

Au revoir, monsieur Donaldson

Le grand événement du mois de juin pour les marchés de capitaux n'a été ni le discours de politique générale de Dominique de Villepin, ni l'entrée de Vincent Bolloré au conseil d'Havas ; il s'est produit outre-Atlantique et est passé presque inaperçu en France. William Donaldson, le président de la Securities and Exchange Commission (SEC), était largement inconnu du public hexagonal et sa démission n'a donné lieu en général qu'à de brefs commentaires. Pourtant, le départ forcé de ce vieux routier de Wall Street, cofondateur en 1959 de la banque d'affaires DLJ et ancien président de la bourse de New York, marque probablement un point d'inflexion majeur et préoccupant.

En apparence, il y a des éléments de continuité : Donaldson est républicain comme son prédécesseur Harvey Pitt et son successeur désigné Christopher Cox ; ami intime de la famille Bush, il avait même soulevé au moment de sa nomination en décembre 2002 un certain scepticisme quant à sa capacité à réguler des marchés financiers dont il avait jusque-là fait partie intégrante. Mais il ne faut pas s'y tromper. Son éviction, en même temps que le non-renouvellement de son collègue Harvey Goldschmid qui retourne enseigner le droit à Columbia, signale un changement de direction pour le système financier américain et, à travers lui, pour les marchés internationaux y compris ceux de l'Europe.

Bilan impressionnant. Les pouvoirs de la SEC sont considérables, à la mesure de la puissance des marchés américains, et dépassent de beaucoup ceux de l'AMF en France ou de n'importe quel régulateur boursier dans le monde. En deux ans et demi, le bilan de l'équipe Donaldson est impressionnant – même si le procureur de New York, Eliot Spitzer, y a aussi beaucoup contribué. L'ambitieux programme fixé par la loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002 a été réalisé à marche forcée, depuis la nomination du respecté William McDonough pour surveiller les firmes d'audit jusque'à la certification des contrôles internes des groupes cotés – la fameuse « section 404 », objet de toutes les récriminations mais que Donaldson a tenu à défendre au moment même de sa démission. L'activité de police du marché a atteint des niveaux inédits à la suite de la « bulle technologique », avec pas moins de 7,7 milliards de dollars d'amendes et de réparations collectées en deux ans et demi, contre 500 millions par an auparavant. Les pratiques de gestion des fonds d'investissement (*mutual funds*) ont été assainies ; les règles de négociation des actions en bourse ont été modernisées et clarifiées.

Mais le départ de Donaldson souligne aussi les fragilités du système, d'autant plus visibles que l'autorité du régulateur risque de s'affaiblir. Le fait qu'il n'y ait plus que quatre firmes mondiales d'audit fait peser un risque structurel sur la fiabilité des données financières ; à ce titre, la Cour Suprême vient de rendre un arrêt qui, en disculpant Andersen pour la destruction de documents dans l'affaire Enron, ne contribue pas à la mise en responsabilité des auditeurs. Beaucoup de réformes sont inachevées voire ont échoué, comme la tentative en 2003 de renforcer les droits des actionnaires dans la nomination des membres des conseils d'administration. Et le départ annoncé d'Eliot Spitzer, qui sera candidat au poste de gouverneur de l'Etat de New York en 2006, pourrait contribuer à une moindre efficacité des fonctions de police du marché.

Le plus inquiétant est le risque de politisation à outrance du système de régulation : Donaldson, qui avait laissé connaître fin 2004 sa volonté de poursuivre son mandat, semble avoir été conduit à la démission par l'hostilité de sénateurs républicains « durs » aux yeux desquels son indépendance (il avait plusieurs fois voté contre ses collègues républicains au sein du collège de la SEC) le classait de facto parmi les opposants au nom du principe « *qui n'est pas avec nous est contre nous* ». Le remplacement de Donaldson par un politique considéré comme plus malléable était sans doute écrit dès la réélection de George Bush en novembre 2004.

Les conséquences pour l'Europe seront directes. Qu'il s'agisse de l'organisation des marchés, de l'interprétation des normes IFRS, du contrôle des agences de notation ou de nombreux autres sujets, la SEC est aujourd'hui « *le régulateur de facto des marchés mondiaux* », comme le reconnaissait en février 2004 le *Financial Times* sous la plume de Brian Groom – et même si cela ne plait guère à beaucoup d'Européens. Avec Donaldson, cette autorité s'est exercée de manière ouverte et plutôt bienveillante : les crises transatlantiques, comme sur les clauses extraterritoriales de la loi Sarbanes-Oxley, ont été désamorçées, et le dialogue en amont avec Bruxelles s'est beaucoup développé. Même si Chris Cox n'attaquera pas frontalement l'héritage de son prédécesseur, il est peu probable qu'il poursuive dans la même direction.

Au revoir, Monsieur Donaldson. Nous aurons sans doute bien des occasions de vous regretter.