

Bataille pour le LSE : et si le vrai enjeu était la régulation ?

L'affrontement entre entreprises boursières pour le contrôle du London Stock Exchange (LSE) est un feuilleton très instructif. L'étape actuelle – une pause dans le conflit, à la suite du retrait de Deutsche Börse qui ouvre de nouvelles options pour son concurrent Euronext – offre une occasion privilégiée de réflexion sur l'évolution possible des marchés de capitaux européens.

Il a parfois semblé s'agir d'une bataille classique entre « champions nationaux » : Euronext, héritier de la Bourse de Paris, dirigé par un ancien fonctionnaire français et appuyé par la « place », contre Deutsche Börse, un colosse allemand aux réflexes impérialistes, se disputant tous deux la proie britannique.

Il suffit pourtant d'y regarder d'un peu plus près pour voir combien la réalité est différente : Euronext est détenu à plus de 70% par des actionnaires non-français, Deutsche Börse à 65% par des non-allemands. Les Français ne sont que 3 sur 12 au conseil de surveillance d'Euronext, qui est présidé par un Néerlandais. Et la place de Francfort a craint d'être vidée de sa substance en cas de succès de Deutsche Börse, qui est par ailleurs par beaucoup d'aspects une entreprise autant suisse ou luxembourgeoise qu'allemande. La vérité est que les deux protagonistes sont des places de marché dématérialisées, résultant de multiples acquisitions transfrontalières, et que leur attribuer une « nationalité », surtout après l'éventuelle acquisition du LSE, n'a que fort peu de sens.

Place dominante. S'agit-il alors d'une pure bataille privée, dénuée d'enjeux collectifs ? Non plus. Car derrière la question posée en apparence – lequel des deux prétendants sortira vainqueur – s'en cache une autre, autrement plus structurante : rien moins que de savoir qui fixera les règles futures du grand marché européen des actions.

Ne nous y trompons pas : si le LSE est effectivement racheté, le modèle des cotes boursières « nationales », aujourd'hui maintenu par Euronext avec de plus en plus de difficulté, s'estompera très probablement au profit d'une concentration de la cotation des blue chips (les grandes capitalisations) sur une place dominante qui sera très certainement Londres. Que l'acheteur soit Euronext ou Deutsche Börse ne change rien sur ce point. Les acteurs des marchés courent après la liquidité et n'aiment pas les disparités de règles : si, par exemple, Euronext emporte le LSE, il ne faudra pas plus de quelques années avant que des grands émetteurs aujourd'hui « cotés à Paris » (soumis à la régulation de l'AMF) trouvent le moyen de traverser la Manche et de se faire admettre sur le compartiment britannique de l'Eurolist, qui sera devenu dominant. Ceci sera d'autant plus naturel que la corrélation entre place de cotation et lieu d'incorporation deviendra de moins en moins automatique dans les années à venir. Déjà aujourd'hui, deux valeurs du CAC 40, EADS et STMicroelectronics, sont (comme Euronext elle-même) des sociétés de droit néerlandais et non français.

Ce jour-là, les autorités publiques du continent n'auront que leurs yeux pour pleurer : les sociétés à forte capitalisation et à forte liquidité échapperont à leur champ d'action, et il ne leur restera plus que les valeurs petites et moyennes. En pratique, et sans aucune initiative politique ni changement de législation, la FSA deviendrait le régulateur principal des marchés actions de l'Europe. Ce scénario n'a rien d'in vraisemblable : il est identique, mutatis mutandis, à celui de la disparition des bourses de province en France, avec les mêmes forces en jeu à une échelle plus grande.

Comment réagir ? Certainement pas en cherchant à bloquer la consolidation entre entreprises de marché, qui est inévitable et améliorera sans doute les conditions de financement des entreprises européennes. Le problème de fond est qu'il est illogique et dangereux de conserver une régulation fragmentée pour un marché européen de plus en plus intégré. Si rien n'est fait, la concentration naturelle du marché sur une ou quelques places (Luxembourg pour les obligations, Londres pour les actions si notre scénario se réalise) donnera mécaniquement un pouvoir disproportionné aux autorités de régulation locales.

Régulation européenne. La seule réponse cohérente est la mise en place d'une autorité de régulation européenne. Le comité mis en place en 2001 pour coordonner les régulateurs nationaux, baptisé CESR (*Committee of European Securities Regulators*) et basé à Paris, est loin de pouvoir jouer ce rôle. Ce comité de liaison devrait être remplacé par une autorité dotée de pouvoirs propres, sans quoi il ne peut s'agir que d'une illusion d'intégration ; il est également clair qu'une telle autorité ne pourrait être située qu'à Bruxelles, de fait la capitale politique de l'Union, ou à Londres, sa capitale financière. Plutôt que de s'accrocher à la localisation du CESR à Paris ou de compter les points dans le match Euronext-Deutsche Börse, le gouvernement français serait bien inspiré de retrouver le leadership qui a été souvent le sien dans les étapes passées de la construction du marché unique européen, et de créer les conditions pour que la consolidation des structures boursières ne se traduise pas par une répartition aberrante des pouvoirs de fixation des règles du jeu du capitalisme européen.

* Nicolas Véron est associé fondateur d'ECIF (Etudes et Conseil pour l'Information Financière) et coauteur de *L'Information financière en crise : comptabilité et capitalisme* (Odile Jacob, 2004). Courriel : n.veron@ecif.info