, les multiples de capitalisation des résultats des sociétés restent élevés et les taux de rendement près de leur minimum par rapport à la moyenne historique calculée depuis le début des années 70. Le tableau du récent rapport annuel 2000 de la BRI est particulièrement clair à ce sujet. En mars dernier, l'éventail des taux de rendement (*pay-out ratio*) des 11 pays examinés se situait entre 0,6 (Japon) et 2,1 (Royaume-Uni) contre 1,3 (Japon) et 4,7 (Royaume-Uni) en moyenne sur la période 1973-2000, soit environ la moitié. Sauf pour quelques exceptions, dont la Belgique, les écarts sont aussi nets pour le ratio cours/bénéfice : un éventail entre 17,1 (Belgique) et 80,6 (Japon) en

mars 2000 contre une moyenne entre 1973 et 2000 de 13,3 (Belgique) à 38,8 (Japon). Ces rapports importants permettent aux entreprises de lever des fonds propres à moindre coût, et ce aussi bien pour les sociétés déjà cotées que pour les nouveaux venus. Ils expliquent donc largement les nombreuses et importantes offres publiques de titres anciens ou nouveaux enregistrées ces dernières années.

Une grande volatilité

Cette situation engendre toutefois une fragilité croissante des cours et des marchés. Jusqu'il y a peu, ni les avertissements des autorités monétaires à l'instar de Greenspan pour la Réserve fédérale aux Etats-Unis, ni les avis d'économistes reconnus n'ont réussi à freiner l'exubérance des marchés entraînés par les valeurs des nouvelles technologies. Jusqu'à ce mois d'août, la fragilité des marchés n'a pas conduit à une chute brutale et généralisée des cours, mais à une volatilité plus marquée. Cette hausse de la volatilité des cours est un des paramètres qui rend plus complexe l'évaluation rationnelle des sociétés cotées en bourse. Elle est particulièrement marquée sur les marchés dirigés par les prix comme le Nasdaq et l'Easdaq ainsi que pour les petites valeurs récemment introduites

La communauté économique et financière ne peut que s'interroger sur les causes et les effets de cette accentuation de l'instabilité des cours boursiers. Le rapport annuel de la BRI pointe différents

éléments telles une abondance d'informations nouvelles, une inconstance irrationnelle des intervenants ou une plus forte asymétrie de l'information, voire tout simplement un écart injustifié par rapport aux normes historiques de long terme en matière de taux de rendement et de multiples de capitalisation. L'inconstance parfois criante de certains analystes donne en tout cas ample matière à réflexion. Comme l'a récemment souligné P. De Grauwe à propos de la surprenante faiblesse de l'euro par rapport au dollar américain, il arrive souvent que ce ne soit pas l'information nouvelle sur les fondamentaux qui entraîne des fluctuations de cours mais plutôt l'inverse. Ce serait alors paradoxalement les fluctuations de cours qui inciteraient à une sélection des fondamentaux présents et fu-

«La bourse, à l'avenir le réseau, où se localise la cotation principale des actions d'une société et l'indice dont ces actions font partie restent d'importance capitale pour l'entreprise concernée.»

turs, ces derniers devant correspondre aux variations observées. Il va de soi que toutes ces considérations ne vont pas nécessairement dans le sens d'une évaluation correcte par le marché des perspectives bénéficiaires de la société cotée.

Blue chips contre small and midcaps

Ces dernières années, on a également relevé **une différenciation plus accentuée par les opérateurs entre les valeurs représentatives au niveau international (blue chips) et les valeurs petites et moyennes (small and midcaps)**. En Europe continentale (y compris la Scandinavie), le nombre de valeurs jugées représentatives a tendance à se réduire. En effet, suite à une série de megafusions et à un effet de dimension, l'internationalisation des portefeuilles, encore accrue avec l'introduction de l'euro, aboutit toujours plus à une sélection incluant uniquement des valeurs de grande taille.

Ce phénomène est également amplifié par l'introduction réalisée ou projetée d'indices européens, tels Eurostockx 50, FTSE Eurotop100 et Euronext 100, composés seulement de valeurs importantes à l'échelle européenne et auxquels se rattachent bon nombre de gestionnaires d'OPC pour le lancement de fonds d'investissement gérés de manière passive ou indicée. D'un point de vue microstructure du marché, un excès récurrent de demande par rapport à l'offre de ces valeurs est susceptible de créer une surévaluation systématique de ces dernières par rapport à des valeurs moyennes de qualité similaire, à l'instar de la faiblesse relative du marché des valeurs moyennes à Amsterdam au cours de ces dernières années. En tout cas, l'effet «indice» induit des mouvements qui dépassent souvent et largement le marché des valeurs le composant. Par conséquent, la recherche de liquidité dans des valeurs représentatives au niveau européen favorise des regroupements de bourses, du type de celui réalisé par Euronext, afin de mettre en place notamment des plates-formes de cotation regroupant un nombre suffisant de grandes sociétés nationales de dimension internationale.

Des prix élevés

A l'opposé de l'univers européen des blue chips, le nombre de sociétés moyennes cotées augmente sous l'impulsion des valeurs de croissance dans les secteurs de la technologie et de l'information. Si on ne peut que se réjouir de cet accès élargi à la bourse, il reste ce-

pendant à s'interroger sur le prix auquel les valeurs ont été introduites.

Dans certains cas, le prix n'a-t-il pas été largement influencé par des possibilités aisées de placement auprès d'un large public d'investisseurs dans un marché historiquement au-dessus des normes usuelles, plutôt que par une évaluation exclusivement obtenue à partir de perspectives et de *business plans* prudemment réalistes ? De fait, dans certains plans, un biais systématique est introduit par une surestimation de la croissance du chiffre d'affaires, des recettes et des bénéficiaires, car les résultats escomptés ne tiennent pas suffisamment compte de la pression sur la part de marché et les marges initiales qui intervient suite à l'apparition progressive d'entrants sur le même segment de marché. Parallèlement, même les adeptes des dernières techniques sophistiquées d'évaluation de nouvelles entreprises, notamment à l'aide de modèles d'options, soulignent qu'ils sont rarement à même d'offrir des solutions miracles.

Une prudence particulière s'impose donc en matière de fixation du prix d'émission des valeurs de croissance, et il est plus raisonnable dans bien des cas qu'elle s'exprime par une sous-estimation du prix de souscription par rapport à la valeur de l'entreprise issue de prévisions par trop optimistes ou de techniques encore souvent au stade exploratoire.

Impact des avancées technologiques

Le progrès technologique reste intense dans les services financiers et réduit constamment les coûts de transaction. Si ces réductions sont répercutées, via la concurrence entre les courtiers, sur le rendement exigé par les investisseurs et dès lors sur le coût des fonds propres pour les entreprises, l'attrait d'une cotation s'en trouve accru. Bien entendu, les comparaisons de coût influencent également le choix du marché de cotation, du mode de négociation et du segment de marché correspondant à la valeur concernée. Mais ils déterminent de moins en moins la localisation et la concentration géographiques des intervenants. Celles-ci sont davantage fonction de facteurs institutionnels : droit des sociétés, réglementation et supervision financière, fisca-

lité... De fait, la technologie permet tant la fragmentation et la dispersion que l'intégration et la concentration des opérations.

Les regroupements annoncés confirment l'existence d'une quasi-dialectique entre technologie et (dé)régulation. Pour le réseau Ix qui vient d'avorter, il s'agissait d'une concentration des négociations de *blue chips* sous réglementation britannique à Londres, et du traitement des opérations sur système Xetra à Francfort. Pour Euronext, il s'agit d'une nouvelle bourse issue de la fusion sous législation néerlandaise, et d'une plate-forme de négociation commune sur système NTS à Paris, Amsterdam et Bruxelles.

En outre, la réduction des coûts due au progrès technologique ne peut pas s'arrêter aux seules activités de négociation. Ces coûts n'interviennent guère pour plus d'un tiers dans le coût total d'une transaction en bourse. C'est dire l'importance à attribuer au coût de la compensation et du règlement des opérations, pour lesquels les choix entre intégration ou séparation par rapport au système de négociation restent encore très ouverts.

Une convergence insuffisante

Au vu des corrélations existant entre les indices boursiers des principales places européennes, il apparaît que **l'introduction de l'euro n'a pas augmenté la convergence de l'évolution boursière** dans l'euro-zone. La bourse, à l'avenir le réseau, où se localise la cotation principale des actions d'une société et l'indice dont ces actions font partie restent donc d'importance capitale pour l'entreprise concernée.

Pour les petites et moyennes valeurs, il est évident que le facteur de proximité et de notoriété locales restera important. Par contre, le «listing» des valeurs représentatives au niveau international est au cœur de la compétition entre les principales bourses et les réseaux en train de se créer. Quant aux valeurs de croissance, seule l'expérience montrera si elles ont avantage à se détacher de leur environnement naturel pour se localiser sur un marché international séparé. En général, l'abandon par la plupart des gestionnaires de fonds actifs dans l'euro-zone d'une approche nationale au profit d'une approche sec-

torielle ne peut qu'améliorer l'évaluation par le marché des perspectives des sociétés cotées.

Améliorer le flottant

La liquidité «objective» d'une valeur sur son marché dépend sensiblement du **flottant disponible** (*free float*), c'est-à-dire de la part des titres susceptibles d'être régulièrement échangés sur ce marché. En Europe continentale, ce flottant est souvent limité, dans les grandes entreprises, par les participations de contrôle des holdings et des grandes familles, voire de l'Etat, et dans les plus petites, par les participations des fondateurs, de leurs successeurs et/ou de leurs collaborateurs. Après l'introduction en bourse, on constate souvent pour les petites valeurs des manipulations de cours, voire parfois des délits d'initiés.

En fait, en termes d'efficacité opérationnelle du marché, une condition importante pour que le cours de bourse offre une évaluation correcte de l'entreprise est de disposer d'un flottant suffisant pour assurer une réelle profondeur au marché. Il existe donc un argument de poids pour exercer une pression sur les sociétés cotées afin qu'elles réduisent leurs participations de contrôle, soit par la réalisation de titres existants, soit par le lancement sur le marché d'actions nouvelles.

Par conséquent, déterminer davantage la composition d'indices boursiers importants à partir du flottant disponible sur le marché au détriment de la capitalisation boursière est une orientation à promouvoir, à l'instar des nou-

velles règles prises pour la sélection et la pondération des valeurs appartenant aux indices Eurostockx ou MSCI. Enfin, le principe du flottant disponible comme facteur de liquidité et d'évaluation correcte de l'entreprise, s'applique aussi aux bourses elles-mêmes. Leur cotation ne peut donc se concevoir qu'avec un flottant significatif, d'autant plus important dans une logique de démutualisation. Au travers des enjeux que les conseils d'administration auront à relever dans le futur, elle s'avère finalement d'importance également pour les sociétés dont les actions y sont traitées.

«Déterminer davantage la composition d'indices boursiers importants à partir du flottant disponible sur le marché au détriment de la capitalisation boursière est une orientation à promouvoir.»

Conclusion : davantage de valeur ajoutée

De cette analyse se dégage une série d'impératifs pour les diverses bourses et les réseaux européens en voie de constitution. Dans la nouvelle théorie de l'intermédiation financière, qui s'élabore

actuellement, les intermédiaires ne sont plus des simples agents publics ou privés entre l'épargne et l'investissement, entre les placeurs et les entreprises, mais des entrepreneurs offrant des services financiers dans un environnement concurrentiel. Leur contribution se mesure en termes de valeur ajoutée plutôt que de service non marchand.

Cette valeur ajoutée doit s'exprimer dans une liquidité accrue, sous l'impact de frais de transaction comprimés grâce à des systèmes de traitement, de compensation et de règlement plus performants, d'immédiété dans l'exécution et d'approfondissement du marché, notamment par une augmentation du flottant disponible pour nombre de valeurs. En outre, cette efficacité opérationnelle doit se doubler d'efficacité et transparence informationnelles. Les indices boursiers européens doivent être des indicateurs représentatifs d'évolutions au niveau de notre continent et des secteurs dans lesquels se situent les sociétés cotées. Cette alliance entre liquidité et transparence ne peut plus guère être réalisée au niveau des pays européens isolés. Elle doit s'étendre graduellement au niveau de notre continent, tout en affirmant sa spécificité par rapport aux bourses mondiales, en particulier par rapport à Wall Street. C'est ainsi que les bourses européennes parviendront à émerger de leur fragmentation et d'une dépendance trop accusée par rapport aux grandes bourses mondiales. ●

* Cet article est extrait d'une étude publiée dans *Banque magazine* de juillet 2000.