

Conférence de presse de la Commission fédérale des banques du 27 avril 1999

Franz Stirnimann
Sous-directeur de la Commission fédérale des banques

Eurex - les changements de structure au sein du paysage boursier européen

I.

Le paysage boursier international est en train de subir de profonds bouleversements. Le processus de concentration bat son plein; les bourses régionales ont disparu ou luttent pour leur survie. Parallèlement, les bourses dont le champ d'activité est exclusivement national sont en train de perdre de leur importance. Les contraintes dues aux frais et à la concurrence accélèrent les tendances de consolidation. Cette évolution, qui n'est de loin pas encore achevée, se traduit par la mise en place d'un réseau d'alliances, de coopérations et de fusions.

II.

Face à cette situation, la Deutsche Börse SA et la Bourse suisse ont décidé de créer Eurex, à savoir une organisation boursière commune en matière de commerce électronique des dérivés. La création de cette nouvelle organisation boursière a impliqué une fusion transfrontalière tant sur un plan technique qu'organisationnel entre deux bourses électroniques jusqu'à lors indépendantes - la Deutsche Terminbörse (DTB) et la Soffex SA suisse -, permettant ainsi la création d'un seul marché boursier commun. Le développement d'une plate-forme de commerce et de clearing commune constitue une solution plus concurrentielle; sa création a été favorisée aussi bien par les exigences modifiées et notamment accrues que les intermédiaires financiers formulent (par exemple en matière de liquidité et d'internationalisation des marchés) à l'égard d'une bourse efficace que par des réflexions basées sur les coûts. Les responsables d'Eurex sont convaincus que la dynamique de la concurrence boursière européenne et mondiale nécessite, sur un plan stratégique, une forte position de départ. Grâce à ses accès décentralisés et standardisés, le système Eurex est accessible de partout. Il permet aussi bien l'adhésion de nouveaux pays que l'accès à distance (remote access) à partir de pays tiers.

Du point de vue des participants aux marchés, Eurex constitue ainsi une fusion transfrontalière de deux marchés électroniques en un seul marché. Même si cela n'est pas impérativement prévu pour les membres d'Eurex Allemagne, le régime d'Eurex implique néanmoins que ses participants aient une double qualité de membre. Sa réglementation harmonisée permet à ses membres de négocier sur une seule et même

plate-forme toute la gamme des produits Eurex, à savoir les produits suisses, allemands et EURO. Un autre élément essentiel de ce marché consiste en l'uniformisation qui a été réalisée dans les domaines de l'accès à la nouvelle Eurex Clearing SA, du système des marges et des points de connexion avec les différents systèmes de règlement.

Sur un plan juridique par contre, Eurex est composée d'Eurex Zurich SA et d'Eurex Allemagne, c'est-à-dire de deux bourses distinctes. Eurex Allemagne a succédé à la DTB et satisfait - ce qui est essentiel - sur le plan de sa forme juridique, de son organisation et de sa surveillance, aux exigences formulées par le droit de l'Union européenne à l'égard d'un marché réglementé (art. 15 de la directive concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières). Eurex Allemagne est par conséquent au bénéfice du "passeport européen", de sorte que les entreprises d'investissement dûment autorisées ont le droit de devenir membre d'Eurex et d'y avoir accès, tandis qu'Eurex a la faculté d'accorder, sans devoir obtenir une autorisation préalable de la part d'une autorité, le remote access aux entreprises d'investissement domiciliées dans d'autres Etats de l'Union européenne. Ces éléments constituent des facteurs décisifs concernant les possibilités de développement d'Eurex.

III.

La création d'Eurex a posé un nombre important de problèmes d'ordre juridique, économique, technologique et organisationnel, auxquels il a fallu trouver des solutions parfois inédites. Celles-ci ne seront toutefois pas analysées dans le présent exposé. Il a par contre également fallu que tous les participants soient prêts à trouver des réponses adéquates aux différentes questions qui se sont posées dans le domaine de la surveillance.

- La situation de départ ainsi décrite a obligé les autorités de surveillance allemandes et la Commission fédérale des banques (CFB) à coopérer d'une manière étroite. La structure d'Eurex, jusqu'à présent unique, a entraîné une responsabilité commune des autorités de surveillance des deux pays en question; il a par conséquent fallu apporter une attention toute particulière aux questions liées à la surveillance. Afin d'éviter aussi bien des lacunes que des chevauchements de compétences, il a fallu définir et réglementer l'attribution des compétences ainsi que la coordination en matière de collaboration entre les autorités de surveillance étatiques et les organismes de surveillance boursière, à savoir l'organe interne de surveillance d'Eurex Zurich SA et l'organe de surveillance du marché d'Eurex Allemagne. Un partage approprié du travail permet de garantir la surveillance.

Chaque pays doit, d'une manière générale, recourir à l'assistance administrative pour prendre des mesures de surveillance dans l'autre pays. Ceci vaut sans exception lorsqu'il s'agit d'informations relatives à des clients. A l'inverse, les bourses sont autorisées à requérir, dans le cadre de leur surveillance directe du marché, des ren-

seignements et des pièces justificatives de la part des membres étrangers d'une bourse, à condition que cela soit nécessaire pour l'accomplissement de leurs tâches de surveillance. Sont par contre exclus les enquêtes et les contrôles sur place dans l'autre pays.

- La réglementation boursière d'Eurex constitue dans une large mesure une harmonisation des anciens règlements de la DTB et de la Soffex SA. Elle a été approuvée par l'autorité de surveillance allemande compétente, à savoir le Hessische Ministerium für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung, et par la CFB. Cela constituait par ailleurs la seule intervention de la CFB à l'égard d'Eurex Zurich SA en ce qui concerne l'approbation de la réglementation révisée de l'ancienne Soffex SA. Il n'était en effet pas nécessaire d'accorder une nouvelle autorisation à Eurex Zurich SA, puisque celle-ci succédait simplement à la Soffex SA qui avait été autorisée en janvier 1998.
- La structure juridique adoptée impliquait qu'Eurex Allemagne, en tant que bourse organisée selon un droit étranger au sens de l'ordonnance sur les bourses, devait obtenir une autorisation de la CFB afin de pouvoir accorder à des négociants en valeurs mobilières un accès à sa plate-forme en Suisse. Eurex Allemagne remplissait sans difficulté les conditions légales applicables en la matière, et la CFB a accordé l'autorisation nécessaire en rendant une décision formelle.
- Quiconque veut participer au commerce d'une bourse dont le siège se trouve en Suisse doit être membre de cette dernière. Par conséquent, les négociants en valeurs mobilières étrangers doivent obtenir, avant de pouvoir devenir membre d'Eurex Zurich SA, une autorisation de membre étranger d'une bourse (remote access) de la part de la CFB. Il en découle qu'en principe tous les membres d'Eurex Allemagne avaient besoin d'une telle autorisation. La CFB a toutefois adopté une approche pragmatique en accordant, lorsque les impératifs en matière de surveillance le permettaient, des exceptions à cette double qualité de membre (dénommée cross membership). En outre, toutes les entreprises domiciliées en Allemagne bénéficiaient d'une procédure d'autorisation simplifiée, la CFB leur accordant une autorisation en bloc au moyen d'une décision collective. En ce qui concerne les futures membres d'Eurex Allemagne, la CFB les autorisera au fur et à mesure par décisions individuelles en suivant une procédure fortement simplifiée.

IV.

Eurex est maintenant opérationnelle depuis plus qu'une demie année. Il est à l'heure actuelle toutefois impossible de prédire le futur développement de cet organisme boursier. La passionnante question qui se pose d'une manière plus générale est la suivante: quel sera le résultat des changements qui sont en train de s'effectuer au sein du paysage boursier européen?

Ce qui paraît être certain, c'est que les structures actuelles qui se caractérisent par leur forte décentralisation seront obligées de disparaître, et que les contraintes de la concurrence continueront à s'accroître en accélérant ainsi le processus de concentration et de consolidation. L'évolution technologique n'est pas seulement la cause mais également le moteur des changements de structure qui s'opèrent sur les marchés des dérivés et sur les marchés au comptant. L'avenir des structures de négoce traditionnelles (à savoir les bourses et les organisations analogues à des bourses) sera, d'une certaine façon, "technology-driven". Ce seront les marchés correspondant le mieux aux exigences des acteurs économiques importants qui disposeront des meilleures perspectives d'avenir - et il n'est pas certain qu'il s'agira là des bourses au sens traditionnel du terme. Il est en effet probable que ce seront les émetteurs voulant permettre aux investisseurs potentiels des placements avantageux ainsi que les intermédiaires financiers internationaux avec leurs volumes élevés de transactions qui décideront en définitive de l'endroit et des systèmes qui seront utilisés dans le futur.

Seul l'avenir nous montrera si un jour il y aura une seule "bourse européenne" disposant d'une plate-forme commune ou, par exemple, une bourse par fuseau horaire. Il est toutefois assez improbable que l'une ou l'autre de ces deux hypothèses se réalisera, ni l'une ni l'autre n'étant intéressante du point de vue économique voire souhaitable sous l'angle de la politique de la concurrence. Il est par ailleurs évident que les grands intermédiaires financiers ne seront ni disposés à se soumettre à ce genre de monopoles ni prêts à continuer à accepter la multitude de systèmes, de règlements et de conditions d'admission qui existent à l'heure actuelle. Ce sont donc bien plus les puissantes alliances interboursières capables d'élargir leur rayon d'action au moyen de plates-formes appropriées qui sont prometteuses, puisque elles offrent la possibilité du remote access et disposent de réglementations unifiées. Sous cet angle et compte tenu de leur infrastructure moderne, aussi bien Eurex que la Bourse suisse apparaissent bien positionnées sur le plan international. La SWX a dernièrement concrétisé sa stratégie des alliances en matière de commerce et de clearing en ratifiant des accords de partenariat avec la Bourse de Paris et avec la Borsa Italiana. La CFB, entres autres dans le but de promouvoir la place financière suisse, a soutenu ce développement et a accordé aux bourses françaises et aux membres de SBF-Bourse de Paris les autorisations nécessaires.

Il sied de ne point confondre ce qui précède avec la question de savoir si les bourses, avec leurs modèles d'organisation traditionnels, seront à même de pouvoir survivre, si elles seront fortement concurrencées voire même éliminées par de nouvelles formes de marchés organisés. Les nouveaux systèmes de communication et de transaction deviennent en effet de plus en plus importants pour le commerce des valeurs mobilières. On peut mentionner à cet égard Internet ou encore les PTS, qui ont confié à des tiers une partie de leurs tâches telles que le négoce, la compensation et le règlement, la surveillance et la publication de données (reporting). Cette évolution va encore s'intensifier et sera à l'avenir le défi principal des bourses traditionnelles. Celles-ci au-

ront donc intérêt à réaliser rapidement les restructurations, tout en favorisant le développement technologique et en perfectionnant leur organisation.

Les autorités de surveillance ne peuvent et ne doivent ni déclencher ni diriger ces modifications structurelles en cours. Cette tâche incombe en effet aux marchés et à leurs différents promoteurs. La tâche des autorités de surveillance deviendrait par contre beaucoup plus difficile dans l'hypothèse où les bourses en tant que centres des transactions disparaissaient. La répartition des compétences entre les différentes autorités de surveillance pourrait être effacée et les difficultés en matière de procédure et d'exécution se multiplieraient. Il serait ainsi beaucoup plus compliqué de garantir un marché équitable, ordonné et transparent.

Les nouvelles formes de coopération entre les bourses et les marchés constitueront de toute façon un défi pour les autorités de surveillance, peu importe le résultat concret des évolutions dans le domaine boursier. Les autorités de surveillance devront relever ce défi avec professionnalisme et flexibilité. Cette évolution ne doit par contre pas forcément entraîner un accroissement de la densité normative (qui contient le danger d'une sur-réglementation) ou le regroupement des tâches de surveillance sur le plan international.

- L'efficacité d'un organisme de surveillance international et transfrontalier ne serait en effet pas garantie comme telle. Sa création pourrait se heurter à des difficultés d'ordre politique, et il est douteux qu'il serait à même de satisfaire aux différentes particularités nationales existant notamment dans le domaine juridique. Il est certes vrai que la question de la centralisation de la surveillance deviendra plus importante compte tenu de l'internationalisation croissante des marchés. La réponse à cette question se traduira toutefois dans un premier temps par une collaboration internationale encore plus étroite entre les autorités de surveillance, ceci en vue d'assumer des tâches de surveillance en commun et de répartir efficacement les compétences.
- Le fait de disposer d'une réglementation boursière moderne est une condition substantielle pour être en mesure de s'adapter à temps et d'une manière flexible à l'évolution fulgurante des marchés financiers. La réglementation boursière suisse satisfait à ces exigences en permettant la mise en place de systèmes de régulation et de surveillance individualisés aussi bien pour les bourses que pour les organisations analogues à des bourses. Tous les systèmes peuvent être soumis à la loi et être surveillés d'une manière appropriée. Il est en outre possible de soumettre un établissement pris individuellement à une surveillance accrue, ce qui peut par exemple se justifier dans le cas des PTS. Cette réglementation moderne, combinée avec les systèmes d'autorégulation dont chaque bourse doit disposer, garde toute sa valeur face aux futurs changements de structure des marchés. Cette confiance envers la réglementation boursière suisse est encore renforcée par le fait que la loi sur les bourses prévoit que la CFB puisse fournir l'assistance administrative. Ce

point a en outre été confirmé par le Tribunal fédéral et constitue une condition sine qua non dans le domaine de la coopération et des alliances internationales.

La CFB continuera donc à assumer son mandat légal en matière de surveillance du marché. Elle garantira des conditions générales flexibles et elle autorisera et favorisera des solutions rationnelles dans le domaine de la surveillance.