

# Commentaire

*« Il n'y a pas de bonheur sans liberté, ni de liberté sans vaillance », Thucydide.*

*TIRÉ-À-PART*  
*NUMÉRO 101 / PRINTEMPS 2003*

NICOLAS VÉRON

Un gouvernail pour le capitalisme européen ?

---

116 rue du Bac - 75007 Paris  
Tél. 01 45 49 37 82 - Fax 01 45 44 32 18  
infos@commentaire.fr - www.commentaire.fr

# Un gouvernail pour le capitalisme européen ?

NICOLAS VERON

Depuis la faillite d'Enron fin 2001, d'innombrables commentaires ont été consacrés à la crise du capitalisme : on serait dès lors tenté de croire que les éléments décisifs de cette crise ont été analysés dans tous leurs aspects. Pourtant, pour au moins un de ces éléments, en Europe, tel n'est pas le cas. Sur le vieux continent, l'organisation de la régulation des marchés de capitaux demeure un point aveugle du débat public alors même qu'elle devrait y occuper une place centrale.

L'exigence de protection des investisseurs impose aujourd'hui une réflexion sur l'unification de la régulation boursière en Europe. Il est temps que cette réflexion soit engagée, afin qu'elle puisse déboucher dans un avenir proche sur des actions rendues indispensables par l'évolution du contexte des marchés.

## La régulation : une nécessité pour les marchés

La nécessité de régulation publique a suivi le succès extraordinaire des marchés de capitaux depuis le début de la révolution industrielle, et l'affirmation de leur rôle vital dans le fonctionnement de l'économie. Cette régulation est intimement liée à l'existence même des marchés : malgré ce que son nom peut faire supposer de dirigisme étatique, elle est aujourd'hui la plus forte dans les économies libérales où les marchés sont les plus prospères, et presque inexistante là où ils sont peu développés.

Faut-il rappeler tout d'abord l'apport des marchés de capitaux à nos économies ? Ils sont aujourd'hui, de plus en plus et en dépit de leur atonie récente, la source principale de financement externe des grandes entreprises, qu'il s'agisse de financement en capital (marchés d'actions) ou en dette (obligations). Aujourd'hui, malgré quelques exceptions notables comme Auchan ou Bertelsmann, rares sont les entreprises privées de grande taille qui ne font pas appel à eux. Entre 1999 et 2002, les montants levés par les entreprises sur les marchés primaires actions européens (introductions en bourse, augmentations de capital

et émissions d'obligations convertibles) ont atteint en moyenne 221 milliards d'euros par an<sup>1</sup>. Le développement est également important dans les marchés obligataires, où des titres de créances (obligations) s'échangent directement sans l'intermédiaire d'une banque : entre 1998 et 2002, la part de la dette globale des entreprises européennes détenue en direct par des groupes bancaires est passée de 78% à 73%, et la part des obligations négociées sur les marchés a augmenté d'autant. Ainsi, la situation de l'Europe se rapproche progressivement de celle des Etats-Unis, où moins de 40% de la dette des entreprises est portée en direct par les banques commerciales<sup>2</sup>.

Après s'être développés pendant tout le XIX<sup>e</sup> siècle en Europe, les marchés de capitaux ont trouvé leur croissance la plus spectaculaire aux Etats-Unis, et New York est devenue au début du XX<sup>e</sup> siècle la capitale mondiale du financement des entreprises qu'elle est toujours aujourd'hui. Toutefois, depuis une vingtaine d'années, les marchés de capitaux européens connaissent à nouveau un développement rapide, de manière certes différenciée selon les pays. Même en Europe, il est de moins en moins possible de décrire les marchés de capitaux comme une « sphère financière » qui serait distincte de « l'économie réelle ». Au contraire, les économies développées qui ont connu la moins bonne performance ces dernières années, comme l'Allemagne et le Japon, sont aussi celles où ces marchés sont comparativement les moins importants. Et l'éclipse que connaissent actuellement les financements de marchés consécutivement à la chute des indices boursiers (arrêt presque total des introductions en bourse, montée en puissance des financements alternatifs) ne saurait sans doute se prolonger durablement sans porter atteinte à l'économie toute entière, en Europe comme aux Etats-Unis.

La régulation publique des marchés de capitaux est apparue progressivement<sup>3</sup>. Son but est de

<sup>1</sup> *Les Echos*, 10-11 janvier 2003.

<sup>2</sup> Patrick Artus, *Flash CDC Ixis* n°2002-253, 24 octobre 2002.

<sup>3</sup> Dans tout le texte de cet article, les expressions « régulation boursière » et « régulation des marchés de capitaux » sont employées indifféremment.

renforcer la confiance dans le bon fonctionnement du marché, partout où la pure autorégulation a montré ses limites. Les progrès de la régulation ont à peu près toujours été consécutifs à des crises de marché, aux cours desquelles la confiance des investisseurs a été mise sévèrement à mal. La régulation boursière sous sa forme moderne est en fait née de la plus importante de ces crises, qui a éclaté le jeudi 24 octobre 1929. Le nombre d'investisseurs individuels au moment du krach de 1929 est estimé à environ 20 millions, dont la moitié des titres se sont révélés sans valeur : le Congrès a réagi par le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934, définissant ainsi les principes et les règles que la *Securities and Exchange Commission* (SEC), créée en 1934, a été chargée de faire respecter. L'esprit et le contenu de cette législation se résument en deux principes simples : « *les sociétés qui offrent des titres cotés en bourse doivent dire au public la vérité à propos de leur activité, des titres qu'ils vendent, et des risques qu'il y a à investir* », et « *ceux qui vendent et négocient les titres cotés – les intermédiaires financiers et les bourses elles-mêmes – doivent traiter les investisseurs avec équité et honnêteté, en plaçant au premier rang de priorité l'intérêt des investisseurs* »<sup>4</sup>. Ces principes résument le rôle très simple de la régulation boursière : imposer des standards minimaux d'information à fournir par les entreprises émettrices d'actions ou d'obligations cotées ; vérifier la qualité de cette information ; et assurer, en liaison avec l'autorité judiciaire, la « police » du marché en sanctionnant les comportements qui rompent l'égalité de traitement entre les investisseurs, comme les délits d'initiés.

Joseph Kennedy, le premier président de la SEC (et père du futur président des Etats-Unis), a fermement installé celle-ci dans le paysage institutionnel et boursier américain. Depuis, les attributions de la SEC se sont renforcées après chaque crise de marché, par exemple en 1964, 1975, et 1988-90. L'actualité récente a illustré cette tendance à la perfection : à la suite de la débâcle d'Enron et de la disparition consécutive d'Andersen, la SEC a reçu mission d'exercer un contrôle externe sur la profession de l'audit (ou commissariat aux comptes) qui jusque-là fixait elle-même l'essentiel de ses règles et assurait sa propre discipline interne. La nouvelle agence de contrôle créée à cet effet par la loi dite « Sarbanes-Oxley » de juillet 2002 est placée sous l'autorité directe de la SEC, qui nomme ses membres et supervise son action. Ainsi, la SEC, qui a également autorité indirecte sur les normes comptables et les critères de cotation imposés par les bourses américaines, est bien le lieu prépondérant de l'interaction, par nature délicate, entre les marchés de capitaux et les

exigences d'intérêt général visant à la protection des investisseurs et du public.

Le rôle central de la régulation publique exercée par la SEC est reconnu par tous les opérateurs du marché américain, y compris les moins favorables à l'interventionnisme étatique. Cherchant à classer les sept enseignements majeurs de l'année 2002, l'hebdomadaire *Business Week* plaçait le jugement selon lequel « la régulation est essentielle » en 2<sup>e</sup> position, juste après le constat amer du caractère systémique des problèmes révélés par les scandales comptables<sup>5</sup>.

En Europe, l'émergence d'autorités autonomes chargées de la régulation des marchés boursiers a été plus lente. Si elle est apparue dès 1935 en Belgique (rôle de surveillance des émissions de titres cotés confié à la Commission bancaire), elle n'a eu lieu qu'en 1967 pour la France (création de la COB<sup>6</sup>), 1974 en Italie, 1988 en Espagne, 1990 au Luxembourg et 1994 en Allemagne, où les fonctions de contrôle restent toutefois partiellement assurées par les *Länder*.

Un modèle différent a été choisi d'abord par les pays scandinaves, puis par le Royaume-Uni lors de la refonte du contrôle des activités de la City engagée à la fin des années quatre-vingt-dix. La *Financial Services Authority* (FSA) créée en 2000 regroupe en effet, outre la régulation boursière, également le contrôle prudentiel des banques (assuré dans la plupart des autres pays, y compris les Etats-Unis, par la banque centrale), et celui des assurances<sup>7</sup>. Toutefois, l'ampleur et la complexité des tâches de la FSA ont rendu jusqu'à présent son fonctionnement insatisfaisant, et il n'est pas acquis que ce modèle, contesté dès l'origine, soit durable<sup>8</sup> bien qu'il ait récemment été adopté par une majorité de pays européens (dont l'Allemagne en 2002). Par contraste, le modèle institutionnel de la SEC, qui couvre uniquement la régulation boursière, a jusqu'ici résisté à l'épreuve du temps.

Au total, dans le périmètre actuel de l'Europe communautaire, six pays<sup>9</sup> se sont dotés d'une autorité indépendante de régulation des marchés boursiers sur le modèle de la SEC. Dans huit

<sup>5</sup> *Business Week*, 30 décembre 2002.

<sup>6</sup> En France, la COB (Commission des Opérations de Bourse) est le principal régulateur boursier mais certaines fonctions de régulation sont également assurées par le Conseil des Marchés Financiers (CMF). Cette « exception française » devrait être supprimée en 2003, la fusion de la COB et du CMF étant prévue pour donner naissance à une nouvelle institution baptisée Autorité des Marchés Financiers (AMF).

<sup>7</sup> Le contrôle prudentiel vise à s'assurer que les banques et les compagnies d'assurances sont suffisamment capitalisées pour faire face aux risques qu'elles couvrent (risque de défaillance des emprunteurs dans le cas des banques, risque de sinistres dans celui des assurances). Ce contrôle est assuré, en France, par la Banque de France (Commission Bancaire) et par la Commission de Contrôle des Assurances.

<sup>8</sup> *The Economist*, 21 décembre 2002.

<sup>9</sup> France, Espagne, Portugal, Italie, Grèce, Pays-Bas.

<sup>4</sup> Source : site Internet de la SEC ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)), traduction de l'auteur.

autres<sup>10</sup>, il existe un régulateur financier universel sur le modèle de la FSA, incluant la surveillance prudentielle des banques et des assurances. Le cas de l'Irlande est particulier puisque c'est directement la banque centrale (intégrée au système européen de banques centrales depuis la création de l'euro) qui y assure la fonction de régulation des marchés de capitaux.

## Un déséquilibre croissant en Europe

L'Europe présente aujourd'hui un déséquilibre saisissant. D'une part, les marchés de capitaux y sont de plus en plus intégrés, au point que dans bien des domaines les frontières nationales ont perdu toute signification. Mais d'autre part, la régulation publique de ces mêmes marchés demeure réalisée isolément dans chacun des Etats membres, comme si les frontières étaient étanches. Le déséquilibre qui en résulte entre des marchés intégrés et une régulation morcelée a des conséquences négatives sur la protection des investisseurs et sur la performance des marchés de capitaux européens.

Les facteurs concourant à l'intégration des marchés de capitaux européens sont nombreux et puissants, et découlent naturellement de l'interpénétration croissante des économies du continent. La création de la monnaie unique joue, dans cette évolution, un rôle de catalyseur. En éliminant le risque de change dans un portefeuille de titres cotés de la zone euro, elle a rendu naturelle la transposition à l'échelle européenne de choix d'investissement qui s'effectuaient jusque-là à l'intérieur de chaque marché national. Ce mouvement sera parachevé si le Royaume-Uni adopte l'euro à son tour.

Guère plus d'un an après l'entrée en vigueur de l'euro, en mars 2000, les bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam ont annoncé leur fusion, réalisée en septembre 2000 sous le nom d'Euronext (rejointe par la bourse de Lisbonne en 2001). A la même époque, des projets de fusion ont failli aboutir entre d'une part le London Stock Exchange, d'autre part et alternativement la bourse de Stockholm et celle de Francfort. Fin 2001, Euronext a racheté LIFFE, le marché londonien des produits dérivés. D'autres rapprochements s'effectueront sans aucun doute dans les années à venir. L'unification des places de cotation est un élément déterminant d'effacement des frontières nationales dans le fonctionnement des marchés.

Les comportements des analystes et surtout des investisseurs suivent ce décroisement des marchés nationaux pour profiter de la profondeur du nouveau marché européen ainsi créé. La construction de stratégies sectorielles est facilitée :

un investisseur souhaitant acheter des titres automobiles n'a en France le choix qu'entre deux actions, Renault et PSA ; à l'échelle de l'Europe, il peut diversifier son portefeuille sectoriel par des choix incluant par exemple Volkswagen, Fiat ou DaimlerChrysler. Entre 1997 et 2002, la proportion d'investisseurs institutionnels adoptant une approche par pays, par opposition à une approche sectorielle paneuropéenne, est passée de 70% à 21%<sup>11</sup>.

La multiplication des opérations de fusions-acquisitions transfrontalières accentue l'intégration des marchés européens. Lorsqu'une entreprise en acquiert une autre par échange d'actions, elle est le plus souvent amenée à se coter dans le pays de cette dernière afin de faciliter la vie des détenteurs d'actions. Par exemple, la société britannique Vodafone, ayant acquis Mannesmann en 2000, est désormais cotée sur les bourses allemandes et un grand nombre d'anciens actionnaires allemands de Mannesmann détiennent des actions de Vodafone. Par ailleurs, de plus en plus, des entreprises cherchent directement à attirer des investisseurs dans d'autres pays que leur pays d'origine. Ainsi, lorsque la Deutsche Post a été introduite en bourse fin 2000, environ 30 000 investisseurs individuels britanniques ont souscrit à l'offre. Dans le même temps, et sous l'effet de la législation européenne, de nombreux mécanismes fiscaux qui concouraient au cloisonnement des marchés sont progressivement éliminés. En France, la législation sur le PEA (plan d'épargne en actions), qui réservait encore récemment ses avantages fiscaux aux seules actions françaises, est ainsi étendue depuis peu de temps à toutes les actions de la zone euro.

Enfin – c'est devenu une telle évidence qu'on oublierait presque de le rappeler – la généralisation, d'une part, de l'usage de l'anglais dans le monde des affaires, d'autre part, de l'Internet avec ses effets de dématérialisation de l'information, sont de puissants vecteurs de l'intégration des marchés financiers, en Europe et plus généralement dans le monde. Des médias financiers comme Bloomberg, Reuters, pour le grand public, la chaîne Yahoo! Finance, sont utilisés comme outils d'information en temps réel simultanément et sous la même forme dans tous les pays.

Les effets de cette intégration sont positifs pour l'économie. L'intégration permet d'augmenter la liquidité du marché (c'est-à-dire sa capacité à absorber facilement des ordres d'achat ou de vente importants), sa profondeur et son efficacité. L'accès à un grand nombre d'investisseurs permet aux entreprises européennes de diminuer leur coût du capital et d'optimiser leurs financements, ce qui a un impact positif sur la croissance de l'économie.

<sup>10</sup> Royaume-Uni, Belgique, Luxembourg, Allemagne, Autriche, Danemark, Suède, Finlande.

<sup>11</sup> Source : Merrill Lynch.

Toutefois, dans le même temps, le cloisonnement des réglementations boursières nationales pèse sur les performances du marché. Il n'y a pas de droit boursier européen, encore moins d'autorité européenne de régulation boursière, et les avancées récentes, malgré leur intérêt, ne constituent pas une préfiguration d'une telle autorité.

La réalité commune en Europe reste en effet l'autorité des régulateurs nationaux, voire régionaux<sup>12</sup>, en dépit de l'intégration progressive des marchés. Pour introduire une meilleure coordination, l'Union européenne a chargé en 2000 un « groupe de sages » de conduire une réflexion sur la régulation des marchés de capitaux sous la présidence d'Alexandre Lamfalussy, ancien président de l'Institut Monétaire Européen qui préfigurait la BCE jusqu'en 1998. Le travail de ce groupe a principalement abouti à la création d'un comité rassemblant les autorités de régulation boursière européennes (CESR, pour *Committee of European Securities Regulators*) et chargé de superviser l'élaboration de règles communes qui sont ensuite mises en œuvre par chaque autorité dans son territoire national. Le CESR a également repris l'acquis d'un groupe antérieur qui avait été constitué par les mêmes régulateurs en 1998 comme lieu d'échanges et de coordination informelle<sup>13</sup>.

Le CESR fonctionne sur un mode « intergouvernemental » et son rôle n'est en tout état de cause que consultatif, selon le schéma habituel de la « comitologie » européenne : les règles qu'il propose sont ensuite soumises aux procédures de décision communautaire. Son fonctionnement effectif a commencé courant 2002. Le CESR est parfois présenté comme l'embryon d'une autorité de régulation, mais en réalité il n'en est rien : en effet ce comité n'a pas compétence générale sur la régulation boursière mais se limite à une série de chantiers ponctuels, et surtout il n'a aucun pouvoir pour faire respecter les règles élaborées en son sein, dans la mesure où ce pouvoir reste exclusivement entre les mains des régulateurs nationaux<sup>14</sup>. Selon toute vraisemblance, la nature du CESR s'apparentera plutôt à celles de certaines organisations internationales productrices de normes, comme l'OIT dans le domaine de la législation du travail.

Le cas d'Euronext est particulier, dans la mesure où cette entreprise de marché opère

simultanément dans plusieurs pays. Pour permettre la fusion qui lui a donné naissance, la COB et ses homologues belge et néerlandaise ont signé un accord provisoire afin de prendre certaines décisions en commun, mais la régulation n'a pas pour autant été unifiée. De ce fait, Euronext continue de juxtaposer des cotes nationales soumises à des règles différentes, malgré la volonté de réaliser une place de cotation commune.

Le morcellement de la régulation boursière en Europe a des conséquences négatives sur le fonctionnement des marchés et de l'économie. Tout d'abord, il crée des difficultés substantielles pour les entreprises émettrices d'actions ou d'obligations. Une entreprise dont les activités financières couvrent toute l'Europe doit affronter autant de régulateurs que de places où elle est présente, avec le plus souvent une coordination faible entre les différents régulateurs nationaux : le processus d'autorisation en est rendu plus long, plus coûteux et plus aléatoire. Pour prendre un exemple, Vodafone, déjà citée comme cotée à la fois à Londres et Francfort, doit négocier en parallèle avec la FSA britannique et l'autorité de régulation allemande pour la plupart de ses opérations.

Mais ce coût additionnel pour les sociétés émettrices n'est qu'un des défauts de la situation actuelle. Plus grave, celle-ci se traduit également par des failles importantes dans la protection des investisseurs. Les entreprises sont libres de faire jouer la concurrence entre systèmes de régulation : telle grande entreprise française a pu ainsi céder à la tentation d'émettre certaines obligations spécifiquement au Luxembourg, considérant que l'autorité de régulation boursière locale serait moins exigeante que la plupart de ses homologues, notamment en ce qui concerne la publication d'informations que l'entreprise émettrice ne souhaitait pas diffuser. Ce qui existe de concurrence dans le système actuel de régulation boursière en Europe est bien plus souvent une concurrence « par le bas », dans laquelle les entreprises sont tentées de privilégier la place financière où la régulation est la plus laxiste, qu'une concurrence « par le haut » où l'émulation entre régulateurs nationaux les conduirait à s'aligner sur les meilleures pratiques. En matière d'information donnée au public, notamment, cette situation a pour effet que la plupart des pays européens conservent pour l'instant des niveaux d'exigences très inférieurs à ce qui existe aux Etats-Unis. Pour les investisseurs et également pour les entreprises elles-mêmes, il est par exemple beaucoup plus coûteux d'avoir une vision complète et actualisée de la structure de l'actionnariat d'une société cotée en Europe continentale qu'aux Etats-Unis. Une enquête complète d'actionnariat (enquête SICOVAM) coûte typiquement plusieurs dizaines de milliers d'euros pour une société cotée à Paris, ce qui en fait un

<sup>12</sup> En Allemagne notamment, les Länder ont conservé un rôle dans la régulation des bourses locales au côté de l'autorité de régulation fédérale : ceci conduit à des inefficacités significatives à l'intérieur même des frontières nationales. Cf. *“European Corporate Governance: a Changing Landscape?”*, MIT Sloan School of Management 50<sup>th</sup> Anniversary Research Project (<http://mitsloan.mit.edu/50th/corpgoveuropepaper.pdf>) : *“the need for regulatory body consolidation”* (page 42).

<sup>13</sup> FESCO, pour Forum of European Securities Commissions.

<sup>14</sup> Cf. Gérard Hertig & Ruben Lee, *Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation*, document de travail disponible sur [www.hertig.ethz.ch](http://www.hertig.ethz.ch), janvier 2003.

produit de luxe pour beaucoup d'entreprises cotées de taille moyenne.

Enfin, l'organisation actuelle de la régulation boursière européenne rend très insatisfaisant le processus de production des règles qui encadrent le fonctionnement des marchés. On l'a compris, ces règles sont le plus souvent produites dans le cadre national, avec des effets limités<sup>15</sup>. Le CESR déjà mentionné permet désormais d'adopter certains types de règles de manière uniforme dans l'Union. Mais son fonctionnement est à la fois complexe, à cause des coûts élevés de coordination entre 15 (bientôt 25) régulateurs nationaux, et opaque, car le CESR est un organisme technique et consultatif qui n'est soumis à aucun mécanisme de responsabilité. Le Parlement Européen se dit vigilant face à la possibilité d'émergence d'un pouvoir non contrôlé du CESR, mais il n'a pas sur celui-ci de contrôle direct et le caractère très technique des débats rend une telle vigilance très difficile à maintenir pour une assemblée politique.

Du fait de son caractère technocratique prononcé, le CESR ne peut pas avoir pas la même légitimité qu'une autorité de régulation insérée dans un système de gouvernement démocratique comme le sont les régulateurs nationaux européens (avec les limites précédemment évoquées) ou la SEC américaine. Il ne pourra pas donc modifier substantiellement le contexte que nous connaissons actuellement, où l'Europe n'a guère d'autre choix pour ses grandes options de réglementation boursière que de s'aligner sur les décisions prises par les acteurs nord-américains et notamment la SEC. La mise en œuvre de la loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002, dont les dispositions sont d'application extraterritoriale pour les sociétés européennes cotées à New York, en a fourni un nouvel exemple récent. Les régulateurs européens ont été largement absents du débat sur sa mise en œuvre, car ils ne pouvaient opposer à la SEC une « masse critique » leur permettant de peser dans les décisions. Il en va de même pour bien d'autres aspects essentiels de la régulation des marchés. A propos du contrôle des agences de notation financière<sup>16</sup>, le ministre français des Finances, Francis Mer, notait récemment : « nous ne devons pas nous résigner à une situation où la SEC, seul régulateur mondial de fait en la matière, édicterait des règles s'appliquant au reste du monde »<sup>17</sup>. Ce constat amer s'applique

<sup>15</sup> Il en va de même pour le contrôle de l'application (enforcement) des normes comptables, qui reste de la compétence des régulateurs nationaux avec des risques de divergence d'un pays à l'autre, même après l'adoption des normes comptables internationales qui aura lieu en 2005.

<sup>16</sup> La notation financière, qui permet aux investisseurs sur les marchés obligataires de disposer d'une évaluation uniforme du risque de défaillance des sociétés émettrices d'obligations, est actuellement concentrée entre trois firmes mondiales (Standard & Poor's, Moody's et Fitch), très profitables et dont les méthodes ont fait l'objet en 2002 de nombreuses critiques.

<sup>17</sup> Discours de Francis Mer aux « 12<sup>èmes</sup> entretiens de la COB », 21 novembre 2002.

hélas aujourd'hui dans les mêmes termes à la plupart des règles essentielles de fonctionnement des marchés de capitaux.

En bref, une régulation morcelée dans un marché en voie d'intégration rapide est une régulation faible, et souvent inefficace. Il en résulte nécessairement un moindre développement, une moindre performance et une moindre liquidité des marchés, des valorisations plus faibles, et un coût du capital plus élevé. Ainsi, le mauvais fonctionnement de la régulation boursière en Europe a pour conséquence induite de rendre plus difficile l'accès des entreprises aux capitaux permanents, ce qui fragilise leur situation financière et inhibe leur croissance. Même après l'éclatement de la « bulle » des nouvelles technologies, les entreprises nées depuis moins de trente ans sont incomparablement plus nombreuses parmi les plus grandes entreprises aux Etats-Unis qu'en Europe. Ce contraste est une illustration parmi d'autres de l'efficacité encore insuffisante des marchés de capitaux européens.

## Un débat introuvable

Les lignes qui précèdent conduisent à constater une énigme. La question de la régulation boursière est centrale dans la construction financière et économique de l'Europe ; pourtant, elle n'est presque jamais débattue. Notamment, depuis la faillite d'Enron et l'avalanche de débats qui ont suivi sur le fonctionnement du capitalisme, seules quelques très rares voix se sont fait entendre pour évoquer publiquement ce thème<sup>18</sup>. Même certains médias économiques et financiers de langue anglaise, qui avaient soutenu l'idée d'une régulation européenne unifiée dans les années récentes<sup>19</sup>, sont devenus à peu près muets sur ce thème depuis l'éclatement de la crise de confiance.

Parmi les explications possibles de ce silence observé depuis deux ans, il en est une qui serait rassurante : la création du CESR en 2001 aurait résolu le problème, en dotant l'Europe d'une structure unique d'élaboration de règles pour sa

<sup>18</sup> On notera parmi celles-ci le directeur financier de DaimlerChrysler, Manfred Gentz (interview à *Handelsblatt*, 29 juillet 2002), Norbert Walter, économiste en chef de la Deutsche Bank, ainsi que l'association Eurofi qui a récemment engagé plusieurs actions de communication publique.

<sup>19</sup> *The Economist*, 9 juillet 1998 ("A better idea would be to create a single pan-European regulator. That is the approach America adopted with the SEC. It is time for Europe to follow suit"); *Business Week*, 17 avril 2000 ("Europe's stock markets need a good cop"); *The Economist*, 8 juin 2000 ("The fact is that the present system (or lack of one) is not working"); ou encore *Business Week*, 15 janvier 2001 ("The European Union is a single market, right? Well, not for stocks. The EU has more than 30 regulators (...) such inconsistency isn't just inconvenient. It also unnerves individual investors and frustrates institutions. Europe's financial players want a common regulator like the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)").

régulation boursière. Malheureusement, on l'a vu, le CESR ne représente qu'un faible progrès face aux défis de l'intégration des marchés de capitaux européens. Il faut donc chercher d'autres causes à l'absence de débat.

Une première cause n'est pas spécifique au thème de la régulation boursière, même si elle y est très accentuée : c'est la difficulté générale qu'éprouvent les Européens à structurer leurs débats sur l'économie mondiale autrement qu'en important les idées élaborées dans le débat public nord-américain<sup>20</sup>. Les Etats-Unis disposent en la matière d'une « infrastructure » efficace pour le débat public : une recherche universitaire qui met l'accent sur la description des faits, une presse très attachée au journalisme d'analyse et d'investigation, des *think tanks* qui assurent une large diffusion de certaines idées universitaires, et jusqu'au Congrès lui-même qui ne se prive pas de solliciter toutes sortes d'experts pour ses débats. La mobilisation de ces divers intervenants à la suite de la faillite d'Enron a donné lieu à une impressionnante accumulation de révélations, de descriptions et d'analyses qui a submergé les observateurs européens, lesquels ne disposaient pas de l'équivalent chez eux. Bien des commentateurs français sont actuellement beaucoup mieux informés sur les affaires internes récentes de WorldCom ou de Tyco que sur celles de Vivendi Universal ou de France Telecom.

Dans le cas particulier des marchés de capitaux, ce déséquilibre transatlantique dans le domaine des idées se double d'un déséquilibre transmanche. En effet, Londres est, sinon la plus ancienne, du moins la plus importante place financière européenne, et le leadership de la City s'étend au champ intellectuel pour la réflexion sur l'évolution des structures de marché. Par exemple, le principal réseau européen d'experts universitaires sur les questions économiques, le *Centre for Economic Policy Research*, ainsi que le seul institut spécialisé dans les questions de gouvernement d'entreprise, l'*European Corporate Governance Institute*, sont tous deux basés à Londres<sup>21</sup>. Dans les années récentes, les deux principales études indépendantes réalisées sur la régulation des marchés de capitaux européens ont été réalisées respectivement par le *Centre for European Reform* de Londres<sup>22</sup> et par le directeur du *Centre for European Policy Studies* de Bruxelles, au sein duquel l'influence britannique a toujours été forte<sup>23</sup>.

De même, la plupart des principaux médias financiers européens sont britanniques (*The Economist*, *Financial Times*, *CFO Europe*) ou à actionnariat britannique (*FT Deutschland*, *Les Echos*), et la *London School of Economics* est certainement le centre universitaire européen dont le rayonnement est le plus important en matière financière. Tout ceci renforce encore la place prépondérante ménagée par le débat financier européen aux idées du monde anglophone.

Pourtant, les différences structurelles entre les entreprises et les marchés du continent européen et ceux d'outre-Manche et surtout d'outre-Atlantique sont suffisamment importantes pour justifier une réflexion autonome. Qu'on en cite quelques-unes : le rôle des banques dans le financement des entreprises, plus important sur le continent ; les structures d'actionnariat, moins dispersées et comprenant fréquemment des « blocs de contrôle » par lesquelles un ou plusieurs actionnaires détiennent un pouvoir prépondérant ; le rôle des représentants des salariés qui en fait parfois, comme en Allemagne, des acteurs à part entière du « gouvernement d'entreprise » ; et, dans plusieurs pays dont la France, un héritage historique marqué par le rôle prépondérant de l'Etat et son ingérence fréquente dans les mécanismes de marché, même si cet aspect appartient de plus en plus au passé. Mais la faiblesse de l'infrastructure du débat public relatif aux marchés de capitaux en Europe continentale fait qu'aucune de ces spécificités n'est analysée autant qu'elle le mérite, alors même qu'une telle analyse pourrait mener à des réflexions nouvelles et pertinentes sur les évolutions à mener<sup>24</sup>.

Naturellement, l'absence de débat est renforcée par le fait que le *statu quo* en matière de régulation boursière européenne est confortable pour de nombreux acteurs. Il en va ainsi de certaines sociétés cotées émettrices, qui profitent des failles créées par le morcellement des régulations. Il en va aussi, naturellement, des entreprises qui sont directement soumises à la régulation publique, comme les bourses de valeurs et d'autres intermédiaires financiers (par exemple les banques d'affaires et d'investissement pour certaines de leurs activités) : ainsi, la fédération européenne des bourses de valeurs<sup>25</sup> s'est officiellement déclarée en septembre 2000 opposée à la création d'une autorité pan-européenne de régulation boursière. Il serait en

<sup>20</sup> Cette faiblesse de l'Europe sur le terrain du débat d'idées a été décrite dans un autre contexte par Jean Pisani-Ferry et Benoît Coeuré, *Un regard européen sur la réforme du système financier international*, Commentaire n°94, été 2001.

<sup>21</sup> L'ECGI, créé en 2001, a son siège à Bruxelles mais son équipe permanente est à Londres.

<sup>22</sup> Alasdair Murray, *The Future of European Stock Markets*, Centre for European Reform, mai 2001.

<sup>23</sup> Karel Lannoo, *Does Europe Need an SEC ?*, European Capital Markets Institute, novembre 1999. On peut également

mentionner les études conduites par Ruben Lee (Oxford Finance Group).

<sup>24</sup> Pour ne donner qu'un exemple, la question du rôle et des conflits d'intérêt éventuels des représentants des grandes banques dans les conseils d'administration des sociétés auxquelles elles prêtent, essentielle et spécifique à l'Europe continentale (et au Japon), est rarement débattue, en partie parce qu'elle ne se pose pas (ou presque pas) aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

<sup>25</sup> *Federation of European Securities Exchanges*, [www.fese.be](http://www.fese.be).

effet surprenant que les régulés soient les plus actifs militants d'un renforcement de la régulation.

Sans surprise également, les régulateurs nationaux existants, qui ont commencé à coopérer au sein du CESR, ne souhaitent pas spontanément s'engager au-delà, ce qui signifierait la perte de leur autonomie. Il en va de même de certaines banques centrales, qui craignent l'effet de contagion qu'aurait une unification européenne de la régulation boursière sur la fonction voisine de surveillance prudentielle du secteur bancaire (si voisine que, comme on l'a vu, la moitié des pays européens ont confié les deux fonctions au même organisme) : pour ces banques centrales nationales de la zone euro, le contrôle des établissements de crédit est une des principales tâches qui leur demeurent en propre depuis la création de la BCE, et son transfert à une autorité européenne leur enlèverait une de leurs dernières raisons d'être. Enfin, les ministères des Finances des Etats européens ont des réflexes similaires : ils semblent souvent préférer garder comme interlocuteur une autorité de régulation « domestique » – même si celle-ci, en principe, est indépendante – plutôt que de voir cette fonction transférée à une autorité opérant sur l'ensemble du continent. A Bruxelles, la Commission elle-même a quelques raisons de se satisfaire de la situation institutionnelle actuelle, qui lui laisse une bien plus grande liberté d'initiative en matière de réglementation des services financiers que si elle devait composer avec une autorité de régulation européenne forte : le CESR lui est formellement subordonné, ce qui ne serait pas le cas d'une autorité autonome. En bref, rares sont ceux qui ont à se plaindre du *statu quo* – si ce n'est les investisseurs et le public, mais ce ne sont pas eux qui sont le mieux représentés dans le système institutionnel européen.

A ces causes d'immobilisme s'en ajoute en effet une autre, peut-être plus profonde : le faible développement de la culture financière en Europe continentale. Sans dissenter longuement sur Max Weber et l'éthique protestante, il est évident que les marchés de capitaux occupent une place bien différente dans la plupart des cultures d'Europe continentale de celle qui est la leur en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis. En France par exemple, les « marchés financiers » se démarquent encore avec difficulté de la connotation négative qui leur est fréquemment associée, en opposition avec le « secteur productif » qui, seul, créerait la vraie richesse. Le terme même de « financiarisation » est souvent utilisé péjorativement pour décrire leur importance croissante dans l'économie.

Aux causes historiques et culturelles s'ajoute la faible place accordée traditionnellement aux matières financières dans la formation initiale dispensée en Europe continentale. Par exemple, les anciens élèves des grandes écoles d'ingénieurs, des écoles normales ou même de l'Ecole nationale

d'Administration ont pour la plupart un bagage de culture financière extrêmement modeste, parfois inexistant<sup>26</sup>. Un bon exemple des conséquences de ces lacunes est celui de la justice financière. Entre les juges de pays anglophones (comme le très médiatique Eliot Spitzer à New York, artisan de la récente réforme du financement de la recherche actions à Wall Street) et ceux, par exemple, du « pôle financier » de Paris, la différence de compréhension moyenne des mécanismes de marché est sensible, et elle n'est pas à l'avantage des juges français ; les différences dans la formation initiale jouent un rôle dans ce décalage.

Enfin, et c'est peut-être la cause principale de ce débat avorté, les investisseurs en tant que tels sont mal représentés collectivement en Europe continentale, ce qui contribue à inhiber l'émergence d'un débat collectif sur l'unification de la régulation boursière européenne dont ils seraient les premiers bénéficiaires. En France, les principaux investisseurs institutionnels sont des filiales des grandes banques et compagnies d'assurance, et conservent de ce fait un statut subordonné. Leur organisation professionnelle, l'AFG-ASFFI, mène une action utile mais son poids demeure limité, et bien inférieur à celui du *Council of Institutional Investors* à Washington. Au-delà de la faiblesse de leur représentation institutionnelle, les investisseurs n'ont pas en Europe de porte-parole écouté et respecté à l'image d'un Warren Buffett aux Etats-Unis. Et de fait, ils sont bien peu présents dans le débat public, y compris sur les thèmes qui les concernent le plus directement. Le point extrême de cette sous-représentation des investisseurs est sans doute fournie par la composition de la commission présidée en France par Daniel Bouton qui a produit en septembre 2002 un rapport consacré au gouvernement des entreprises cotées, c'est-à-dire précisément aux mécanismes censés protéger les intérêts des investisseurs face à ceux des directions générales. Cette commission était composée de quatorze membres, dont neuf présidents d'entreprises industrielles et commerciales (soit près des deux tiers du total), deux présidents de banques, deux représentants d'organisations patronales (MEDEF et FFSA) et un expert comptable, mais aucune personnalité qui ne représenterait que les investisseurs.

---

<sup>26</sup> Ceci est, au moins en partie, en train de changer. Depuis une dizaine d'années, sous l'effet notamment de la concurrence internationale qui s'est spectaculairement développée dans l'enseignement supérieur, les établissements de tous types offrent à leurs étudiants une formation financière plus élaborée que par le passé, en même temps, bien sûr, qu'un meilleur apprentissage de l'anglais, la langue commune sur les marchés de capitaux. Cette diffusion progressive de la connaissance des marchés pourrait avoir des conséquences profondes à l'avenir.



## Le temps de l'action

Les défaillances du débat public doivent cesser d'occulter l'urgence. L'Europe ne peut plus s'offrir le luxe d'attendre. L'intégration rapide de ses marchés de capitaux appelle une action rapide dans le domaine de la régulation ; la crise de confiance ouverte par la faillite d'Enron rend cette exigence encore plus pressante. Il est souhaitable que des progrès soient réalisés dès l'année 2003, caractérisée par Jacques Chirac dans ses vœux télévisés comme « une année d'action résolue et équitable ». Les membres de l'Union devraient envisager sans délai une unification de la régulation boursière en Europe sous une autorité unique, qui assurerait la cohérence du contrôle des marchés du continent et serait en quelque sorte l'homologue européen de la SEC, ce que le CESR est très loin de constituer.

La création d'une autorité européenne de régulation implique une réorientation des évolutions actuellement engagées. Alexandre Lamfalussy l'envisage dans son rapport, au cas où l'approche proposée ne donnerait pas de résultats satisfaisants<sup>27</sup>. Aujourd'hui, plus encore que les insuffisances intrinsèques du « processus Lamfalussy », c'est la crise des marchés elle-même qui rend cette accélération nécessaire. En effet, cette crise impose de faire tout ce qui est possible pour permettre à la confiance des investisseurs de revenir sur les marchés européens, et pour cela la crédibilité de la régulation est un élément essentiel, dont on a vu qu'il ne pouvait être assuré dans le contexte institutionnel actuel.

Comme le rappelle le rapport Lamfalussy, la création d'une autorité européenne de régulation des marchés de capitaux nécessite une modification des traités européens. Et en effet, au-delà même de l'analyse juridique, il s'agirait d'un acte politique de grande portée, certes moins visible dans l'opinion que la création de la monnaie unique mais non sans ressemblances avec celle-ci. L'existence d'une régulation boursière forte, capable de faire contrepoids à la puissance de la SEC et de Wall Street, est essentielle si l'Union européenne prétend développer un modèle spécifique d'« économie sociale de marché », et donner ses propres règles au marché européen.

Il s'agirait également d'un chantier technique long et difficile, comme l'a été la monnaie unique. L'unification de la régulation boursière n'implique en aucune façon, comme on l'entend dire parfois, une uniformisation du droit des sociétés : aux Etats-

Unis, la SEC a autorité sur tous les Etats alors que le droit des sociétés varie d'un Etat à l'autre (c'est en raison de sa législation favorable que le Delaware accueille un grand nombre de sièges sociaux). Mais la seule unification du droit boursier et des régimes de sanction serait elle-même fort complexe, avec des questions induites relatives au système judiciaire puisque toute décision de l'autorité de régulation doit pouvoir être réexaminée en appel selon un schéma juridictionnel cohérent. La complexité de ce projet laisse aussi penser que le champ d'activité de la future autorité devrait se limiter à la régulation des marchés de capitaux, comme pour la COB ou la SEC, plutôt que de s'étendre aux missions de surveillance prudentielle des banques et des assurances comme c'est aujourd'hui le cas au Royaume-Uni et en Europe du Nord. Ce choix permettrait également de limiter le risque d'un pouvoir excessif de l'autorité de régulation, ce qui semble d'autant plus opportun que la FSA connaît actuellement de réelles difficultés à assurer la cohérence de ses multiples activités.

Au-delà de l'enjeu du recours juridictionnel, une autorité de régulation européenne devra s'insérer pleinement dans un système de responsabilité démocratique, ce qui est évidemment impossible pour un comité de coordination technique tel que le CESR. De ce point de vue, sa situation serait assez comparable à celle de la Banque centrale européenne, et poserait en retour la question du mécanisme démocratique dans les institutions européennes elles-mêmes : le schéma de contrôle dépendra donc des évolutions prochaines de ces institutions. Mais en tout état de cause une chose est sûre : seul un contrôle démocratique explicite, comparable à celui que le Congrès et le gouvernement américains exercent sur la SEC, peut conférer la légitimité, l'autorité et l'autonomie nécessaires à une régulation efficace<sup>28</sup>.

Simultanément à cette légitimité « au sommet » donnée par le contrôle démocratique, il faudra aussi conserver une légitimité « à la base », c'est-à-dire une proximité effective avec les marchés locaux et les acteurs qui les font vivre. La réponse à cette exigence est un degré élevé de décentralisation dans le fonctionnement quotidien. Ainsi, une autorité unifiée mais fonctionnant de manière décentralisée répondrait à la situation effective du marché européen, en voie d'intégration rapide mais avec le maintien de nombreuses places financières locales. Un mode décentralisé permettrait aussi de conserver le savoir-faire accumulé, particulièrement dans la dernière décennie, par les équipes des différents régulateurs nationaux. Il permettrait enfin

<sup>27</sup> « Si un réexamen complet devait confirmer (en 2004 ou plus tôt, selon le cas) que l'approche retenue n'a aucune chance d'aboutir, il pourrait être opportun d'envisager une modification du Traité, prévoyant la création pour l'UE d'une autorité unique de régulation chargée des services financiers dans toute la Communauté » - *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières*, Bruxelles, 15 février 2001, page 52.

<sup>28</sup> A propos de ce contrôle exercé sur la SEC, et plus généralement pour une comparaison éclairante entre celle-ci et la COB, cf Pierre-Henri Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des Opérations de Bourse et la Securities and Exchange Commission*, Paris, LGDJ, 2002.

de faciliter la production et le traitement de l'information en langue locale en parallèle avec la langue anglaise, ce qui demeurera longtemps indispensable, au moins pour certaines catégories d'informations, afin d'assurer la bonne protection des investisseurs individuels. Ainsi, la future autorité pourrait être chargée en propre de la définition des règles de marché, y compris en matière d'application des normes comptables, selon une relation de délégation à définir avec les institutions politiques européennes (Conseil, Commission et Parlement) ; ses établissements sur les différentes places, qui reprendraient l'essentiel des structures existantes, pourraient être chargés des décisions individuelles, prises selon des instructions communes. Un tel schéma permet de concilier la proximité avec les acteurs locaux, la cohérence de la mise en œuvre des règles sur tout le territoire européen, et la « taille critique » qui permettra à l'autorité de jouer tout son rôle dans les débats européens et de dialoguer d'égal à égal avec ses grands homologues internationaux, en premier lieu la SEC.

Il convient enfin de mentionner la question du champ géographique de la future autorité. La logique voudrait que celle-ci couvre l'ensemble des marchés de l'Union européenne, mais une option « continentale » est également envisageable, du moins dans un premier temps, au cas où la City exprimerait une opposition déterminée à un tel projet.

Le projet qui vient d'être décrit est à la fois indispensable, ambitieux et complexe. Il nécessite du volontarisme et ne peut être repoussé aux calendes grecques : la gravité de la crise de confiance que traversent les marchés de capitaux ne permet plus d'attendre. La Convention européenne et la préparation d'une conférence intergouvernementale en 2004 fournissent l'occasion d'inscrire ce thème, dès à présent, dans la future révision des traités européens. L'accélération du calendrier d'unification de la régulation boursière en Europe est un thème d'action politique prioritaire, pour tous ceux qui pensent que l'Europe doit jouer un rôle dans la définition des règles de son propre capitalisme.

NICOLAS VERON