

# LA PRIVATISATION DE LA BNP ET LA FORMATION D'UN NOUVEAU PÔLE FINANCIER

FRANÇOIS MORIN \*

**L**e panorama de l'industrie bancaire européenne est aujourd'hui en pleine recomposition : l'Italie se penche sur sa réforme bancaire et les privatisations ; l'Espagne, malgré le krach du BANESTO vient de subir de grandes fusions et se jette dans un programme très ambitieux de privatisations ; les groupes allemands ouvrent leurs capitaux pour nouer des alliances qui, hier, auraient été totalement impensables ; en Belgique les deux plus puissants groupes financiers doivent faire face l'un à des recompositions d'actifs de grande ampleur (Société Générale de Belgique), et l'autre à des modifications actionnariales significatives (Groupe Bruxelles Lambert).

Dans ce contexte de grand changement, les privatisations françaises apportent un choc supplémentaire : la taille des banques et des assurances privatisables est telle que se profile, à l'évidence, une redistribution complète et ouverte du pouvoir sur de vastes actifs patrimoniaux. Mais le démantèlement de ce pôle financier public induit un autre changement qui, à terme, risque d'être probablement beaucoup plus considérable : c'est la mise en place d'une nouvelle régulation du cœur financier français, notamment autour de l'émergence d'un nouveau pôle financier.

Historiquement, le pôle public au sein du cœur financier français occupait une place centrale dans les arbitrages qui pouvaient être rendues dans les opérations de fusions & acquisitions. Instance notamment d'intermédiation entre les grands privés comme Suez et Paribas, son rôle pouvait parfois aller plus loin avec le développement, pour son propre compte, de stratégies d'alliance avec des groupes privés ou étrangers. Le processus de privatisation casse cette double logique de fonctionnement. Au profit d'une nouvelle régulation patrimoniale : nationale ? européenne ?

Le propos de cet article tente de clarifier, à l'occasion de la privatisation de la BNP, les alternatives possibles au modèle actuel de régulation patrimoniale de l'économie française et de mettre en perspective les enjeux de long terme de tels choix.

121

---

\* *Lerep - Toulouse I*

*I - Le démantèlement du pôle financier public*

Faut-il rappeler que depuis la seconde guerre mondiale, les capitaux publics ont toujours joué en France un rôle de premier plan. D'abord dans le financement de la reconstruction de l'appareil productif, puis, à partir du milieu des années 60, dans l'émergence des grands groupes français. A la fin des années 70, les capitaux publics sont largement mobilisés dans l'internationalisation et la multinationalisation de l'économie française.

A la veille des privatisations, le pôle financier public domine largement les autres pôles de l'économie française, à la fois par le poids que ses capitaux totalisent, mais surtout en raison de sa capacité d'intermédiation et d'arbitrage dans la dynamique patrimoniale du capitalisme français. Le scénario prévu par la loi de privatisation rompt brutalement avec la logique d'économie mixte, et cherche à imposer un nouveau modèle.

*Configuration du pôle et les réseaux d'alliances*

Nous retiendrons l'hypothèse qu'à un certain degré d'intégration systémique, ici le plus élevé, les contours patrimoniaux du capitalisme français et sa dynamique sont globalement passibles d'une approche en termes de cœur financier et de pôles<sup>1</sup>.

122

Selon cette terminologie, le cœur financier articule différents pôles qu'il domine par une force particulière de coordination, dite ici force d'intermédiation : la fonction d'un cœur financier est en effet d'assurer la cohérence des circuits financiers nécessaire à l'accomplissement du mouvement de fusion & acquisition. Le cœur financier organise ainsi l'intermédiation financière, et alimente par les pôles qui le constituent la circulation financière de la restructuration patrimoniale d'une économie nationale.

Dans cette optique, les pôles ne sont pas autre choses que des réseaux particuliers d'alliances banque-industrie ou plus largement des rassemblements de groupes bancaires, financiers, ou industriels, unis entre eux par une communauté d'intérêts stratégiques. L'architecture d'un pôle doit être examinée de près car sa dynamique d'ensemble est bien souvent commandée par le ou les groupes - pivots qui polarisent les autres groupes de cet ensemble.

Le cas du pôle financier public tel qu'il a été organisé jusqu'à la veille de la première grande privatisation bancaire (celle de la BNP) fournit un bon exemple de ce fonctionnement. On peut en effet y déceler plusieurs réseaux d'alliances dont deux ont joué un rôle central :

- le premier, en puissance, est celui représenté par le tandem BNP-UAP :

<sup>1</sup> Cf. notre contribution dans les *Cahiers d'Economie Mondiale* : *L'économie de réseau : implication pour une politique européenne*, Rennes, Tome 6, Vol. 2 Juin Déc. 1992.

ces deux groupes reliés entre eux par des participations réciproques de niveau élevé représentent un cas typique à la fois de Banque-Assurance, de Banque-Industrie et d'Economie-Mixte ; faut-il en effet rappeler que la BNP est présente fortement dans le capital de Pêchiney et d'Air France (deux groupes encore publics) par des participations de près de 9% ; mais aussi dans le capital de la Coface et du Crédit National ; que ce tandem est simultanément présent dans plusieurs société-mères de groupes privés tels que Accor, Saint-Gobain, Alcatel, Valéo ; enfin qu'il joue un rôle d'investisseur institutionnel particulièrement « actif » de l'UAP dans toute une série de groupes français par exemple dans Suez, Générale des Eaux, SPEP, Havas, St Louis, Lagardère groupe, etc....

- le système d'alliance Crédit-Lyonnais-AGF n'est pas loin d'atteindre, en influence, le poids du système précédent ; formalisé lui aussi par des participations croisées mais d'un montant moindre, il est également un prototype des rapports Banque-Assurance-Industrie, mêlant capitaux publics et privés français. En se tenant aux seuls capitaux français, le Crédit Lyonnais est fortement présent dans l'Aérospatiale (20%), dans Usinor-Sacilor (20%), mais aussi dans Rhône Poulenc (près de 10%) ; ces trois groupes étant eux-mêmes promis prochainement à la privatisation. Avec les AGF, ils sont conjointement et stratégiquement présents au capital des groupes : COFACE (dont le contrôle revient finalement aux AGF), mais aussi à un degré moindre dans Total. N'oublions pas enfin que les AGF sont un des plus gros actionnaires de la Compagnie financière de Paribas, qu'elles sont également bien présentes dans la Société Générale et le groupe Pinault, tandis que de son côté le Crédit Lyonnais est significativement actif dans le capital de Bouygues, de Arnault, et du Club Méditerranée.

123

A ce panorama, il faudrait ajouter d'autres réseaux publics, mais dont les rôles apparaissent, à l'analyse, moins centraux soit en raison du caractère plutôt passif de leurs détentions patrimoniales (cas de la Caisse des Dépôts), soit plus simplement en raison de leur poids moindre (cas par exemple du GAN).

N'entrant pas dans le champ de la privatisation, la Caisse des Dépôts n'en est pas moins un investisseur institutionnel de tout premier plan dans la Banque et l'Industrie, particulièrement dans les sociétés cotées en bourse, que celles-ci soient privées ou publiques<sup>2</sup> : citons pour mémoire le montant de ses parts dans plusieurs grands groupes publics : Thomson (4,21%), l'UAP (2,15%), le Crédit Lyonnais (4,31%). Quant au GAN, son réseau d'influence s'étend principalement sur le CIC ; relevons cependant

<sup>2</sup> On pourra se reporter utilement à l'ouvrage d'O. Pastre pour mesurer plus précisément le poids des investisseurs institutionnels : *« Les nouveaux piliers de la finance »* (1992), Ed. La découverte.

des participations significatives dans la COFACE, Total, la Société Générale, Pinault et le groupe Lagardère.

Pour achever cette présentation, précisons les grandes fonctions que remplissent habituellement les groupes financiers publics dans l'organisation du pôle. On peut schématiquement en recenser quatre :

- l'action de portage temporaire est une fonction éminente de certains groupes comme par exemple celui de la Caisse des Dépôts, mais aussi des compagnies d'assurances nationales ; en tant que premier investisseur institutionnel, le groupe de la Caisse des Dépôts joue un rôle essentiel dans la régulation quotidienne du marché boursier français ;

- l'action d'intermédiation est caractérisée au contraire par des portages de plus longue durée ; on peut la définir comme la présence simultanée et significative d'un investisseur public dans plusieurs pôles du secteur privé ; l'accès à des informations sur des acteurs et des stratégies parfois en opposition rend possible alors une fonction d'arbitrage. Telle a été par exemple le rôle de l'UAP vis à vis des groupes Suez et Paribas ; la compagnie d'assurances est à la fois actionnaire des deux sociétés mères et membre de leur conseil d'administration ;

- l'action pour leur propre compte est aussi une dimension essentielle du comportement des groupes publics. Quand la BNP tisse une alliance stratégique avec la Dresdner Bank, c'est bien entendu l'ouverture du marché allemand qui est en jeu ; il en est de même quand l'UAP déploie des efforts gigantesques pour tenter de ravir le contrôle du groupe d'assurances allemand Colonia, quitte pour cela à tendre fortement ses rapports avec le groupe Suez, propriétaire à l'époque du groupe allemand ;

- l'intervention enfin à la demande des pouvoirs publics correspond souvent à l'idée de doter en fonds propres des opérateurs industriels publics en manque de ressources pour le financement de leurs investissements (une action de cette nature vis à vis d'opérateurs privés est plus délicate car elle est soupçonnée de s'apparenter à une «nationalisation rampante») ; durant l'année 91 le Crédit Lyonnais est ainsi intervenu dans le capital d'Usinor-Sacilor, et la BNP dans celui d'Air France.

Par son organisation et ses fonctions, le pôle financier du secteur public remplit, nous l'avons vu, des fonctions vitales pour l'ensemble du système économique national. Comment alors mesurer les conséquences du mouvement de privatisation en cours ?

#### *Le processus de privatisation et son impact*

Même si l'actuelle vague de privatisation ne concerne apparemment qu'un nombre relativement limité d'entreprises : 21 sociétés, toutes appartenant au secteur concurrentiel, il faut néanmoins garder à l'esprit qu'il s'agit pour un grand nombre d'entre elles de sociétés-mères de groupes

aux systèmes d'alliances parfois très complexes comme nous l'avons vu pour les groupes du pôle financier public. Ce ne sont pas des électrons libres ! Le processus touchera par conséquent la quasi totalité des groupes financiers publics avec 4 banques et 5 compagnies d'assurances privatisables<sup>3</sup>.

Avec le démantèlement de ce pôle dont la première étape a débuté avec la privatisation en Octobre dernier de la BNP, il est légitime de se poser la question de l'impact global à terme de ce processus sur notre économie. On peut en distinguer de trois sortes.

Il y a en premier lieu l'enjeu de pouvoir qui est lié au calendrier et à l'ordre des privatisations. N'oublions pas qu'en 1988 par exemple la privatisation de l'UAP n'avait pu finalement être initialisée en raison de la proximité de l'échéance présidentielle. Or cette privatisation était manifestement un élément clé de l'ensemble des opérations réalisées sous la première cohabitation. On retrouve en tout point un scénario analogue sous la seconde cohabitation ; le gouvernement devra faire des choix parmi la liste annoncée, et ceux-ci ne sont pas indépendants les uns des autres, principalement en raison des liens de capital tissés entre capitaux publics. L'exemple de la BNP est parfaitement éclairant. Que peut bien signifier la privatisation de cette banque si son actionnaire principal, l'UAP, avec 15% du capital, n'est pas elle-même privatisée ! Gageons que la privatisation de la première compagnie d'assurances interviendra très vite.

125

Il faut ensuite prendre en compte la possibilité de déstabilisation actionnariale de certains groupes privés dans lesquels les capitaux publics étaient, avant leur privatisation, en position significative. Quand l'identité d'un actionnaire important change dans le capital d'une firme, l'éventualité d'un changement de stratégie (et peut être aussi celle d'un changement d'équipe dirigeante) doit être nécessairement envisagée. Il y a ainsi des groupes dont on est presque sûr d'un changement radical (ex : BFCE, COFACE...); il y a ceux ensuite dont la déstabilisation actionnariale sera probablement forte (Total, Bouygues, SPEP...); et enfin ceux qui verront leur tour de table substantiellement remanié (Paribas, Générale des Eaux, Saint Gobain, Havas, Société Générale,....).

En troisième lieu le processus actuel induira inévitablement une rupture du système de régulation du cœur financier de notre économie. Le démantèlement du pôle financier public d'une part, la déstabilisation actionnariale de certains pôles privés (et non des moindres) d'autre part, se conjugueront sans doute assez bien pour anéantir le système d'Écono-

---

<sup>3</sup> Les banques concernées sont : BNP, Crédit Lyonnais, Banque Herve, Marseillaise de Crédit ; pour les assurances : AGF, Caisse centrale de Réassurance, CNP, GAN, UAP

mie Mixte qui avait pu historiquement prévaloir jusqu'à présent. Pour aller vers où ?

### *II - Le choix d'un nouveau modèle de régulation.*

Dans les années à venir, l'initiative privée en France se trouvera dotée d'une base capitaliste considérablement élargie par les privatisations actuelles. Quelle sera la solution finalement retenue pour régler ses conflits internes lors des restructurations patrimoniales de l'économie ? Selon quel modèle d'organisation le dénouement des confrontations sera-t-il conduit ? selon un modèle de marché financier à coups d'OPA ou d'OPE, ou bien selon un modèle du cœur financier avec par exemple l'émergence d'un nouveau pôle dominant ?

Dans cette problématique essentielle, le choix des configurations actionnariales dans les noyaux durs est évidemment déterminant. Une référence à l'exemple de la BNP peut ici servir utilement la réflexion.

#### *Les modèles de référence de régulation*

Sous l'influence de la concurrence et de la technologie, les entreprises sont amenées à redessiner fréquemment leurs contours organisationnels et donc patrimoniaux. La redistribution des actifs, mais aussi des passifs, peut concerner aussi bien les sociétés d'un même groupe, que celles appartenant à des groupes différents. Le financement de ces investissements particuliers exige souvent une mobilisation de ressources externes qui parfois peuvent être considérables, par exemple lors d'une opération de fusion ou bien d'une prise de contrôle.

La question qui se pose est alors la suivante : selon quelle logique globale le circuit des financements externes des entreprises d'une économie est-il organisé, en sachant que ces financements sont au service de recompositions patrimoniales de fonds propres ? On connaît la réponse : ces ressources peuvent provenir ou bien du marché financier, premier circuit possible, ou bien du système bancaire qui, s'il domine les financements, est alors organisé, deuxième circuit, en cœur financier. La réalité est bien souvent un mélange des deux formules de financement, mais en général avec un circuit dominant. Il est alors commode, pour l'analyse, d'opposer les traits de ces circuits sous la forme de deux modèles bien distincts<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Pour la distinction qui suit, nous rejoignons les travaux récents de : David J. Teece : « Perspectives on Alfred Chandler's Scale and Scope », *Journal of Economic Literature*, March 1993, Volume 31, n°1 ; Alfred D. Chandler Jr. : « Organisation et Performance des entreprises », Les Éditions d'organisation, 1993 ; Julian R. Franks et Colin Mayer : « Corporate Control : a synthesis of the International Evidence », Institute of Finance and Accounting (IFA), Working paper 165-92. University of Warwick, 1992 ; P. Macia : « Le marché externe du capital aux États Unis : La confrontation de deux modèles », Université de Toulouse I, mémoire de DEA, Oct. 1993.

Le modèle du marché financier est un système dans lequel l'État n'intervient que faiblement ; celui-ci régule cependant, par la réglementation, son fonctionnement global. Dans un tel environnement, les grandes firmes ont des caractéristiques bien particulières. Elles ont le plus souvent un actionnariat dispersé, et le but des actionnaires est de valoriser au mieux leurs placements, ce qui en général les oppose aux dirigeants, qui eux sont rarement titulaires de façon significative de titres de la firme. Les opérations hostiles constituent le marché du contrôle ; elles permettent de changer les équipes dirigeantes, et contribuent aussi à créer de la valeur à partir de firmes sous évaluées par le marché. En raison de la pression du marché, les firmes et leurs dirigeants développent une vision souvent à très court terme de la politique d'investissement de la société.

Quant au modèle du cœur financier, il se définit par deux caractéristiques principales : le contrôle des grands groupes est assuré par un nombre restreint de firmes financières ; banques, compagnies d'assurance, compagnies financières ; ensembles ces rapports banque - industrie forment des réseaux d'alliances (ou pôles) qui peuvent s'opposer, ou bien au contraire coopérer, au sein d'un cœur financier national. Par ailleurs, le mouvement de fusion-acquisition est impulsé globalement par des ressources financières dont l'origine provient essentiellement du cœur. Dans ces conditions les grands groupes possèdent un actionnariat stable, dont les intérêts se confondent la plupart du temps avec ceux des dirigeants ; enfin une configuration en cœur favorise les investissements de long terme (notamment ceux de la recherche et développement).

127

Ces modèles sont évidemment des archétypes dont il faut maintenant tester l'efficacité relative. Nous nous proposons de le faire à propos de la nouvelle dynamique patrimoniale de l'économie française qui semble s'amorcer avec la nouvelle vague de privatisations.

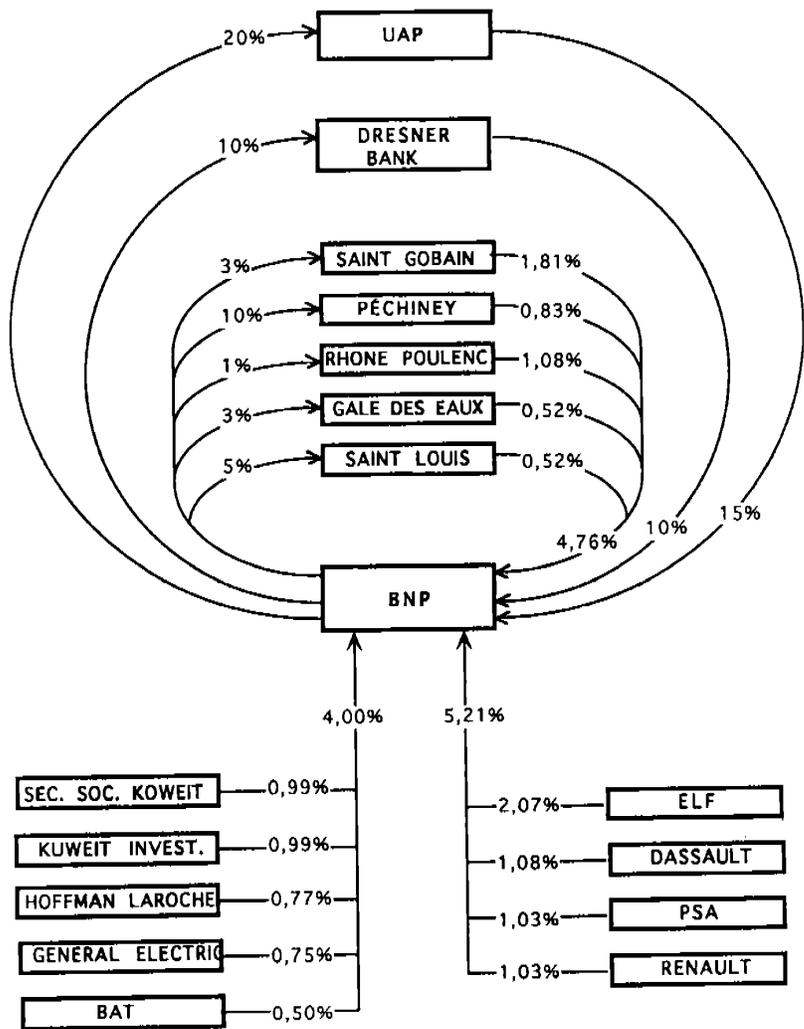
#### *Le choix des configurations actionnariales et l'exemple de la BNP*

La loi du 19 Juillet 1993 sur les privatisations donne à la commission de privatisation des compétences nouvelles sur le choix des actionnaires du noyau dur ; elle laisse cependant au ministre de l'économie une marge d'appréciation importante.

Premier point à noter : la constitution des noyaux durs n'est pas obligatoire, dans la mesure où la loi dispose que «le ministre chargé de l'économie peut décider de faire appel à des acquéreurs hors marché». Mais, en second lieu, la loi reconnaît à la commission de privatisation le pouvoir de se prononcer sur le choix des acquéreurs ; quant au ministre chargé de l'économie, il ne peut que prendre un arrêté sur avis conforme de la commission. Rappelons qu'en 1986, des critiques s'élevaient de toute part pour dénoncer la part prépondérante du ministre dans la

**BNP**  
LE GROUPE D'ACTIONNAIRES STABLE  
AU 4 OCTOBRE 1993

128



formation des groupements stables d'actionnaires ; de surcroît en Avril 1991, on avait supprimé le système de mise en concurrence des candidats acquéreurs de titres hors marché.

Le nouveau système offre-t-il de nouvelles garanties dans le choix des acquéreurs ? A priori deux logiques sont susceptibles de s'opposer : une logique strictement financière où le choix est principalement conditionné par un mécanisme de surenchères concurrentielles ; ou bien une logique à caractère stratégique, où dans ce cas ce sont des liens déjà tissés, ou potentiellement porteurs, qui sont privilégiés dans le choix des différents acquéreurs.

Le premier cas, celui de la surenchère concurrentielle, s'inscrit clairement dans la logique du modèle du marché financier que nous avons développé plus haut ; en effet les investisseurs cherchent avant tout une sécurité et une rentabilité liées à une diversification de leur portefeuille de titres. Tandis que le second, celui de la configuration stratégique renvoie à la logique du modèle du cœur financier ; ici l'appel d'offres tend à sélectionner les partenaires ou les alliés de l'entreprise afin de renforcer une communauté d'intérêts stratégiques.

L'annonce faite par le ministre de l'économie le 4 Octobre de la composition actionnariale du noyau stable de la BNP est éclairante à bien des égards ; d'une part on n'a pas manqué de dire que se retrouvaient dans le capital les grands clients et partenaires de la banque, ainsi que ses principaux alliés, en particulier la Dresdner Bank, et surtout l'UAP. Par ces choix, l'optique Banque - Industrie était déjà clairement perceptible. Mais celle-ci se confirme plus nettement lorsque l'on examine de plus près la structure des participations, surtout celles qui sont réciproques (cf. l'organigramme de l'actionariat de la BNP).

129

Le point sans doute le plus important est le maintien de la participation réciproque avec l'UAP et surtout son augmentation avec la privatisation : la part de l'UAP passe en effet de 10% à 15%. A l'inverse la BNP continue à détenir 20% de l'UAP ; cette participation diminuera-t-elle jusqu'à 15% comme il a été dit à un certain moment ? Il faudra vraisemblablement attendre le moment de la privatisation de la compagnie d'assurances pour être fixé définitivement sur ce point.

Notons par ailleurs que ce montant de 15% pose une vraie question au regard de la législation française des participations réciproques. Selon celle-ci, les droits de vote ne peuvent s'exprimer qu'à hauteur de 10% ; pourquoi alors avoir rajouter un supplément de 5% ? Deux hypothèses peuvent être avancées : d'une part cela permettrait évidemment un rapport davantage équilibré entre les deux groupes ce qui est toujours un objectif souhaitable lorsqu'on souhaite nouer une alliance stratégique à caractère paritaire ; d'autre part ce supplément d'action peut jouer le rôle

d'actions de réserve en cas d'une menace d'agression externe ; il serait toujours possible en effet de les rétrocéder au moment opportun dans des mains « amies » afin de pouvoir produire alors les droits de vote nécessaires à la défense.

Ce dispositif croisé fait partie des armes coutumières du « capitalisme sans capital » qui permet à des équipes dirigeantes d'être à l'abri d'actionnaires de référence susceptible de remettre en cause une gestion ou des hommes ; ce pouvoir, qui, à la différence d'un contrôle de l'Etat-actionnaire, ne repose sur aucune responsabilité patrimoniale effective, est de type clairement technocratique. Une fois installé, il se perpétue en effet par des mécanismes de cooptation au sein du conseil d'administration. Le gouvernement ne s'est du reste pas trompé sur la façon de procéder à la mise en place de ce mécanisme très particulier puisqu'il a changé la présidence de la banque quelques temps avant le démarrage proprement dit des opérations de privatisation.

On retrouve là, sur ce point précis, un scénario conforme à celui qui avait été retenu entre 1986-1988 lors des précédentes privatisations. Pour ceux qui douterait de la logique ainsi mise en place, il faut indiquer que deux autres lignes de défense, également bouclées, sont prévues : il y a tout d'abord la participation croisée avec la Dresdner Bank dont les accords prévoyaient, une fois la privatisation accomplie, qu'elle s'élèverait à 10% pour chaque banque. Personne pour l'instant n'a dénoncé cet accord.

La dernière ligne de défense est formée du bloc de 5 actionnaires, membres du noyau dur (Saint-Gobain, Péchiney, Rhône Poulenc, Générale des Eaux, Saint Louis), qui eux aussi sont en participations croisées avec la BNP pour un total qui avoisine les 5%.

Globalement ces trois lignes de défenses sont puissantes puisqu'elles représentent en tout près de 30% du capital. Ce montant a fondamentalement pour vocation d'asseoir fermement le pouvoir de l'équipe dirigeante sans pour autant lui conférer une légitimité évidente ou indiscutable, car le capital sur lequel s'appuie précisément ce pouvoir est en grande partie fictif, puisque bouclé.

En même temps les liaisons ainsi créées ont des effets réels puisqu'elles élargissent l'espace stratégique des groupes concernés. A ces trois cercles rapprochés, il faut ensuite rajouter le reliquat des autres participants au noyau dur. Avec ces parts dont le montant s'élève au total à environ 10%, on dispose de l'enveloppe supérieure -soit 40% en tout- du noyau stable dont on sait qu'une des fonctions premières est censée être la défense de l'entreprise face à des agressions externes.

Il reste à s'interroger ici sur la place que jouera ce nouveau pôle au sein

de l'économie française, mais plus largement aussi en Europe<sup>5</sup>. Nous croyons qu'elle sera fondamentale. Non seulement dans quelques mois le tandem BNP-UAP sera définitivement constitué comme un nouveau grand pôle privé au sein du cœur financier français. De plus il y a tout lieu de penser qu'avec la normalisation des rapports entre Suez et l'UAP autour du dossier Victoire, le groupe Suez deviendra un actionnaire de poids dans le groupe UAP. Dès lors, la perspective que ces trois groupes, que ce *triangle* devrions nous dire, agissent stratégiquement de concert est vraiment ouverte.

De dimension européenne, ce nouveau pôle verra-t-il des concurrents s'afficher ? En France, il faudra probablement attendre la privatisation du Crédit Lyonnais et de son allié AGF pour y voir sans doute plus clair.

Ainsi deux chemins sont possibles pour l'organisation de nouveaux rapports de régulation patrimoniaux ; ou bien l'affirmation d'un pôle hégémonique - le triangle - dominant le cœur financier (comparable directement alors au modèle allemand avec le pôle de la Deutsche Bank) ; ou bien la montée d'une organisation multipolaire, faite de réseaux d'alliances stratégiques, qui rendrait alors le modèle français plus proche du modèle d'organisation patrimonial japonais.

Dans les deux cas, c'est bien un modèle de cœur financier qui se profile ; mais le pilotage de ce cœur ne s'annonce-t-il pas d'ores et déjà fragile, voire contestable, en raison du manque de légitimation claire de ses principaux responsables ?

---

<sup>5</sup> Pour une mesure plus précise de ces enjeux, on pourra se reporter à C. Dupuy et F. Morin (1993) : «Le cœur financier européen», aux Editions Economica