

Le point de vue de **NICOLAS VÉRON**

## Krach des marchés : l'Europe doit répondre



*Nicolas Véron, conseil indépendant*

Y a-t-il un capitalisme européen ? Les marchés de capitaux sont bouleversés par la poussée de fièvre qui a déjà vu s'effondrer Enron, Andersen, WorldCom et Vivendi Universal. Aux Etats-Unis, cette crise a suscité des réflexions vigoureuses, certaines déjà traduites en actions et d'autres qui le seront bientôt. Face à cela, les Européens oscillent encore entre plusieurs réactions toutes dérisoires : la dénégation (notre système est supérieur, il n'y a aucun risque chez nous) ; l'immobilisme défensif (la loi américaine est extraterritoriale donc inacceptable, combattons-la pour pouvoir ne rien changer) ; l'incantation (le capitalisme boursier est néfaste, construisons l'avenir radieux en supprimant les intérêts d'argent), et l'imitation provinciale (légiférons dans chaque pays de manière isolée en mimant la démarche américaine).

En France, à de trop rares exceptions près, la première de ces attitudes est celle des chefs d'entreprise, la deuxième celle des professionnels de la comptabilité, la troisième celle des politiques d'opposition et la quatrième celle des politiques de gouvernement. Aucune n'est à la mesure du défi, si nous voulons vraiment échapper à la colonisation définitive de notre système financier par ces « Anglo-Saxons » que nous aimons tant par ailleurs diaboliser.

La régulation publique des marchés de capitaux est le meilleur contrepoids aux excès boursiers : elle protège les actionnaires minoritaires en assurant que les règles du jeu sont les mêmes pour tous, et en sanctionnant les tricheurs. Aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) joue ce rôle de « gendarme de la Bourse » depuis sa création après le krach de 1929, et malgré la crise de légitimité qui a obligé son président, Harvey Pitt, à démissionner, elle est naturellement le pivot de toutes les réformes décidées ou discutées depuis le début de cette année. Cette régulation n'apporte pas seulement une protection aux épargnants, elle est aussi un facteur de compétitivité de l'économie : en accroissant l'efficacité des marchés et en renforçant la confiance dans leur fonctionnement, elle contribue à diminuer le coût du financement pour les entreprises, notamment les moyennes entreprises en forte croissance, qui ont les besoins de capitaux les plus élevés.

En Europe, chaque pays s'est doté de ses propres structures : la COB et le CMF (qui doivent bientôt fusionner) en France, la Consob en Italie, la FSA au Royaume-Uni, des émanations des Länder en Allemagne, et ainsi de suite ; au total, une quarantaine d'organismes différents sont chargés de cette mission au sein de l'Union. Pourtant, les frontières entre les marchés nationaux s'effacent rapidement. Les Bourses de valeurs vont continuer de se regrouper ; Euronext a déjà fusionné celles de France, de Belgique, du Portugal et des Pays-Bas. Les places de cotation électronique, sans frontières par définition, se développent. Les infrastructures des échanges boursiers, compensation et liquidation, s'unifient progressivement. Les investisseurs institutionnels raisonnent de plus en plus en termes de secteurs plus que de pays, et arbitrent désormais entre Peugeot et Volkswagen, ou TotalFinaElf et Shell, plutôt qu'entre Peugeot et TotalFinaElf au sein d'un compartiment actions françaises devenu vide de sens. Et, bien sûr, le passage à l'euro accélère ce mouvement.

Dans ce marché européen presque unifié, l'émiettement de la régulation pénalise les entreprises. Celles-ci doivent affronter une multiplicité inutile d'interlocuteurs et de règles : le processus de coordination entre régulateurs nationaux, engagé depuis un an à la suite d'un rapport présenté au Conseil européen par Alexandre Lamfalussy, mettra sans doute des décennies à faire réellement converger les approches. La concurrence entre régulateurs nationaux, loin de les conduire à

l'excellence, s'effectue trop souvent par le bas, les entreprises étant libres d'enregistrer certaines opérations dans les pays moins exigeants pour échapper au contrôle des régulateurs les plus sourcilleux. Ces écarts de pratiques conduisent à limiter les flux d'investissements transfrontaliers internes à l'Union et augmentent d'autant le coût du financement pour les entreprises en croissance qui ont des besoins de capitaux.

Surtout, le marché a besoin de règles communes qui ne peuvent être fixées que par une autorité forte. Aujourd'hui, seule la SEC américaine, appuyée sur un marché américain environ deux fois plus gros que tous les marchés européens mis ensemble, pèse d'un poids suffisant pour façonner les règles du jeu boursier international (le budget de la COB est de 27 millions d'euros, celui de la SEC sera de 776 millions de dollars en 2003).

Tant qu'il en est ainsi, l'Europe est condamnée à la dépendance vis-à-vis des Etats-Unis. Un exemple : les Européens viennent d'abandonner leur pouvoir de normalisation comptable à un organisme international qu'ils ne contrôlent pas, l'IASB ; aucune des autorités de régulation européennes n'est de taille à faire contrepoids à la SEC dans les instances consultatives de l'IASB, ce qui serait le seul moyen de regagner une influence sur ce processus essentiel.

Le regroupement des structures existantes sous une autorité européenne unique est indispensable. Il est aussi possible : le choc vécu par les marchés ouvre un espace pour la réforme. Il suppose un effort politique collectif de maîtrise du développement de l'économie financière, qui relève du niveau des chefs d'Etat et de gouvernement et nécessite une modification des traités européens. Il doit être engagé sans délai.

Pour mener à bien cette réforme, trois dangers majeurs doivent être évités. Premier risque, l'enlisement : le sujet est techniquement complexe et nécessite la fixation très rapide d'un calendrier contraignant, comme cela a été fait pour la monnaie unique ou, aux Etats-Unis, pour les nouvelles institutions de contrôle mises en place par la loi Sarbanes-Oxley. Deuxième risque, l'absence de responsabilité démocratique : l'autorité de régulation unifiée doit répondre de ses actes devant les pouvoirs exécutifs et législatifs européens ; il faudra aussi définir une instance d'appel spécifique, qui peut sans doute être créée au sein de la Cour de justice de l'Union. Troisième risque, l'excès de centralisation : les entreprises et les investisseurs doivent continuer à s'adresser à un interlocuteur proche d'eux, qui parle leur langue et connaît les spécificités de leur environnement et de leur réglementation nationale, notamment en matière de droit des sociétés et de fiscalité. Cela signifie le maintien d'une grande partie des structures nationales, sous une autorité européenne unique, mais avec une autonomie pour les décisions individuelles.

Enfin, le processus doit être impartial. Une précédente discussion entre Etats membres de l'Union, en 2000, avait été présentée par les opposants au projet comme un « complot français » pour imposer un régulateur paneuropéen, dont le siège serait à Paris. Le débat sur la régulation mérite mieux. Ses promoteurs doivent clairement faire comprendre qu'ils ne défendent pas des prés carrés nationaux, mais seulement l'intérêt public de tous les Européens. Et si, comme il est possible, le Royaume-Uni exprime des réticences fortes dues à la volonté d'autonomie de la place de Londres, on peut imaginer qu'il ne rejoigne le processus que dans un second temps. L'unification monétaire montre qu'aucun de ces obstacles n'est infranchissable. En dépit des profondes différences de nature entre les deux projets, la méthode et le schéma d'organisation mis en oeuvre avec succès pour la création de l'euro fournissent un guide utile pour mettre en place la régulation européenne des marchés de capitaux, dont l'enjeu politique est sans doute d'une ampleur comparable.

Les dirigeants des pays d'Europe ne peuvent pas continuer à faire comme si rien ne s'était passé depuis un an dans la marche du capitalisme. Ils doivent saisir l'occasion pour créer les conditions d'une régulation efficace ; s'ils se contentent d'attendre ou, ce qui revient au même, de modifier à la marge leurs législations nationales respectives, cette occasion aura été manquée, et ce seront dix ou vingt ans de perdus pour la capacité des Européens à peser sur les règles du jeu de leur propre système économique et financier.