

FINAL

RAPPORT FINAL

DU

COMITÉ DES SAGES

SUR

**LA RÉGULATION DES MARCHÉS EUROPÉENS DES
VALEURS MOBILIÈRES**

Bruxelles, le 15 février 2001

LE COMITÉ DES SAGES

Président : Alexandre LAMFALUSSY

Cornelius HERKSTRÖTER

Luis Angel ROJO

Bengt RYDEN

Luigi SPAVENTA

Norbert WALTER

Nigel WICKS

Rapporteur : David WRIGHT

Secrétariat : Pierre DELSAUX

TABLE DES MATIÈRES

		Page
Préambule		4
Résumé	Recommandations du comité des Sages	6
Introduction		12
Chapitre I	Pourquoi le changement est nécessaire	15
Chapitre II	Réforme de la réglementation – recommandations du comité	28
Annexe 1	ECOFIN/Conclusions du Conseil européen	53
Annexe 2	Calendrier recommandé 2000-2004	54
Annexe 3	Analyse des observations suscitées par le premier rapport du comité de Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières	56
Annexe 4	Deux exemples de la nouvelle approche réglementaire	62
Annexe 5	Premier rapport du comité publié le 7 novembre 2000	150
Abréviations		155

PRÉAMBULE

Ce document constitue le rapport final présenté par le Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, en application du mandat établi par les Ministres de l'économie et des finances de l'Union européenne (Conseil ECOFIN) le 17 juillet 2000.

*Rapport final
présenté par le
Comité,
conformément au
mandat du Conseil
ECOFIN*

Il fait suite aux conclusions du Conseil ECOFIN des 26 et 27 novembre 2000 (voir annexe 1) invitant le Comité à présenter son rapport final pour la mi-février 2001 au plus tard. Les ministres de l'économie et des finances ont particulièrement insisté sur le fait que le rapport final affine les propositions réglementaires contenues dans le premier rapport, en tenant pleinement compte de l'équilibre institutionnel prévu dans le traité ainsi que du rôle dévolu aux autorités nationales. Le Comité a également été invité à formuler des recommandations opérationnelles. Ces conclusions ont, par ailleurs, affirmé que le Conseil ECOFIN examinerait les recommandations finales du Comité début mars, de sorte que des mesures puissent être prises par les chefs d'État et de gouvernement au Conseil européen de Stockholm les 23 et 24 mars 2001. Le Conseil ECOFIN a également demandé que les travaux avec le Parlement européen progressent.

*Le Conseil
ECOFIN (des 26
et 27 novembre) a
invité le Comité à
affiner ses
propositions de
réglementation et
à présenter des
recommandations
pour leur mise en
œuvre pratique au
Conseil européen
de Stockholm
des 23 et
24 mars 2001*

Le Conseil européen de Nice, en décembre 2000 (voir annexe 1), a entériné dans les grandes lignes les conclusions du rapport initial du Comité et a réitéré l'invitation faite au Conseil des Ministres et à la Commission de faire rapport au Conseil européen de Stockholm sur la base du rapport final du Comité.

*Large soutien du
Conseil européen
de Nice aux
conclusions
initiales du Comité*

Le Président du Comité des sages, M. Alexandre Lamfalussy et les membres du Comité souhaitent remercier une fois encore les présidences française et suédoise de l'Union européenne ; le Président de la Commission européenne M. Romano Prodi ; Les commissaires européens MM. Frits Bolkestein et Mario Monti ;, la présidente de la commission des affaires économique et monétaire du Parlement européen, Mme Christa Randzio-Plath ainsi que les membres de ladite commission, le Directeur général de la Direction générale Marché intérieur de la Commission européenne, M. John Mogg, , le Directeur général du Service juridique de la Commission, M. Jean-Louis Dewost , le Jurisconsulte du Conseil, M. Jean-Claude Piris, le président du FESCO (Forum européen des commissions de valeurs) M. Georg Wittich, ainsi que les membres du FESCO et le Secrétaire général du FESCO, M. Fabrice Demarigny, pour leur inestimable assistance et coopération.

Remerciements

Le Comité réitère ses remerciements à tous ceux qui ont participé à ses auditions, de même qu'aux organisations et aux personnes qui ont répondu à son questionnaire et, plus récemment, aux conclusions du rapport initial. Leur intérêt pour les travaux du Comité a permis d'enrichir la réflexion.

Enfin, le Comité souhaite remercier le rapporteur, M. David Wright, et le secrétaire, M. Pierre Delsaux, ainsi que leurs collaborateurs, pour leur contribution constructive et efficace. Ils ont fait preuve de professionnalisme, d'imagination et d'une loyauté sans faille au consensus qui n'a cessé d'évoluer au sein du Comité, en n'épargnant aucun effort pour respecter un calendrier très serré.

RÉSUMÉ DES RECOMMANDATIONS DU COMITÉ DES SAGES

les raisons du changement		
Sujet	Recommandation (Le libellé exact des recommandations figure dans le texte)	Action
Bénéfices économiques de l'intégration des marchés	Effectuer un travail de recherche et publier des évaluations quantitatives au plus tôt (nouveau "rapport Cecchini") et évaluer en permanence les progrès accomplis vers l'intégration des marchés financiers européens. (voir p. 16)	Commission européenne, mais aussi États membres et marchés
Apport de fonds propres et de capital-risque aux PME	Assurer la mise en place d'un environnement approprié dans l'Union européenne (voir p. 16)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres, États membres
Différences entre les systèmes juridiques et fiscaux; obstacles sur les plans de la politique, du commerce extérieur et de la culture	Ne doivent pas être ignorés si l'on souhaite tirer le meilleur parti de l'intégration des marchés financiers européens. Dresser une liste exhaustive des obstacles commerciaux à lever à la faveur du prochain cycle de négociations commerciales multilatérales (voir p. 18)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres, États membres, marchés
Priorités du Plan d'Action pour les Services Financiers	<p>À adopter d'ici à la fin 2003</p> <ul style="list-style-type: none"> • prospectus unique pour les émetteurs • moderniser l'admission à la cote • contrôle par l'État membre d'origine pour les opérateurs du marché de gros et définition de l'investisseur professionnel • moderniser les règles de placement applicable aux OPCVM et aux fonds de retraite • adopter les Standards de Comptabilité Internationaux (IAS) • passeport unique pour les marchés boursiers reconnus (voir p. 20) 	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres, États membres
Structures de réglementation et de surveillance de l'Union	Encourager la convergence pour un fonctionnement efficace du comité des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (voir p. 23)	États membres, régulateurs européens, Commission européenne
Compensation et règlement-livraison	Une restructuration plus poussée est nécessaire; poursuivre les travaux de révision de la DSI et du groupe Giovannini; étudier l'opportunité d'un cadre réglementaire européen; examiner les questions systémiques générales, en rapport avec la politique monétaire et le bon fonctionnement des systèmes de paiement; sur les questions de concurrence, la Commission européenne doit procéder à une évaluation approfondie (voir p. 23/24)	Commission européenne, Conseil des ministres, Parlement européen, États membres, Banque centrale européenne, marchés
Gestion des implications prudentielles de	Renforcer la coopération intrasectorielle et intersectorielle entre les régulateurs des marchés financiers et les institutions chargées de la micro-	Comité économique et financier, Banque centrale européenne et

l'intégration des marchés	et de la macrosurveillance (voir p. 25)	banques centrales nationales, Commission européenne, Parlement européen, États membres, régulateurs européens
Ressources	Améliorer l'allocation des ressources consacrées à la construction du marché européen intégré des valeurs mobilières et des capitaux (voir p. 26)	Commission européenne, Parlement européen, régulateurs
Formation	Favoriser la diffusion des meilleures pratiques réglementaires et l'adoption de principes communs dans toute l'Union européenne (voir p. 26)	Secteur privé, marchés, Commission européenne, régulateurs

CHAPITRE II – "Réforme réglementaire: les recommandations du comité"

Sujet	Recommandations	Action
Réforme de la réglementation	Établir une approche réglementaire à quatre niveaux lors du Conseil européen de Stockholm et s'assurer qu'elle fonctionne d'ici à fin 2001 (cf. p. 28/29)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres, régulateurs
Niveau 1 – Principes-cadres	La législation future concernant les marchés de valeurs mobilières doit être basée, au cas par cas, dans un cadre conceptuel général sur des principes-cadres (niveau 1) et des mesures d'exécution au niveau 2 (cf. pp. 31 à 34)	Commission européenne, Conseil des ministres, Parlement européen, régulateurs, marchés
Niveau 1 – consultation et mécanismes de transparence	Établir un nouveau mécanisme de consultation ouvert et transparent, ce qui suppose de: <ul style="list-style-type: none"> - renforcer et élargir le dialogue avec les acteurs du marché et les utilisateurs finaux - publier les résultats de la consultation - fixer une échéance à chaque étape - consulter, dès le début, les États membres et les régulateurs sur les propositions élaborées au niveau 1 - informer le Parlement européen sur une base informelle et rechercher, chaque fois que c'est possible, un accord politique non contraignant sur la portée des compétences exécutoires à déléguer au niveau 2 (cf. p. 34/35) 	Commission européenne avec Parlement européen, régulateurs, marchés
Niveau 2 – mesures d'exécution	<ul style="list-style-type: none"> • Instituer 2 nouveaux comités: (i) le comité européen des valeurs mobilières (CEVM), (ii) le comité des régulateurs européens des marchés des valeurs mobilières (CERVM) et veiller à ce qu'ils soient opérationnels d'ici à fin 2001 • Convenir des méthodes de travail et des mandats (cf. pp. 37 à 41) 	Conseil des ministres, Commission européenne, Parlement européen, régulateurs
Niveau 2 – procédure de consultation et transparence	Renforcer le processus de consultation (cf. pp. 42 et 43)	Régulateurs, Commission européenne
Équilibre institutionnel	Garantir l'élaboration de rapports réguliers et, à tout moment, une transparence totale à l'égard du Parlement européen; Veiller à ce que la Commission tienne " <i>le plus grand compte</i> " des résolutions du Parlement européen (cf. pp. 44 à 45)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres
Niveau 3 – coopération renforcée	Ceci relève de la responsabilité du CERVM. Objectifs : <ul style="list-style-type: none"> - définition de lignes directrices cohérentes pour l'élaboration des règles administratives - élaboration de recommandations interprétatives communes et de standards communs - comparaison et révision des pratiques réglementaires - contrôles réciproques (cf. pp. 47 et 48) 	Régulateurs, États membres, Commission européenne

Niveau 4 – mise en oeuvre	Renforcer le contrôle du respect des règles communautaires (cf. p. 50)	Commission européenne, avec contributions du Conseil des ministres, du Parlement européen et des acteurs du marché
----------------------------------	--	--

AUTRES RECOMMANDATIONS GÉNÉRALES EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION		
Sujet	Recommandations	Action
Règlements et procédures accélérées	À utiliser chaque fois que c'est possible, afin de rendre plus rapide la conclusion d'accords interinstitutionnels (cf. p. 35)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres
Convergence des pratiques réglementaires	Court terme: les membres du CERVM agissant au niveau 3 doivent avoir la capacité d'effectuer les tâches qui leur incombent Long terme: une convergence plus fondamentale sera nécessaire (cf. p. 48)	États membres, régulateurs
Contrôle du fonctionnement du cadre réglementaire	Suivi continu de l'efficacité du cadre réglementaire à quatre niveaux, avec publication de rapports semestriels (cf. pp. 50 et 51)	Le Conseil des ministres, la Commission européenne et le Parlement européen nomment chacun deux experts indépendants, qui composent un nouveau comité de suivi
Révision complète en 2004	Révision complète et transparente (CIG en 2004) (cf. p. 51)	Commission européenne, Parlement européen, Conseil des ministres

L'APPROCHE À QUATRE NIVEAUX RECOMMANDÉE PAR LE COMITÉ

NIVEAU 1

La **Commission** adopte une proposition formelle de directive ou de règlement après avoir procédé à toutes les consultations prévues

Parlement européen

Conseil

Accord sur des principes-cadres et définition de pouvoirs d'exécution dans la directive ou le règlement

NIVEAU 2

La **Commission**, après avoir consulté le **Comité Européen des Valeurs Mobilières**, sollicite l'avis du Comité Européen des Régulateurs des Valeurs Mobilières pour entamer la rédaction des mesures techniques d'exécution

Le **Comité Européen des Régulateurs des Valeurs Mobilières** prépare, en consultation avec les opérateurs, les utilisateurs finaux et les consommateurs, un avis qu'il soumet à la **Commission**

La **Commission** examine cet avis et présente une proposition au **Comité Européen des Valeurs Mobilières**

Le **Comité Européen des Valeurs Mobilières** vote sur la proposition dans un délai de 3 mois maximum

La **Commission** adopte la mesure

Le **Parlement européen** est tenu pleinement informé et peut adopter une résolution si les mesures excèdent les pouvoirs d'exécution

NIVEAU 3

Le **Comité Européen des Régulateurs des Valeurs Mobilières** élabore des recommandations interprétatives communes, des lignes directrices cohérentes et des standards communs (dans les domaines qui ne sont pas couverts par la législation de l'UE), organise des évaluations réciproques et compare les pratiques réglementaires en vue d'assurer une mise en oeuvre et une application cohérente des règles

NIVEAU 4

La **Commission** vérifie que les États membres sont en conformité avec la législation de l'UE

La **Commission** peut entreprendre un recours contre tout Etat Membre qui ne respecterait pas le droit communautaire

INTRODUCTION

Le Comité des sages s'est senti fortement encouragé par les réactions à son premier rapport. Globalement, les grands principes développés dans ce rapport ont bénéficié d'un très large soutien. Ce soutien a été confirmé par le Conseil ECOFIN et par le Conseil européen de.

Le Comité a été encouragé par les réactions à son premier rapport

La première analyse du Comité concernant les marchés financiers européens et les bénéfices importants que l'Union européenne pourrait tirer de l'édification d'un marché intégré des capitaux et des services financiers à brève échéance a suscité un accord général. À l'issue de sa consultation, le Comité juge qu'il règne un profond consensus sur la nécessité d'appliquer dans les plus brefs délais le plan d'action pour les services financiers élaboré par la Commission européenne et d'accélérer les travaux sur certains aspects prioritaires. Le chapitre I du rapport final résume les principales conclusions des trois premiers chapitres du premier rapport du Comité.

Large accord général sur:

- *l'analyse du problème et des bénéfices potentiel*
- *la nécessité d'accélérer les travaux sur les priorités du PASF*

Le Comité relève un constat presque unanime selon lequel le cadre réglementaire actuel de l'Union européenne est trop lent, trop rigide, trop complexe et mal adapté au rythme des changements survenant sur les marchés financiers mondiaux. Presque tout le monde admet par ailleurs que les règles et réglementations en vigueur sont appliquées de manière variable avec pour conséquence des incohérences dans le traitement du même type d'activités d'un État membre à l'autre, ce qui compromet la neutralité compétitive de la surveillance.

Constat commun selon lequel le cadre réglementaire de l'UE fonctionne mal - d'où la nécessité d'une réforme

La quasi-totalité des personnes consultées ont ajouté qu'elles étaient favorables aux propositions réglementaires du Comité, aucune ne s'opposant à la structure à quatre niveaux décrite aux pages 31 à 35 du rapport initial. Tandis que les États membres, la Commission européenne, la Banque centrale européenne, les régulateurs et les opérateurs des marchés européens ont manifesté un large soutien, le Parlement européen, pour sa part, a demandé des assurances sur les implications institutionnelles de la structure réglementaire à quatre niveaux. C'est pourquoi le chapitre II du présent rapport fournit davantage de détails sur les propositions du Comité sur cette question et sur leur mise en pratique. Le Comité y affine ses propositions initiales - auxquelles s'ajoutent un certain nombre de propositions nouvelles et de mesures de sauvegardes visant à garantir un juste équilibre interinstitutionnel, axé sur le respect des procédures démocratiques tant au niveau de l'Union qu'au niveau national. Une importance beaucoup plus grande a ainsi été accordée, à la lumière des commentaires reçus, à la transparence pleine et entière du processus, fondée sur une procédure de consultation ouverte tant des

Les recommandations initiales du Comité ont bénéficié d'un large soutien

Le PE a demandé des assurances concernant l'équilibre institutionnel

participants au marché qu'aux consommateurs.

Une analyse des observations reçues concernant le premier rapport est fournie à l'annexe 3.

Une analyse des observations sur le premier rapport est fournie à l'annexe 3

Il est essentiel de revoir le processus législatif. Non seulement pour garantir une exécution rapide du plan d'action pour les services financiers, mais aussi pour qu'à l'avenir, les Européens puissent compter sur une structure législative plus responsable et plus efficace soutenant la comparaison avec ce qui se fait de mieux dans le monde.

Une réforme législative s'impose aujourd'hui, pour garantir la compétitivité future de l'Union

C'est bien là que réside le véritable défi stratégique et concurrentiel. L'Union européenne n'a pas un droit divin à bénéficier des avantages d'un marché intégré des capitaux et des services financiers. Elle doit s'appropriier ces avantages en construisant un marché européen intégré - à partir de zéro ou presque, dans nombre de secteurs. Si elle échoue, la croissance économique, la création d'emplois et la prospérité y seront amoindries, et elle perdra un avantage concurrentiel au profit des autres régions du monde. L'occasion qui lui est donnée aujourd'hui de compléter et de renforcer le rôle de l'euro et d'approfondir l'intégration européenne sera alors perdue.

L'UE ne doit pas se contenter d'attendre les avantages d'un marché intégré - elle doit construire celui-ci.

Tout échec sera synonyme d'une moindre croissance et d'une moindre création d'emplois...

Pour progresser, il faudra faire preuve d'initiative et d'un esprit de coopération et de partenariat, mis au service de l'intérêt stratégique à long terme, au sens le plus large, de l'Union européenne et de ses peuples. Tous les acteurs, à savoir le Conseil européen, le Parlement européen, la Commission européenne, les régulateurs, les opérateurs du marché et les consommateurs devront adapter leurs positions pour aller de l'avant. Il s'agit d'un jeu à somme positive, où tous ont à gagner.

Tous les acteurs devront faire preuve d'initiative et d'un esprit de partenariat et de coopération pour aller de l'avant

Il n'y a pas de véritable alternative. Le statu quo consacrerait le morcellement du marché financier européen. Autant d'opportunités perdues. Et une performance économique européenne réduite - l'épargne européenne se détournant vers les marchés extérieurs. Le Comité croit fermement que l'approche recommandée dans le présent rapport est l'unique voie de sortie. Les autres options sont, dans les conditions actuelles, irréalisables, notamment l'institution d'un régulateur européen unique, pour les raisons exposées dans le rapport initial.

Il n'y a pas d'alternative sérieuse

Le Comité presse les chefs d'État et de gouvernement européens de saisir cette occasion d'aller de l'avant au Conseil européen de

Le Comité presse les chefs d'État et de gouvernement

Stockholm des 23 et 24 mars, en adoptant une résolution inspirée des propositions de réglementation du Comité, comprenant un accord avec le Parlement européen.

*européens de
saisir cette
occasion d'aller de
l'avant au Conseil
européen de
Stockholm des 23
et 24 mars*

CHAPITRE I

POURQUOI LE CHANGEMENT EST NECESSAIRE

1. AVANTAGES ÉCONOMIQUES

Le Comité réaffirme qu'il y a des avantages substantiels à tirer de la construction d'un marché intégré des services financiers dans l'Union européenne. Cette conclusion, confirmée par les réactions suscitées par le chapitre I du premier rapport, est étayée par des travaux universitaires récents.

Il y a des avantages substantiels à tirer de la construction d'un marché intégré des capitaux

Un marché financier européen intégré permettra, moyennant des mesures adéquates de sauvegarde prudentielle et de protection des investisseurs, la libre circulation des capitaux et des services financiers dans toute l'Union européenne. Les obstacles à cette circulation - excès de bureaucratie, manque de confiance et parfois protectionnisme pur et simple - ne seront plus qu'un souvenir. Les entreprises européennes, grandes et petites, pourront accéder à des marchés de capitaux européens profonds, liquides, et novateurs axés sur l'euro, pour y trouver le financement nécessaire au développement de leurs activités économiques. La concurrence et l'éventail des choix disponibles tireront vers le bas les coûts de financement. En bref, l'offre européenne de capitaux issue de l'épargne européenne rencontrera, dans de bonnes conditions d'efficacité, la demande de capitaux des entreprises européennes. Les consommateurs pourront acheter plus facilement les services financiers et les valeurs mobilières proposés par les meilleurs fournisseurs européens de fonds d'investissement, d'assurance ou de pension, les rendements nets augmentant à mesure que s'élargira l'éventail des possibilités d'investissement. Les coûts de la compensation et des règlement-livraison transfrontaliers devraient aussi diminuer. Voilà quelques-uns des avantages microéconomiques évidents.

Avantages micro-économiques:

Une affectation plus rationnelle des capitaux; une liquidité accrue, qui profitera à toutes les sociétés, et particulièrement aux PME; une baisse du coût des capitaux; des rendements nets plus élevés pour les investisseurs; une baisse du coût de la compensation et des règlement-livraisons transfrontaliers

En termes macroéconomiques, la productivité du capital et de la main-d'oeuvre augmentera, d'où un meilleur potentiel de croissance du PIB et de l'emploi. **Ces avantages concrets doivent être mesurés aussi précisément que possible et rendus publics au plus tôt par la Commission européenne, parce qu'ils renforceront les arguments politiques, économiques et sociaux plaidant en**

Avantages macro-économiques:

Une productivité accrue du capital et de la main-

faveur de la réforme et du progrès. * (Fondamentalement, ce qu'il faudrait, c'est un "rapport Cecchini" sur les marchés financiers.)** **La Commission devrait aussi construire une série complète d'indicateurs macroéconomiques et microéconomiques permettant une évaluation continue des progrès accomplis dans la voie de l'intégration du marché financier européen.**

d'oeuvre; une croissance plus rapide du PIB et de l'emploi; mais

Il convient de quantifier les avantages attendus

Par ailleurs, le Comité estime que, pour autant que les marchés financiers européens soient ouverts, concurrentiels et innovants, l'intégration profitera à tous les États membres. **Le Comité encourage vivement les gouvernements nationaux et les institutions européennes de veiller tout particulièrement à garantir des conditions favorables au développement de l'offre de capital-risque aux petites et moyennes entreprises en croissance, étant donné la contribution essentielle de ce secteur à la création d'emplois.** Le Comité estime également que si ses recommandations sont suivies - et effectivement appliquées - ces petites et moyennes entreprises européennes seront les premières à en bénéficier.

Tous les États membres profiteront de l'intégration

Il faut favoriser le développement de l'offre de capital-risque aux PME

Si les présentes recommandations sont suivies, les PME devraient en être les premières bénéficiaires

2. ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS

Le Comité observe que des progrès satisfaisants dans la voie de l'intégration du marché ont été accomplis sur certains segments du secteur financier, comme le marché des créances interbancaires non garanties. Le marché des obligations en euros atteint lui aussi une taille respectable, le segment des obligations d'État en euros dépassant déjà de 40 % le marché des titres équivalents du Trésor américain. En revanche, le marché des obligations de sociétés privées en euros reste loin derrière le marché obligataire équivalent en dollars.

Des signaux mitigés sur le développement des marchés financiers de l'UE

Du côté positif, le chiffre d'affaires des bourses européennes a atteint un niveau record en 2000, autre indice de la naissance d'une culture européenne du placement en actions. La capitalisation des bourses européennes reste toutefois sensiblement inférieure à celle des marchés boursiers américains. En volume, les marchés européens des

En volume, les marchés européens des valeurs mobilières ne représentent encore qu'environ

* La capitalisation cumulée des seuls fonds d'assurance, d'investissement (OPCVM) et de pension européens est égale à 10 trillions d'euros - soit la totalité du PIB européen - ce qui donne une idée de l'importance de ce secteur.

** Le premier rapport Cecchini calculait le coût d'une absence d'intégration européenne dans les secteurs des biens et services.

valeurs mobilières ne représentent encore, en gros, qu'environ 50 % des marchés américains.

50 % des marchés américains

Le développement des marchés européens des valeurs mobilières est freiné par un nombre important de facteurs et d'obstacles interconnectés tels que:

Le développement du marché financier de l'UE est freiné par une pléthore d'obstacles, tels que.....

- l'absence d'une réglementation européenne précise sur un grand nombre de points (comme les prospectus, les garanties transfrontalières, les abus de marché, les services d'investissement), qui fait obstacle à l'application effective du système de reconnaissance mutuelle;
- un système réglementaire inefficace;
- une mise en œuvre contradictoire, qui résulte pour partie de l'absence d'une interprétation commune des règles existantes;
- la coexistence d'une multitude de systèmes de négociation, de compensation et de règlement-livraison, qui a pour effet de morceler la liquidité et d'augmenter les coûts, en particulier pour ce qui concerne la compensation et les règlement-livraisons transfrontaliers;
- le développement insuffisant des régimes de retraite financés par capitalisation dans la plupart des États membres.

Absence d'une réglementation européenne précise, d'un système de décision efficace et d'une interprétation commune des règles

3. AUTRES FACTEURS RALENTISSANT L'INTÉGRATION DU MARCHÉ

Le Comité considère qu'un certain nombre d'autres facteurs contribuent largement à ralentir l'intégration du marché. Ces facteurs ne sont pas toujours directement résolus ni susceptibles de l'être par des textes et pratiques réglementaires. Les plus importants sont notamment:

Mais d'autres facteurs ralentissent l'intégration du marché...

- les différences entre systèmes juridiques (exemple: procédures d'insolvabilité, procédures judiciaires efficaces, etc);
- les différences entre systèmes d'imposition (exemple: retenues à la source, imposition de droits de timbre ou taux d'imposition variables selon qu'ils s'appliquent aux actions ou aux obligations d'État, etc);
- les obstacles politiques (exemple: techniques diverses et créatives qui tendent à protéger les marchés ou les produits nationaux en favorisant les fournisseurs locaux);
- les obstacles sur le plan du commerce extérieur (les écrans de négociation de l'UE ne sont pas agréés aux États-Unis);
- les obstacles culturels, qui sont de deux types. En premier lieu, ceux qui peuvent être levés par une action politique, comme les conceptions divergentes en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, le rôle de la politique de la concurrence, la consultation du marché et les normes de publicité. Viennent ensuite ceux qui, il faut l'espérer, s'estomperont à mesure que les marchés s'intégreront, comme les différences sur le plan de la culture d'entreprise, qui freinent souvent l'apparition, sur les marchés des actions, d'entreprises nouvelles à forte croissance, ce qui s'explique en partie par le fait que le marché européen du capital-risque n'atteint encore que le tiers du volume du marché américain.

Les principaux obstacles résident dans les différences entre systèmes juridiques et fiscaux...

Les obstacles politiques et le protectionnisme commercial...

Les obstacles culturels...

S'il n'entre pas dans ses missions de proposer des mesures propres à éliminer ces obstacles, le Comité estime néanmoins qu'il sera nécessaire de s'y atteler, si l'on souhaite exploiter pleinement les potentialités qu'offre l'intégration du marché européen des capitaux et des valeurs mobilières. Il est particulièrement important que la Commission européenne et les États membres établissent de concert une liste complète des barrières au commerce extérieur. **Dans le prochain cycle de négociations commerciales multilatérales, l'Union doit en priorité s'attaquer aux obstacles commerciaux les plus pernicioseux qui entravent l'expansion mondiale du secteur européen des valeurs mobilières.**

Ces obstacles requièrent aussi qu'on s'y attaque

Les obstacles au commerce extérieur devraient être levés à la faveur du prochain cycle de négociations commerciales

4. LES RÈGLES EUROPÉENNES NÉCESSAIRES FONT DÉFAUT

Les lacunes de la réglementation européenne et parfois son absence pure et simple contribuent dans une très large mesure à bloquer l'intégration transfrontalière des marchés de valeurs mobilières dans un grand nombre de secteurs. C'est un fait reconnu, et aussi la raison essentielle de l'élaboration par la Commission européenne d'un plan d'action pour les services financiers, destiné à combler ces lacunes (le Conseil européen de Lisbonne a décidé que ce plan devrait être exécuté au plus tard d'ici 2005). Les principales lacunes relevées sont les suivantes:

L'absence d'une réglementation européenne de base est un handicap majeur

Le PASF a été conçu pour combler certaines lacunes

- il n'existe pas de principes directeurs communément admis qui régiraient toute la législation sur les services financiers;
- le principe de la reconnaissance mutuelle ne fonctionne pas en ce qui concerne les marchés de gros dans le cadre de la directive sur les services d'investissement (DSI), les marchés réglementés eux-mêmes, les marchés de détail et les prospectus censés permettre aux entreprises qui souhaitent se financer sur une base transfrontalière sur la base d'un document unique;
- les règles concernant les informations à publier aux fins de l'inscription de valeurs mobilières à la cote d'un marché réglementé sont obsolètes, il n'y a pas de distinction juridique entre admission à la cote et à la négociation et il n'existe pas de définition de la notion d'offre au public de valeurs mobilières;
- il subsiste des ambiguïtés en ce qui concerne le champ d'application des règles de conduite (prévues à l'article 11 de la DSI) ainsi que la définition de la notion d'investisseur averti ou professionnel;
- il n'existe pas de règles spécifiques applicables aux systèmes de négociation alternatifs;
- il y a des discordances potentielles entre la directive sur le commerce électronique et les directives concernant les services financiers;
- il n'existe pas de réglementation complète spécifiquement applicable aux abus de marché;
- il manque une législation spécifiquement applicable aux garanties transfrontalières;
- il manque un jeu cohérent de normes comptables internationales reconnues à l'échelle européenne;
- les règles d'investissement applicables aux OPCVM aux fonds de retraite sont obsolètes;
- il subsiste des questions politiques non résolues en ce qui concerne les systèmes de compensation et de règlement-livraison;
- il n'existe pas de règles communes en matière d'OPA;
- il manque un système garantissant un niveau élevé et uniforme de protection aux consommateurs de l'Union européenne et permettant une résolution efficace des litiges transfrontaliers impliquant des consommateurs.

Et la liste n'est pas exhaustive.

Bon nombre de ces lacunes font l'objet de mesures législatives nouvelles. Les résultats prendront toutefois trop de temps à se matérialiser, compte tenu du rythme des progrès actuels. Le développement d'un marché des valeurs mobilières efficace à l'échelle européenne s'en trouve entravé. L'infrastructure du marché (les bourses et les systèmes de compensation et de règlement-livraison) ne fonctionne pas aussi efficacement qu'elle le pourrait et la probabilité d'achever la mise en oeuvre du PASF dans les délais impartis est proche de zéro. Le Comité estime que la résolution de cette situation guère satisfaisante doit compter parmi les priorités essentielles de l'Union.

La liste des règles européennes encore manquantes est longue et significative

Quelques-unes des plus souhaitables sont énumérées ci-contre ...

Et la liste n'est pas exhaustive

*Résultat?
Les rapprochements transfrontaliers entre marchés et bourses sont freinés.
La bonne exécution du PASF est compromise*

5. DÉTERMINER LES PRIORITÉS, OU COMMENT PROGRESSER PLUS VITE

Le Comité est d'avis que les décideurs européens doivent consentir davantage d'efforts pour déterminer les priorités immédiates du plan d'action pour les services financiers. Les hommes politiques doivent mettre en évidence et promouvoir les actions susceptibles de contribuer le plus possible et dans les plus brefs délais à la création d'un marché européen intégré des services financiers. Ils doivent se fixer une échéance ambitieuse pour le choix de ces priorités et faire en sorte de s'y tenir.

Les gouvernements européens doivent se montrer plus audacieux et déterminer les priorités - c'est-à-dire privilégier les objectifs dont la réalisation aura la plus forte incidence dans les plus brefs délais

L'exercice n'est pas facile. Le Comité presse le Conseil européen de donner son plein accord politique sur une liste d'objectifs prioritaires lors de sa réunion du mois de mars, à Stockholm, de sorte que ces objectifs puissent être effectivement réalisés d'ici à 2003. Les priorités proposées par le Comité sont les suivantes:

Le Conseil européen devrait arrêter une courte liste de priorités à présenter au Conseil européen de Stockholm, en vue de leur réalisation d'ici à 2003

ACTIONS PRIORITAIRES DONT L'ADOPTION ET LA MISE EN ŒUVRE D'ICI À LA FIN DE 2003 EST RECOMMANDÉE PAR LE COMITÉ DES SAGES

- instauration d'un prospectus unique pour tous les émetteurs de valeurs mobilières, avec enregistrement obligatoire au moyen d'un document de référence);
- modernisation des règles à respecter en cas d'admission à la cote et introduction d'une distinction entre admission à la cote et à la négociation;
- généralisation du principe de la compétence de l'État membre d'origine (reconnaissance mutuelle) pour les marchés de gros, et définition précise de la notion d'investisseur professionnel ou averti;
- modernisation et extension des règles d'investissement applicables aux fonds d'investissement et de pension;
- adoption des normes comptables internationales;
- instauration d'un passeport unique pour les marchés boursiers reconnus (en vertu du principe du contrôle par l'État membre d'origine).

Les priorités selon le Comité

6. LE PRINCIPAL PROBLÈME: LE SYSTÈME RÉGLEMENTAIRE ACTUEL NE FONCTIONNE PAS

Si le problème constaté tient pour partie au caractère incomplet de la réglementation européenne, sa cause principale réside dans la manière dont la législation de l'Union Européenne a été adoptée (ou non adoptée) et mise en œuvre (ou non mise en œuvre). Le problème réside dans l'organisation et le fonctionnement du système lui-même.

Le problème réside essentiellement dans le fait que le processus législatif de l'Union Européenne ne fonctionne pas

Le système actuel oblige la Commission européenne à présenter des propositions au Conseil des ministres et au Parlement européen, qui exercent alors leur pouvoir de décision selon la procédure de codécision prévue à l'article 251 du Traité. La durée moyenne d'une procédure de codécision, du stade de la proposition de la Commission à celui de l'accord définitif est de plus de deux ans, tous domaines confondus - pour ce qui concerne les services financiers, le délai moyen est encore plus long.*

Procédures actuelles

A l'heure actuelle, la Commission s'efforce davantage de consulter les régulateurs et les marchés au stade de l'élaboration de ses futures propositions, mais il n'existe à ce jour ni procédure convenue, ni obligation, ni calendrier contraignant pour l'organisation de ces consultations.

Un manque manifeste de consultation et de transparence

De plus, sous la pression des États membres, soucieux de "subsidiarité", la Commission a eu tendance à proposer des directives plutôt que des règlements. Cela laisse aux États membres une plus grande latitude dans la mise en œuvre du droit communautaire, mais au prix, trop souvent, d'une transposition et d'interprétations variables. En outre, cela contribue à mettre la Commission davantage sous pression, afin qu'elle s'assure de la mise en œuvre correcte des textes. Les directives requièrent par ailleurs un délai de transposition d'au moins 18 mois.

Ainsi qu'une transposition et une mise en œuvre variables selon les États membres des règles communautaires arrêtées d'un commun accord

Des blocages peuvent survenir à quatre niveaux différents du système:

Les multiples possibilités de blocage

- (i) au niveau de la **Commission** même - trop sollicitée, parfois trop lente;

* Entre le 1er mai 1999 et le 31 octobre 2000, **tous secteurs de la législation confondus**, 19 % des dossiers ont été adoptés en première lecture et 53 % en deuxième lecture, 28 % requérant une conciliation. Sur cette période, la première lecture a duré en moyenne 8 mois, la deuxième lecture plus de deux ans, auxquels il faut encore ajouter de 2 à 3 mois en cas de conciliation.

- (ii) de manière plus notable au niveau du **Conseil des ministres**, où l'on tend bien trop souvent à complexifier inutilement des propositions, initialement simples, de la Commission (souvent dans le but d'essayer de prendre en compte 15 législations nationales dans un cadre communautaire unique);
- (iii) au niveau du **Parlement européen**, encore que cela arrive beaucoup moins que par le passé;
- (iv) et enfin au niveau des **États membres**, où la transposition et la mise en œuvre sont souvent tardives et incomplètes.

Globalement, le système actuel présente donc un certain nombre de lacunes majeures:

Le système réglementaire actuel est :

- **il est trop lent** (exemples: la directive sur les OPA (12 ans, pas encore adoptée), le statut de la société européenne (plus de 30 ans), Bâle 1 (plus de 4 ans); *(i) trop lent*
- **il est trop rigide** et ne peut réagir assez rapidement aux mutations du marché. Toute adaptation, aussi limitée ou technique soit-elle, nécessite une proposition officielle à part entière de la Commission, qui sera négociée dans le cadre d'une procédure de codécision; *(ii) trop rigide*
- **il produit trop d'ambiguïtés** (exemples: article 11 de la directive sur les services d'investissement concernant les règles de conduite; offres au public ou placements privés de valeurs mobilières dans la directive de 1980); *(iii) produit trop d'ambiguïtés*
- **il ne fait pas de distinction entre des principes-cadres essentiels et durables et les mesures d'exécution pratiques, appelées à être appliquées au quotidien.** Il en résulte que les directives sont trop détaillées et ne peuvent être adaptées rapidement. *(iv) et il ne distingue pas les principes-cadres des modalités détaillées*

7. ET POURTANT, LE RYTHME DE MUTATION DES MARCHES S'ACCELERE

Le rythme de mutation des marchés financiers à l'échelle du monde et de l'Europe ne cesse de s'accélérer – ceci constitue une raison de plus pour adapter le système réglementaire européen en conséquence . La mondialisation, les marchés électroniques interconnectés et aux flux

Mais les changements s'accroissent sur les marchés - et la réglementation

instantanés, la déréglementation et le développement des technologies de l'information contribuent tous à l'accélération du rythme de mutation du marché.

européenne ne suit pas...

L'euro lui-même renforce la transparence, la liquidité et l'interconnexion des marchés, ajoutant ainsi une raison supplémentaire pour que l'Union européenne s'efforce de mettre en place des procédures de réglementation plus rapides et plus souples, afin de préserver sa compétitivité sur le marché financier mondial.

Au détriment de la compétitivité des marchés financiers de l'Union européenne

8. TROIS AUTRES PARAMÈTRES IMPORTANTS

3 autres paramètres requièrent notre attention

(i) Convergence des structures de réglementation et de surveillance

Aujourd'hui, l'Union européenne compte environ 40 organismes publics chargés de réglementer et de surveiller les marchés de valeurs mobilières. Les compétences varient. Les responsabilités diffèrent. Il en résulte une fragmentation et, souvent, une confusion à l'échelle européenne.

(i) Les structures réglementaires de l'UE doivent converger

Les structures de réglementation et de surveillance doivent converger davantage pour que le futur comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, élément fondamental de la proposition réglementaire du Comité, puisse fonctionner efficacement. Ce point est développé en détail dans deuxième partie du présent rapport.

(ii) Compensation et règlement-livraison

(ii) Compensation et règlement-livraison

Le Comité est convaincu qu'une restructuration plus profonde des systèmes de compensation et de règlement-livraison est nécessaire au sein de l'Union européenne. **Le soin d'organiser les rapprochements devrait être laissé dans une large mesure au secteur privé.** C'est aux forces du marché qu'il doit incomber, pour l'essentiel, de déterminer les contours d'un système européen de compensation et de règlement-livraison, notamment en ce qui concerne le développement des connexions entre organismes de post-marché, (compensation, règlement-livraison, dépositaires centraux, etc), ainsi que la création éventuelle d'une contrepartie centrale unique à l'échelle européenne.

Une restructuration menée par le secteur privé s'impose, pour lever les obstacles à l'intégration des systèmes

Cela n'exclut pas pour autant toute intervention de la puissance publique. . Il conviendrait notamment que les autorités règlent certaines questions de concurrence et s'attachent à supprimer les obstacles qui freinent l'intégration des systèmes. Les questions les plus importantes appelant une intervention des autorités publiques sont notamment: le coût excessif de la compensation et des règlements transfrontaliers dans l'Union par rapport aux États-Unis (en raison du morcellement des marchés) ; les questions de concurrence, telles que l'accès aux systèmes sur des bases ouvertes et non discriminatoires et les accords d'exclusivité ; la qualité des connexions techniques entre dépositaires centraux ; les implications prudentielles de la création d'une contrepartie centrale unique ;et enfin l'examen de l'opportunité d'organiser sur la base de normes européennes communes l'agrément et la surveillance des organismes de compensation et de règlement (exemples: conditions d'accès aux systèmes de paiement, échanges d'informations et coopération). Il pourrait aussi s'avérer nécessaire de distinguer la problématique des systèmes de compensation de celle des structures de règlement-livraison (un système de compensation efficace servant l'intérêt général).

Questions essentielles :

coût excessif de la compensation et des règlements-livraisons transfrontaliers en Europe par rapport aux États-Unis ; questions de concurrence; implications prudentielles

Le Comité estime que s'il devait s'avérer , à un moment donné, que le secteur privé est incapable de créer un système efficace de compensation et de règlement à l'échelle de l'Union européenne, les autorités publiques devraient alors intervenir clairement pour faire avancer les choses.

Si le secteur privé ne peut créer un système de compensation et de règlement-livraison efficace, les autorités publiques devront prendre l'initiative

À la lumière des consultations en cours à la faveur de **l'actualisation de la directive concernant les services d'investissement** (prévue pour le second semestre de 2001) et des **prochains travaux du groupe Giovannini***, **le Comité demande instamment que la nécessité d'instaurer un cadre réglementaire en matière de compensation et de règlement-livraison soit évaluée très attentivement.**

Faut-il instaurer un cadre réglementaire communautaire en matière de compensation et de règlement ?

Ce cadre devrait tenir compte de **l'importance capitale d'un bon fonctionnement des mécanismes européens de compensation et de règlement, condition incontournable de l'efficacité des marchés de valeurs mobilières.** Il devrait également aborder les questions systémiques générales et la façon dont les systèmes de compensation et de règlement-livraison sont essentiels pour le bon

Le bon fonctionnement des mécanismes européens de compensation et de règlement-livraison est indispensable au

* Le groupe Giovannini, composé de professionnels de marché, conseille la Commission sur des questions économiques et financières. Il s'est récemment attelé à l'étude des problèmes de compensation et de règlement-livraison.

fonctionnement de l'infrastructure des opérations de politique monétaire et des systèmes de paiement. Il pourrait également être envisagé d'associer la Banque centrale européenne aux travaux. **Le Conseil ECOFIN pourrait inviter le Comité économique et financier à lancer une réflexion sur ces sujets.**

*bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et de l'infrastructure des opérations de politique monétaire
Le CEF pourrait engager une réflexion*

Enfin, pour ce qui concerne la concurrence, **le Comité propose que la Direction générale de la Concurrence de la Commission européenne examine la situation en vue de veiller au respect des règles communautaires relatives à la concurrence dans ce secteur essentiel.**

*Concurrence:
La DG COMP devrait examiner attentivement la situation*

(iii) Gestion des implications prudentielles

Quoique convaincu que des marchés financiers développés, profonds, liquides et innovants engendreront des gains de productivité substantiels et profiteront en conséquence à chaque citoyen européen, le Comité estime également qu'une plus grande efficacité ne va pas nécessairement de pair avec une stabilité renforcée.

Si les avantages de l'intégration sont clairs, il n'en résultera pas nécessairement une stabilité renforcée...

L'intégration accrue des marchés de valeurs mobilières implique une plus grande interconnexion entre intermédiaires financiers de manière transfrontalière, ce qui augmente leur exposition commune à des chocs financiers.. Il n'incombe pas au Comité d'évaluer ce risque et encore moins d'émettre des recommandations sur la manière d'y faire face. Toutefois, étant donné l'interconnexion croissante des différents segments des marchés de valeurs mobilières et des différents intermédiaires financiers, **le Comité juge qu'il est urgent de renforcer, au niveau européen, la coopération entre les régulateurs des marchés financiers et les institutions chargées de la microsurveillance et de la macrosurveillance prudentielles. Le Conseil ECOFIN devrait inviter le Comité économique et financier à faire rapport sur le développement de cette coopération.**

Le Comité juge urgent de renforcer la coopération au niveau de l'UE, notamment entre les régulateurs et les institutions chargées de la microsurveillance et de la macrosurveillance prudentielles

9. RESSOURCES ET FORMATION

La réalisation d'un marché financier européen intégré, compte tenu du court laps de temps imparti par les chefs d'État et de gouvernement de l'Union européenne, exige que l'on y consacre **les ressources**

Des ressources ad hoc doivent être consacrées à la réalisation d'un

nécessaires. Cela vaut particulièrement pour la Commission européenne, le Parlement européen et les régulateurs nationaux. D'une manière générale, trop peu d'experts disposant des compétences requises pour accomplir ce difficile travail sont mobilisés.

marché financier européen intégré

D'une manière générale, ce n'est pas le cas

Le comité est fermement convaincu que les moyens affectés à cette tâche complexe qu'est la réalisation d'un marché financier européen intégré sont insuffisants. Ainsi, à la Commission européenne, seule une poignée de personnes traite des infractions - travail de longue haleine, souvent excessivement ardu mais néanmoins essentiel. De la même manière, le passage de la phase de conceptualisation à la dure négociation des nombreuses propositions législatives contenues dans le plan d'action pour les services financiers nécessite un renforcement des équipes. **En résumé, les équipes de la Commission travaillant sur les services financiers sont très réduites, ce qui n'est pas logique au regard de leur importance économique pour l'Union européenne.**

Les équipes de la Commission travaillant dans ce domaine économique essentiel sont très insuffisantes

Au secrétariat du Parlement européen, le personnel traitant de ces questions est également trop peu nombreux et devrait être renforcé.

Il en est de même pour le Parlement européen

Enfin, le comité recommande que **le secteur privé, en concertation avec les régulateurs européens, soit à l'origine d'une nouvelle dynamique de formation**, afin de favoriser la diffusion des meilleures pratiques et une compréhension commune entre régulateurs et professionnels de marché, au sein de toute l'Union européenne.

Un nouveau système de formation à l'initiative du secteur privé est nécessaire

En résumé, si l'on veut créer un marché européen intégré des valeurs mobilières, il faut résoudre un certain nombre de problèmes, à savoir: la législation de base fait défaut; les priorités sont encore insuffisamment définies; le système actuel ne permet pas de produire, avec la rapidité ou la flexibilité voulue, le type de législation que requièrent des marchés financiers modernes; enfin, les incohérences au niveau de la mise en œuvre entravent sérieusement l'émergence d'un marché paneuropéen.

Résumé

Pas de législation de base; définition insuffisante des priorités; dysfonctionnement du système réglementaire actuel; mise en œuvre incohérente

Le comité des sages est donc persuadé qu'une réforme réglementaire s'impose, afin de réaliser les objectifs de l'Union européenne et de

respecter le calendrier fixé par le plan d'action pour les services financiers. Des ressources suffisantes doivent être mobilisées. . Le chapitre II contient des recommandations sur la manière dont ces buts pourraient être atteints.

*Par conséquent,
une réforme
réglementaire
s'impose*

CHAPITRE II

RÉFORME DU SYSTEME RÉGLEMENTAIRE

RECOMMANDATIONS DU COMITÉ

1. INTRODUCTION

Dans son premier rapport , le comité des sages préconisait un cadre réglementaire à quatre niveaux:

niveau 1: adoption de principes-cadres selon la procédure législative habituelle (à savoir, proposition de la Commission, adressée au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen pour adoption selon la procédure de codécision);

niveau 2: création de deux nouveaux comités – un comité européen des valeurs mobilières et un comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (sous une forme similaire à celle du FESCO), ayant pour fonction d'aider la Commission à arrêter les détails de mise en œuvre de la législation-cadre de niveau 1;

niveau 3: coopération renforcée et travail en réseau des régulateurs européens des marchés des valeurs mobilières, afin de garantir une transposition efficace et équivalente des textes législatifs de niveau 1 et 2 (avec des normes communes d'application);

niveau 4: meilleure application de la législation, notamment grâce à un contrôle accru et à une action plus vigoureuse de la Commission, action sous-tendue par une coopération renforcée entre les États membres, leurs autorités de régulation et le secteur privé.

*Proposition initiale
du comité:
un cadre
réglementaire à
quatre niveaux*

Cette approche reconnaît deux niveaux dans la législation sur les marchés financiers: les **choix politiques fondamentaux**, qui peuvent être traduits dans des normes de portée générale mais néanmoins

Niveau 1 = les principes

Niveau 2 = les

suffisamment précises (niveau 1); les **mesures techniques plus détaillées** nécessaires à la réalisation des objectifs législatifs, arrêtées conformément à ces principes-cadres (niveau 2).

mesures techniques détaillées

Ces deux niveaux doivent fonctionner de manière efficace, c'est-à-dire permettre d'atteindre les objectifs affichés au moindre coût en termes de charge de travail réglementaire; ils doivent mettre sur pied d'égalité tous les prestataires, en supprimant toute possibilité d'entraves réglementaires à la libre concurrence; ils doivent permettre une mise en œuvre rapide de la législation et être suffisamment souples pour être en phase avec l'évolution rapide des marchés financiers et les innovations techniques sur ces marchés. L'expérience le montre, et le comité l'a souligné dans le chapitre III de son premier rapport: un arbitrage intervient entre ces exigences et la mesure dans laquelle la législation primaire (directives et règlements) couvre, de manière spécifique, les détails techniques de mise en œuvre.*

Principes essentiels: efficacité, moindre charge de travail réglementaire, adaptabilité et respect de la concurrence

Dans le cas des marchés financiers, le fait d'opérer une distinction entre la législation-cadre, d'une part, et les mesures d'application à adopter selon une procédure accélérée, d'autre part, devrait permettre de résoudre, au moins en partie, ce problème d'arbitrage. **Le comité estime que cette distinction doit devenir la règle au niveau communautaire, sous réserve que les conditions suivantes soient respectées: le processus législatif doit être transparent, respecter l'équilibre institutionnel et être conforme à la structure des traités.**

La distinction entre législations de niveaux 1 et 2 doit devenir la règle au niveau communautaire, sous réserve du respect de l'équilibre institutionnel et d'une garantie de transparence

Le présent chapitre expose en détail le fonctionnement de chacun des quatre niveaux du cadre réglementaire, tel que l'envisage le comité. Il définit la mission et les principales obligations des institutions et acteurs concernés, tout en illustrant le processus décisionnel par des diagrammes. Enfin, il répond à certaines observations émises sur le fonctionnement possible de ce processus.

Le présent chapitre détaille le fonctionnement du cadre réglementaire proposé par le comité

* A titre d'exemple, la possibilité limitée de reconnaissance mutuelle offerte par la directive 80/390/CEE pour les prospectus à publier pour l'admission à la cote de valeurs mobilières ne peut être utilisée pour les warrants ou des instruments financiers similaires.

PRINCIPAUX POINTS PORTÉS À L'ATTENTION DU COMITÉ QUANT À SA PROPOSITION DE CADRE RÉGLEMENTAIRE À QUATRE NIVEAUX

1. Des parlementaires européens se sont dits préoccupés des éventuelles conséquences d'une telle approche à quatre niveaux en terme de dilution du pouvoir de codécision conféré au Parlement européen par les traités. Ils ont aussi suggéré de préférer les règlements aux directives, de recourir à la procédure accélérée,* et de renforcer substantiellement la transparence.
2. Les acteurs du marché et certains régulateurs ont souhaité que soient considérablement renforcées la transparence, l'ouverture et la responsabilité à tous les niveaux. Ils recommandent vivement une participation institutionnalisée des prestataires et des consommateurs à l'ensemble du processus législatif (c'est-à-dire dès le début) et se montrent largement favorables à la fixation d'échéances pour les différentes étapes des procédures.
3. Les réponses ont demandé une définition claire du contenu des principes-cadres de niveau 1 et des mesures d'exécution de niveau 2.
4. Elles expriment aussi le souhait de précisions quant à la manière dont s'articuleraient les différents niveaux, en accordant une attention plus particulière au rôle que doit jouer le comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. Comment sera-t-il institué? Quelle sera sa composition? Quels liens entretiendra-t-il avec la Commission? Selon quelles conditions?
5. Par ailleurs, la question des disparités entre les compétences et les pouvoirs dont disposent les régulateurs nationaux a été soulevée. Ces disparités pourraient, en effet, se révéler préjudiciables à l'efficacité du comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières ainsi qu'à la coopération prévue au niveau 3. Certains réponses préconisent donc une plus grande convergence des structures nationales de régulation des marchés.
6. Plusieurs réponses souhaitent l'adoption de grands principes s'appliquant à toute la législation sur les services financiers.

Principales observations sur la proposition de cadre réglementaire à quatre niveaux, telle que présentée dans le premier rapport du comité

2. UN CADRE CONCEPTUEL POUR LA LÉGISLATION EUROPÉENNE EN MATIÈRE DE VALEURS MOBILIÈRES

Le comité est d'avis qu'il conviendrait de fonder toute la législation

* La procédure accélérée suppose l'adoption rapide d'un acte en première lecture au Parlement européen - grâce à une consultation et un accord préalables entre le Conseil des ministres et la Commission.

européenne relative aux services financiers et aux marchés des valeurs mobilières sur un cadre conceptuel de grands principes et de les mettre en oeuvre de manière cohérente. À l'avenir, lesdits principes pourraient être inscrits dans le droit communautaire, soit par l'adoption conjointe d'un règlement par le Conseil des ministres et le Parlement européen, soit par une modification éventuelle du traité lors de la prochaine conférence intergouvernementale. L'encadré ci-après présente certains de ces principes, parmi les plus importants:

- préserver la confiance dans les marchés européens de valeurs mobilières;
- maintenir un niveau élevé de surveillance prudentielle;
- contribuer à l'effort des autorités chargées de la surveillance macro- et microéconomique, afin de garantir la stabilité du système financier;
- garantir un niveau approprié de protection du consommateur en adéquation avec les risques divers encourus;
- respecter les principes de subsidiarité et de proportionnalité inscrits dans le traité;
- encourager la concurrence et veiller à ce que les règles communautaires afférentes soient pleinement respectées;
- veiller à ce que la réglementation soit efficace et à ce qu'elle favorise l'innovation, et ne la décourage pas;
- tenir compte de la dimension européenne, et plus largement, internationale, des marchés financiers.

Le comité juge nécessaire de fonder toute la législation européenne sur les valeurs mobilières sur un cadre conceptuel de grands principes

3. DÉTAILS DE LA PROPOSITION DU COMITÉ

NIVEAU 1 – PRINCIPES-CADRES

Le comité estime que, dans le domaine des valeurs mobilières, il convient d'élaborer des directives ou des règlements d'un type nouveau, sans modifier le traité. Ces nouveaux textes législatifs devraient énoncer des principes-cadres et déléguer les compétences d'exécution à un second niveau.

- Que sont les principes-cadres de niveau 1?

Ce sont les principes politiques essentiels, les éléments cruciaux de chaque proposition. Ils reflètent les grands choix politiques que font le

Que sont les principes-cadres

Parlement européen et le Conseil des ministres sur la base d'une proposition de la Commission européenne. Ils déterminent l'orientation politique, les éléments fondamentaux de chaque décision. Ils devraient être spécifiques à chaque directive ou règlement.

de niveau 1?

Les principes de niveau 1 devraient clairement spécifier la nature et la portée des mesures techniques de mise en œuvre qui doivent être arrêtées au niveau 2; ils doivent également préciser les limites dans lesquelles les dispositions correspondantes pourront être adaptées et mises à jour à ce niveau sans requérir de modification de la législation-cadre cela afin que le Conseil des ministres et le Parlement européen soient pleinement informés de la nature des délégations de compétence qu'ils sont invités à concéder. La Commission européenne devrait, chaque fois que c'est possible, indiquer le type de mesures d'exécution pouvant être adaptées au niveau 2.

*Nécessité de préciser la nature des principes-cadres (**niveau 1**) et des mesures d'exécution (**niveau 2**), pour permettre aux institutions européennes de savoir exactement ce qu'il en est*

Considérons deux exemples:

- la prochaine directive sur les prospectus. Il conviendrait que le texte-cadre de niveau 1 contienne tous les articles relatifs à la forme du passeport unique à instaurer (enregistrement obligatoire au moyen d'un document de référence accompagné d'une note contenant les informations sur les valeurs mobilières et d'un résumé; définition de la notion d'offre publique; rôle et pouvoirs des autorités compétentes, régime linguistique, etc.). En revanche, la définition technique détaillée du contenu du prospectus (pour chaque type d'instruments financiers) devrait faire l'objet d'une procédure de niveau 2.
- les règles de conduite prévues à l'article 11 de la DSI. Un nouveau texte pourrait contenir les éléments fondamentaux de ces règles (obligation d'agir avec diligence, d'exercer loyalement ses activités, de communiquer les informations appropriées, d'appliquer les règles de conduite du pays d'origine et la nécessité de distinguer les investisseurs professionnels des autres). Les mesures d'exécution détailleraient ensuite les règles auxquelles devraient satisfaire les entreprises d'investissement dans leur relation avec le client (informations spécifiques à exiger de lui ou à lui communiquer).

Exemples:

la prochaine directive sur les prospectus...

ou l'article 11 de la DSI

Deux exemples de directive-type "nouveau format" sont joints en annexe (cf. annexe 4), pour permettre au lecteur de bien comprendre la forme des propositions du comité.

Dans tous les cas, le contenu concret des compétences à déléguer au niveau 2 sera décidé par le Conseil des ministres et le Parlement européen sur la base de la proposition de niveau 1 présentée par la

La délégation de compétences au niveau 2 se décidera toujours

Commission européenne. **Il s'agit là d'un point crucial et une garantie démocratique fondamentale.** *au cas par cas*

- **Existe-t-il des orientations ou des règles permettant d'identifier les éléments devant entrer dans la définition des principes-cadres de niveau 1 ?**

Le traité CE (article 202), la jurisprudence de la Cour de justice des Communautés européennes et certains accords interinstitutionnels intervenus récemment donnent quelques indications générales. Ainsi, l'article 202 du traité CE fait exclusivement référence aux "*compétences d'exécution des règles*", qui peuvent être déléguées à partir de la procédure normale de codécision (article 251 du traité CE) du niveau 1.

*Contexte juridique:
l'article 202 du
traité CE*

Dans un certain nombre d'arrêts,* la Cour de justice des communautés européennes a fait mention de l'obligation d'inclure tous les "*éléments essentiels*" dans la législation primaire. En d'autres termes, ceux-ci doivent figurer dans les propositions présentées par la Commission pour codécision au niveau 1.

*La jurisprudence
établie par la Cour
de justice des
Communauté
européennes*

Quel sens donner à "essentiel" (et, implicitement, à "non essentiel")? Cela n'a jamais été précisé. Néanmoins, l'accord interinstitutionnel Parlement européen/Conseil/Commission de juin 1999 sur la comitologie dispose qu'il convient de recourir à cette procédure lorsqu'il s'agit "*de mettre en application les éléments essentiels d'actes de base [...] ainsi que [...] les mesures ayant pour objet d'adapter ou de mettre à jour certaines dispositions non essentielles d'un acte de base*".

Niveau 1 =
*"éléments
essentiels";*

niveau 2 = *mise
en exécution des
éléments
essentiels d'actes
de base...*

Le comité estime que les compétences d'exécution technique de la législation sur les valeurs mobilières devraient être déléguées à la procédure de niveau 2 via une directive-cadre ou un règlement-cadre de niveau 1. L'étendue de ces compétences d'exécution devrait être décidée au cas par cas, pour chaque directive ou règlement adopté par codécision sur la base d'une proposition de la Commission.

*Le comité est
d'avis de déléguer
les compétences
d'exécution
technique à une
nouvelle procédure
de niveau 2*

- **Quels sont les avantages de la nouvelle approche ?**

*Avantages de la
nouvelle approche*

* Par exemple, CEJ, arrêt du 17 décembre 1970 dans l'affaire 25-70, Köster, recueil 1970, p. 1161, point 6,.

- (i) **Le processus législatif s'en trouverait accéléré** - car les négociations menées au niveau 1 entre la Commission, le Conseil des ministres et le Parlement européen dans le cadre de la procédure de codécision viseraient exclusivement à régler les questions essentielles, sans s'attacher aux modalités techniques d'exécution. Comme le montre la section consacrée au niveau 2, la mise à jour de ces détails techniques deviendrait également plus rapide. *Le processus législatif est accéléré*
- (ii) **Le processus serait démocratique et flexible** – l'étendue des compétences d'exécution étant définie au cas par cas, pour chaque proposition de niveau 1, par codécision du Parlement européen et du Conseil des ministres. *L'équilibre démocratique et institutionnel est préservé*
- (iii) **Les institutions européennes** bénéficieraient de l'expertise technique et réglementaire des régulateurs européens, sans préjudice du droit d'initiative de la Commission. *Possibilité de bénéficier de l'expertise des régulateurs européens*

- **Mécanismes de consultation et transparence au niveau 1**

La Commission a seule le droit d'initiative en vertu du traité. Le comité recommande toutefois qu'à l'avenir, avant d'élaborer une proposition dans les domaines concernés, la Commission prenne les mesures suivantes* :

1. consulter au préalable, de manière ouverte, transparente et systématique, les participants au marché et les utilisateurs finaux (émetteurs et consommateurs). Des délais devraient être fixés et rendus publics. Le cas échéant, il faudrait organiser des auditions publiques. Il faudrait intensifier et ouvrir le dialogue avec les participants au marché et les utilisateurs finaux, afin de conseiller en continu sur les travaux de niveau 1. Il faudrait promouvoir l'usage d'Internet pour développer la participation de ces acteurs et publier un résumé du processus de consultation, une fois la proposition finalisée. Le comité a conscience que la mise en place d'un tel dispositif ne pourra se faire du jour au lendemain et qu'il aura des implications, en termes de ressources, pour les services de la Commission. *Consultation et transparence: la Commission doit instaurer un mécanisme plus rigoureux pour les travaux de niveau 1*
 2. continuer à consulter les États membres et leurs autorités de régulation selon un processus informel, et le plus tôt possible, sur toute proposition de niveau 1 en passe d'être présentée. *Il faut renforcer et ouvrir le dialogue avec les participants au marché et les utilisateurs finaux*
- Consultation ex ante des États membres et de*

* Voir, entre autres, le paragraphe 9 du Protocole sur l'application des principes de subsidiarité et de proportionnalité annexé au traité d'Amsterdam (JO C 340 du 10/11/1997, p.105).

leurs régulateurs

3. informer le Parlement européen, selon un processus informel, des propositions à venir (y compris par un recours plus systématique au "groupe 2005"*) et rechercher, chaque fois que c'est possible et le plus tôt possible, un accord politique non contraignant sur la portée des compétences d'exécution pouvant être déléguées au niveau 2. Cette consultation fournira à la Commission, au comité des régulateurs et au comité des valeurs mobilières des indications sur l'étendue du travail à accomplir et leur permettra de s'y préparer, si possible sans attendre l'accord formel en codécision. Cela permettrait de gagner du temps.

La Commission doit rechercher, si possible, un rapide accord informel avec le PE sur la portée des pouvoirs d'exécution délégués au niveau 2

- **Privilégier les règlements et la procédure accélérée d'adoption des actes en co-décision**

Le premier rapport du comité suggérait qu'il convenait, pour contribuer à accélérer le processus législatif, de préférer les règlements aux directives, car ceux-ci sont directement applicables dans les États membres. De l'avis du comité, les règlements devraient être utilisés chaque fois que possible, de même que la procédure accélérée, même si ces techniques ne permettront pas de résoudre tous les problèmes.

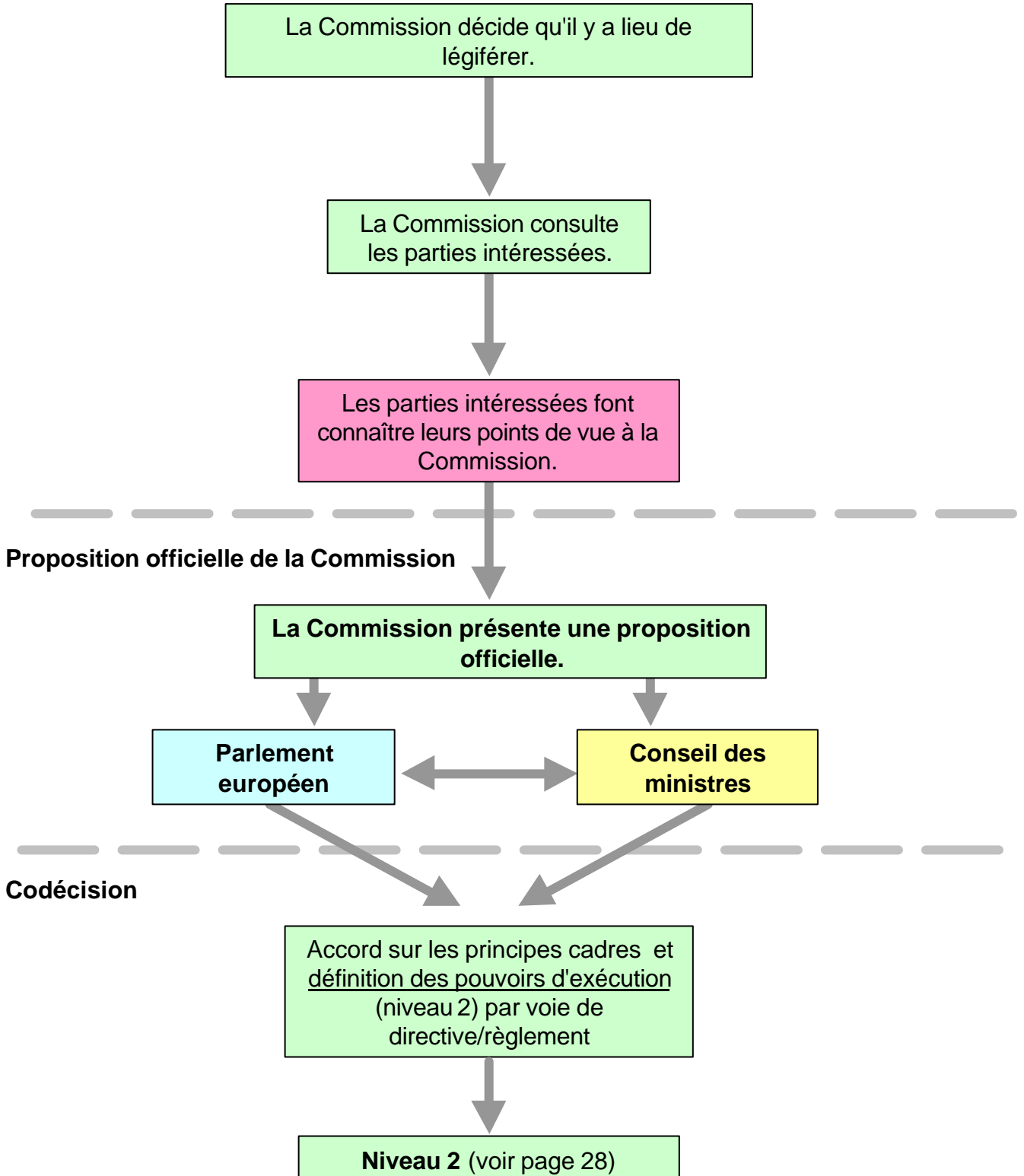
Le comité est favorable à l'utilisation des règlements et de la procédure accélérée chaque fois que possible

Le comité estime que le choix de la forme du texte législatif (règlement ou directive) doit se faire au cas par cas, après examen des avantages et inconvénients respectifs de chaque mesure. À cet égard, les principes directeurs énoncés pages 28 et 31 à 33 doivent s'appliquer.

* Le "groupe 2005" est un groupe informel de haut niveau, composé du président de la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, de représentants de la présidence actuelle et de la prochaine présidence du Conseil de l'Union européenne et d'un représentant de la Commission européenne.

NIVEAU 1 – PRINCIPES CADRES

Procédure de consultation préalable à la proposition



NIVEAU 2 – MODALITÉS DE MISE EN ŒUVRE

Niveau 2 = un réseau actif associant les régulateurs nationaux,

Le niveau 2 est constitué d'un réseau actif associant les régulateurs nationaux de marchés des valeurs mobilières, la Commission européenne et un nouveau comité européen des valeurs mobilières; il définit, propose et arrête les modalités de mise en œuvre des directives et des règlements cadres adoptés selon la procédure de codécision du niveau 1.

la Commission européenne et un comité des valeurs mobilières, qui arrête les modalités d'exécution des principes cadres

Il est donc proposé de créer officiellement deux nouveaux comités – un comité européen des valeurs mobilières (EU Securities Committee - **CEVM**), essentiellement chargé d'une mission de réglementation, et un comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (EU Securities Regulators Committee - **CERVM**), qui exercera une fonction consultative. Les rôles de ces comités sont décrits ci-dessous. Ils devraient être créés et entrer en fonction avant la fin 2001.

Deux nouveaux comités doivent être créés: CEVM + CERVM

Le comité rappelle l'importance qu'il attache à l'établissement de relations triangulaires solides, de confiance et d'efficacité, entre la Commission européenne et les deux comités précités, fondées sur une bonne intelligence du rôle de chacun. Le Parlement européen doit être tenu pleinement informé à chaque stade du processus.

Une relation de confiance doit être établie...

et le Parlement européen doit être tenu pleinement informé

- Niveau 2: méthodes de travail

Les principales missions de la Commission européenne et des deux comités peuvent être résumées comme suit:

Méthodes de travail au niveau 2

1. Sans préjudice de son droit d'initiative, la Commission, après avoir consulté le comité des valeurs mobilières (CEVM) et à la lumière des résultats de la procédure de codécision du niveau 1, inviterait le comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) à engager une réflexion sur les détails techniques du sujet et à arrêter le calendrier des travaux.
2. Le CERVM, après une consultation approfondie et ouverte des marchés et des utilisateurs finaux organisée suivant une procédure prescrite et le calendrier fixé (voir ci-dessous), transmettrait son avis technique à la Commission en temps voulu.
3. La Commission, sans préjudice du droit d'initiative que lui confère le

La Commission invite le CERVM à examiner une question.....

Le CERVM organise une consultation large et ouverte.....

Le CERVM

traité, examinerait cet avis.

communiquera ses conclusions à la Commission

4. La Commission transmettrait alors au comité des valeurs mobilières une proposition qui tient compte des travaux du CERVM. Elle veillerait également à ce que le Parlement européen soit pleinement informé de toute proposition en cours d'élaboration – elle lui transmettrait les ordres du jour et les documents nécessaires, tant au stade préliminaire qu'au stade final, conformément à l'accord interinstitutionnel. Le comité des valeurs mobilières se prononcerait alors sur la proposition de la Commission, par un vote organisé conformément aux procédures de décision prévues pour ce type de comité. Si le comité des valeurs mobilières venait à approuver à la majorité qualifiée la proposition de la Commission, cette dernière pourrait décider de promulguer la mesure législative. (Pour plus de précisions, voir la procédure de décision présentée plus loin.)

La Commission transmet une proposition au comité des valeurs mobilières

LE COMITE DES VALEURS MOBILIERES (CEVM)

- Rôle

Le CEVM sera un comité très important, chargé de trois grandes missions. **En premier lieu**, et c'est là son rôle principal, il serait appelé, en qualité de comité de réglementation agissant dans le cadre de l'article 202 du Traité, à se prononcer sur les propositions de la Commission dans un délai fixé (habituellement trois mois). **En deuxième lieu**, il pourrait également assister la Commission en tant que comité consultatif, notamment mais pas uniquement en ce qui concerne l'élaboration des mesures législatives au niveau 1 (dans ce rôle, il remplacera l'actuel comité des autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières, ou HLSSC). **Enfin**, il pourrait conseiller la Commission sur les mandats confiés au CERVM, au niveau 2.

Le CEVM a trois missions

Sa fonction essentielle est d'agir en tant que comité de réglementation

- Procédure de décision

La procédure de décision du comité des valeurs mobilières se déroulerait comme suit (conformément à la décision de 1999 fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission):

- La Commission soumet un projet de mesure au comité des valeurs mobilières.
- Le comité des valeurs mobilières se prononce dans les délais impartis.*
- Les mesures approuvées par le comité sont alors arrêtées par la Commission et deviennent contraignantes en droit communautaire.
- Dans le cas où le comité des valeurs mobilières ne se prononce pas, ou se prononce contre le projet, la Commission soumet au Conseil des Ministres le projet, en tant que proposition de la Commission .
- Le Conseil décide, dans un délai déterminé **, d'adopter ou de repousser la proposition de la Commission.
- Si le Conseil s'oppose à la proposition, la Commission doit réexaminer celle-ci.
- La Commission dispose alors de trois options: (1) présenter au Conseil une proposition modifiée de mesures d'exécution, (2) présenter à nouveau sa proposition initiale ou (3) abandonner le projet de mesures d'exécution et présenter une proposition législative sur la base du droit d'initiative que lui confère le traité. Dans ce cas, le projet de mesures d'exécution est remplacé par un projet d'acte législatif, qui peut être un règlement ou une directive.
- Si le Conseil n'adopte pas les mesures d'exécution proposées ou s'il n'indique pas qu'il s'y oppose, les mesures d'exécution proposées sont arrêtées par la Commission.

Procédure de décision au sein de la CEVM (suite)

- **Rôle du Parlement européen**

Le Parlement européen doit être tenu informé des travaux du comité des valeurs mobilières et recevoir tous les documents connexes (ordres du jour, projets de mesures, résultats des votes, comptes rendus des réunions, liste des participants).

Le Parlement européen a une fonction essentielle de supervision. Le PE doit être pleinement informé à tout moment de ce qui se passe....

Si le Parlement européen estime que les mesures proposées qui lui

Si le PE estime

* Le comité doit émettre son avis sur ce projet dans un délai que le président (le représentant de la Commission) peut fixer en fonction de l'urgence du sujet. Le comité se prononce à la majorité qualifiée dans le cas de décisions que le Conseil est appelé à prendre sur proposition de la Commission. Lors des votes au sein du comité, les voix des représentants des États membres sont affectées de la pondération fixée par le Traité pour les votes au Conseil. Le président ne prend pas part au vote.

** Ce délai est fixé dans l'acte législatif de base qui institue le comité. Il ne peut dépasser trois mois à compter de la saisine du Conseil.

sont soumises par la Commission outrepassent les limites des compétences d'exécution prévues dans l'acte de base, la Commission doit réexaminer sa proposition. En tenant le plus grand compte de la résolution du Parlement, la Commission peut alors choisir de présenter de nouvelles propositions de mesures au comité, de poursuivre la procédure ou de présenter une proposition dans le cadre de la procédure de codécision.

qu'une proposition de la Commission déborde ses compétences d'exécution, la Commission doit réexaminer sa proposition et tenir le plus grand compte de l'avis du PE

- **Composition du comité des valeurs mobilières**

Les États membres désigneront les membres du comité, qui sera présidé par la Commission. C'est pourquoi le comité des valeurs mobilières n'est pas une émanation du Conseil des ministres. Les personnes désignées par les États membres devraient être d'un rang élevé. Il pourrait par exemple s'agir de secrétaires d'État auquel cas il ne fait aucun doute que le Commissaire européen en charge des questions relatives aux valeurs mobilières présiderait les réunions. Il est essentiel que le niveau des participants ne soit pas trop bas. Le Comité des sages juge particulièrement important que le comité des valeurs mobilières, compte tenu de son rôle essentiel, travaille de façon collégiale, avec des membres désignés pour des périodes suffisamment longues pour garantir la continuité et la naissance d'un véritable esprit de corps. Les membres du CEVM devraient autant que possible être présents au moment du vote. Le CEVM doit aussi travailler dans la transparence et l'ouverture et devrait être prêt à tenir le PE régulièrement informé de ses travaux.

Le Comité des sages souhaite que les membres du CEVM aient un rang élevé (secrétaires d'État)

La collégialité et l'esprit de corps sont très importants

- **Mise en place du comité des valeurs mobilières (dispositions transitoires)**

Le comité des valeurs mobilières sera légalement institué lorsque ses premières compétences d'exécution lui auront été conférées. Toutefois, pour lui permettre d'entamer ses travaux le plus tôt possible – en attendant l'investiture officielle – la Commission pourrait le mettre officiellement en place sous la forme d'un comité consultatif, par voie de décision de la Commission. Le Comité des sages préconise cette solution.

Comment instituer rapidement le CEVM

- **Le CEVM en tant que comité de réglementation**

Le Comité des sages juge optimal de déléguer au cas par cas les compétences d'exécution voulues, à la faveur de l'adoption en codécision, par le Parlement européen et le Conseil, de chaque proposition élaborée au niveau 1. Cela permettrait aux trois institutions de déterminer précisément l'étendue des compétences d'exécution qu'elles souhaitent déléguer pour chaque acte législatif.

Délégation au cas par cas des compétences d'exécution

COMITE EUROPEEN DES REGULATEURS DES MARCHES DE VALEURS MOBILIERES (CERVM)

En tant que comité, le CERVM devrait jouer deux rôles distincts. **Au niveau 2**, il assisterait la Commission en qualité de comité consultatif. **Au niveau 3**, (voir plus loin) il agirait de manière totalement autonome, en tant que comité des régulateurs nationaux, pour assurer une application plus cohérente du droit communautaire.

Le CERVM doit jouer deux rôles distincts – le premier au niveau 2, le second au niveau 3

- Composition

Au niveau 2, le CERVM devrait assister la Commission en tant que comité consultatif indépendant. À cette fin, il devrait être composé des chefs des autorités nationales chargées de réglementer/surveiller les marchés de valeurs mobilières – à l'instar de la structure mise en place avec succès par le FESCO. Le président devrait être un membre du comité élu par ses pairs. Il est essentiel que les participants aux réunions du CERVM aient à tout moment la compétence voulue pour conseiller la Commission sur toute question convenue. Il importe donc que l'organisation du secrétariat reflète la nécessité de garder des liens opérationnels étroits avec la Commission aux fins de l'accomplissement des missions de niveau 2.

Le CERVM doit être composé de régulateurs nationaux. Il doit assister la Commission en tant que comité consultatif indépendant. Des liens opérationnels étroits avec la Commission seront nécessaires dans l'organisation des travaux au niveau 2.

Par ailleurs, il est évident que la Commission aura un rôle central à jouer dans le fonctionnement du CERVM, notamment en informant à ses membres sur les priorités politiques, en lançant des idées nouvelles, etc.

La Commission devrait avoir un rôle central à jouer dans le fonctionnement du CERVM

Le Comité des sages estime que le Parlement européen devrait pouvoir inviter le CERVM à lui faire rapport périodiquement. Le président du CERVM devrait également siéger au comité des valeurs mobilières, en qualité d'observateur. Le CERVM devrait également élaborer un rapport d'activité annuel, qui serait transmis à toutes les institutions de l'Union européenne.

Le Parlement européen devrait pouvoir inviter le CERVM à lui faire rapport périodiquement

- Procédure de décision du CERVM

Le Comité des sages juge inopportun que les décisions du CERVM soient prises à l'unanimité au niveau 2, et ce, pour plusieurs raisons:

- (i) cela pourrait ramener le contenu des décisions au plus petit commun dénominateur;
- (ii) si les procédures de décision du CERVM différaient de celles du comité des valeurs mobilières, cela risquerait de créer des discordances, voire de vicier les décisions au niveau 2.

Les décisions du CERVM devraient être adoptées à la majorité qualifiée

Il est donc recommandé qu'au niveau 2 le comité des régulateurs adopte ses décisions par un vote à la majorité qualifiée. Les points de vue minoritaires devraient être enregistrés et publiés dans l'avis définitif transmis à la Commission européenne.

- Mise en place du CERVM

Le CERVM devrait recevoir l'investiture politique du Conseil européen de Stockholm et être juridiquement constitué en comité consultatif autonome auprès de la Commission (en dehors de la procédure de comitologie).

Le CERVM devrait recevoir l'investiture politique du Conseil européen de Stockholm, puis être constitué en comité consultatif autonome auprès de la Commission

- Procédure de consultation et transparence

Le Comité des sages estime que le CERVM doit consulter les participants au marché, les consommateurs et les utilisateurs finaux selon des règles de procédure prédéterminées et, de préférence, contraignantes. Ces règles devraient être prévues dans ses statuts et dans son règlement intérieur. La procédure de consultation devrait reposer sur les principes suivants:

Le CERVM doit aussi instituer une procédure de consultation ouverte et transparente

- implication des participants au marché...
- à tous les niveaux...
- dans un processus continu...
- en portant une attention particulière aux personnes qui disposent des connaissances et de l'expérience voulue sur les questions abordées...

Principes de la consultation

- dans le cadre d'un processus ouvert, recourant notamment à l'Internet...
- tout en prenant en compte l'opinion des utilisateurs finaux.

Le Comité des sages a envisagé la solution consistant à réunir des *forums de praticiens* à l'échelle européenne. Toutefois, vu la complexité qu'implique la désignation des membres de ces forums dans une Union qui compte aujourd'hui 15 États membres et bien plus demain, et compte tenu de la variété des intérêts à représenter, le Comité a privilégié l'option ci-après.

Le Comité a envisagé la solution des "forums de praticiens"...

Une fois invité par la Commission européenne à émettre un avis sur un projet de mesures d'application, et tout en respectant un calendrier précis, le CERVM organiserait la consultation.

mais il privilégie finalement la procédure de consultation exposée ci-dessous....

Quatre procédures de base pourraient être envisagées:

- pour les questions complexes, le CERVM commencerait par publier un appel à contributions ("*concept release*") présentant le problème dans les grandes lignes ainsi que les options envisageables et invitant les parties intéressées à se prononcer sur une approche réglementaire éventuelle. Cette consultation ne devrait pas s'étaler sur plus de trois mois;
- lorsqu'une approche réglementaire a été retenue, le CERVM publierait un projet de proposition, présenté pour consultation aux marchés et aux utilisateurs finaux (durée: trois mois au maximum);
- le cas échéant, le CERVM pourrait organiser des auditions ou des tables rondes, comme l'a fait le Comité des sages. L'utilisation de l'Internet devrait être obligatoire dans le cadre de la consultation;
- chaque recommandation finale du CERVM devrait être accompagnée d'un résumé des contributions fournies par les milieux consultés.

Quatre procédures de base pour les consultations de le CERVM...

Comprenant des auditions, des tables rondes....

Les contributions des milieux consultés devraient être rendues publiques.....

Le Comité des sages recommande que la Commission garantisse le même degré de transparence et d'ouverture au stade de la transmission des propositions au comité des valeurs mobilières.

- **Préservation de l'équilibre institutionnel et participation du Parlement européen**

Le Comité des sages a une conscience aiguë de la nécessité de préserver l'équilibre institutionnel entre la Commission européenne, le Parlement européen et le Conseil des ministres.

Importance de l'équilibre institutionnel

Il a été proposé au Comité d'assortir la procédure d'un mécanisme permettant au Parlement européen d'examiner une proposition: plus précisément, un nouvel accord interinstitutionnel devrait donner au Parlement (et au Conseil des ministres) la possibilité de s'opposer, dans un délai déterminé, à une proposition de mesures d'exécution présentée par la Commission. Le Comité a étudié attentivement cette hypothèse, mais il a été convaincu par l'argument selon lequel ce "droit de préemption" parlementaire n'est pas prévu dans le traité.

La possibilité d'un "droit de préemption" du Parlement européen a été étudiée...

mais elle n'est pas envisagée dans le traité

Le Comité estime qu'il existe néanmoins des moyens de garantir au Parlement européen un degré de contrôle satisfaisant, qui lui donnera une influence significative sur les mesures d'exécution promulguées au niveau 2 et en particulier sur le travail du comité des valeurs mobilières.

Mais la Commission peut mettre le Parlement européen en mesure de faire valoir son point de vue par d'autres moyens:

En premier lieu, après avoir marqué son accord sur les compétences d'exécution au niveau 1, le Parlement européen (de même que les autres parties intéressées) sera tenu informé, pleinement et à tout moment, du contenu des avis en cours d'élaboration au niveau du CERVM et du contenu des propositions en cours d'élaboration qui en découleront au niveau de la Commission. La Commission et les deux comités resteront en contact étroit avec le Parlement européen, auquel tous les documents nécessaires et les ordres du jour des comités seront transmis en temps voulu (ces obligations sont stipulées, notamment, à l'article 1er et à l'article 2 de l'accord interinstitutionnel). Des assurances complémentaires pourraient être données au Parlement si, comme proposé, la Commission publiait chaque fois que c'est possible, dans les meilleurs délais et au moins sous leur forme provisoire, les projets de mesures d'exécution les plus importants quand elle propose un texte législatif au niveau 1.

(i) en le tenant constamment et pleinement informé...

En second lieu, avant que la Commission ne présente ses propositions au comité des valeurs mobilières et après que celui-ci se sera prononcé, le Parlement européen aura assez de temps pour s'assurer que la proposition et la décision respectent le champ des pouvoirs d'exécution défini selon la procédure de codécision du

(ii) en lui laissant le temps de vérifier les propositions (avant le vote du

niveau 1.

CEVM)

Troisièmement, si le Parlement européen devait être amené à considérer qu'une proposition de la Commission européenne n'est pas conforme au champ des pouvoirs d'exécution, il pourrait adopter une résolution. De la sorte, la Commission serait invitée à revoir sa proposition et à tenir le plus grand compte de la position du Parlement européen. Compte tenu de l'importance que revêt l'équilibre institutionnel, il ne serait guère concevable que la Commission agisse autrement. La Commission, par ailleurs, aurait déjà tout fait pour tenir des positions du Parlement lors de l'élaboration de ses propositions.

(iii) en tenant le plus grand compte des éventuelles résolutions du Parlement marquant une opposition à l'une de ses propositions

De plus, il est de l'intérêt de tous que le Parlement européen puisse jouer un rôle approprié dans la procédure, dans les limites fixées par le Traité. Si le Parlement ne recevait pas satisfaction, les conséquences s'en feraient sentir dès que de nouvelles mesures conférant des compétences d'exécution au comité des valeurs mobilières seraient proposées selon la procédure de codécision (niveau 1). Ce point n'échapperait assurément ni à la Commission ni au comité des valeurs mobilières.

Il est de l'intérêt de tous que le Parlement puisse jouer un rôle approprié dans la procédure

Le Comité des sages en a donc conclu que les éléments énumérés ci-dessus préservent parfaitement le droit de regard du Parlement européen.

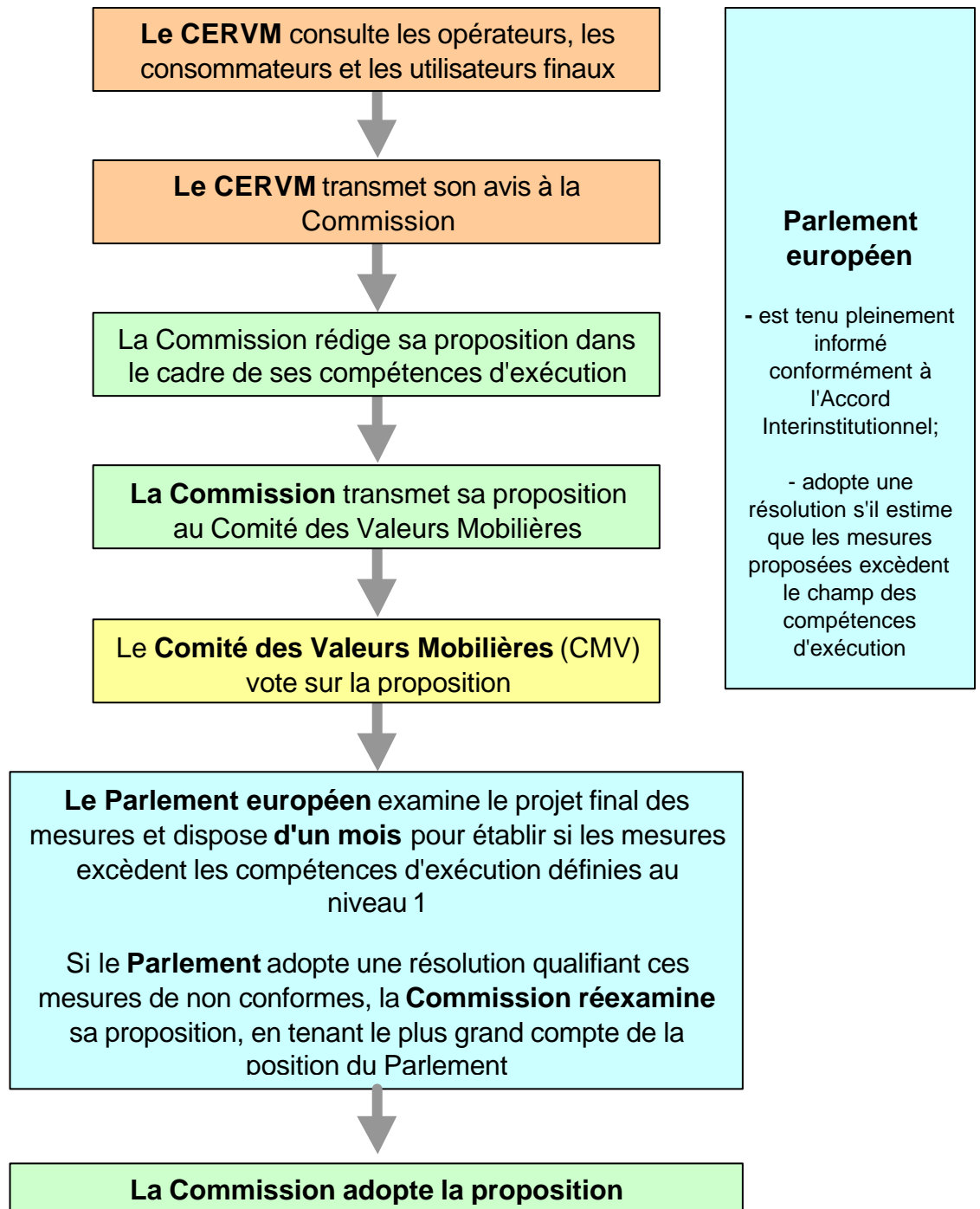
Ainsi, les intérêts du Parlement européen seront préservés

Au cas où des difficultés politiques subsisteraient, elles devraient être discutées par les trois institutions (la Commission, le Parlement européen et le Conseil des ministres), dans les plus brefs délais – en tout cas avant le Conseil européen de Stockholm, ou à la faveur d'un réexamen intégral, en 2004, comme recommandé plus loin dans le présent rapport (cette échéance coïncide avec la prochaine Conférence Intergouvernementale).

Les institutions européennes devraient travailler conjointement pour régler tout problème résiduel

NIVEAU 2 : PRISE DE DÉCISION

La Commission, après consultation du Comité des Valeurs Mobilières, demande l'avis du Comité Européen des Régulateurs des Valeurs Mobilières (CERVM) sur les mesures d'exécution



NIVEAU 3 - UNE COOPÉRATION RENFORCÉE ENTRE LES RÉGULATEURS POUR AMÉLIORER LA MISE EN OEUVRE DE LA LÉGISLATION

Le premier rapport stipule que le niveau 3 devrait s'inscrire "dans le cadre d'une coopération améliorée et renforcée fondée sur la mise en réseau de leurs autorités de réglementation, en vue de garantir une transposition uniforme des règles de niveau 1 et de niveau 2". Les régulateurs nationaux ont aussi été encouragés à s'entendre sur des protocoles multilatéraux pour améliorer la mise en oeuvre des mesures et sur une procédure d'évaluation réciproque afin d'en assurer l'application uniforme au niveau du CERVM. Le Comité confirme cette approche.

Le niveau 3 correspond à une coopération renforcée entre les régulateurs pour améliorer la mise en oeuvre des règles

Le niveau 3 vise donc à obtenir une cohérence beaucoup plus grande dans la transposition et la mise en oeuvre au quotidien de la législation de niveau 1 et 2. Cette responsabilité incombe principalement aux régulateurs nationaux, agissant dans le cadre d'un réseau de coopération. Elle constitue l'autre grand volet de leur mission.

L'objectif est d'améliorer la transposition et la mise en oeuvre des mesures au quotidien

- Composition et règles de vote

Agissant au niveau 3, le CERVM devrait être composé d'un représentant par État membre, désigné par la ou les autorités de surveillance nationales. Étant donné l'importance cruciale de règles communes de mise en oeuvre et d'interprétation, c'est le consensus qui devrait présider aux décisions du CERVM pour le niveau 3. La Commission pourrait assister aux réunions en qualité d'observateur.

Au niveau 3, le CERVM est plus "indépendant".

Le consensus est nécessaire en ce qui concerne la mise en oeuvre.

- Définition des tâches du CERVM relevant du niveau 3

L'objectif clé étant d'obtenir une mise en oeuvre beaucoup plus uniforme des règles communautaires, le CERVM devrait:

- formuler des lignes directrices cohérentes pour l'adoption de règles administratives à l'échelon national;
- émettre des recommandations interprétatives communes et établir des standards communs pour les domaines qui ne sont pas couverts par la législation de l'UE; au besoin, ceux-ci pourraient être intégrés au droit communautaire par une procédure de niveau 2;
- comparer et réexaminer les pratiques réglementaires pour assurer une application effective des règles dans toute l'Union et identifier les

Rôle du CERVM

meilleures pratiques;

- organiser régulièrement une évaluation réciproque des règles administratives et des pratiques réglementaires des États membres, et en communiquer le résultat à la Commission et au CEVM.

au niveau 3

Les conclusions de ces travaux ne seraient pas contraignantes, mais elles feraient naturellement autorité.

Le FESCO n'assume actuellement qu'une partie de ces tâches. Une résolution politique sera donc nécessaire pour habiliter les régulateurs à exercer l'ensemble de ces missions essentielles. Les participants au marché devraient être prêts à fournir aux régulateurs, à la Commission et aux États membres des exemples de mise en oeuvre hétérogène des règles.

- **Importance du rapprochement des systèmes de supervision et de régulation**

Une condition essentielle doit être remplie d'emblée pour que le CERVM puisse atteindre les objectifs indiqués ci-dessus: les personnes mandatées par les régulateurs nationaux doivent posséder les connaissances nécessaires à l'accomplissement de leur tâche et être capables dès le départ d'honorer leurs engagements. À plus long terme, une convergence bien plus fondamentale des structures de régulation européennes est nécessaire dans un certain nombre de domaines. Les principaux sont la convergence des structures horizontales, le degré d'autonomie des régulateurs et, surtout, la participation des opérateurs au processus de régulation. Le Comité invite les gouvernements à coordonner leurs efforts en ce sens, compte tenu des diverses initiatives déjà en cours.

Le Comité est convaincu de la nécessité d'une convergence sur le plan réglementaire.

Les membres du CERVM doivent être capables d'honorer leurs engagements.

NIVEAU 3

ACTES DE NIVEAU 1 ET 2

**Comité Européen des Régulateurs des
Valeurs Mobilières**

Veille à ce que les actes de niveau 1 et 2 et les autres dispositions de l'UE régissant les valeurs mobilières débouchent sur une application effective et uniforme des règles communautaires, notamment par les moyens suivants:

- Lignes directrices administratives pour l'application quotidienne des règles
- Recommandations interprétatives communes
- Standards communs (mais non contraignants) dans les domaines qui ne sont pas couverts par la législation de l'UE
- Comparaison des pratiques réglementaires pour renforcer l'application des textes
- Evaluations réciproques ("Peer Review")

NIVEAU 4 - APPLICATION

Le quatrième volet des propositions du Comité porte sur le renforcement de l'application des règles communautaires. Tous les acteurs ont un rôle à jouer dans ce processus, mais la responsabilité en incombe essentiellement à la Commission européenne, qui a le devoir légal d'agir en tant que gardienne des traités européens.

*Niveau 4 :
une application
considérablement
renforcée*

Néanmoins, le Comité souligne aussi le rôle que les États membres, les régulateurs et le secteur privé peuvent jouer en faveur d'une meilleure application du droit communautaire. La Commission, par exemple, ne peut agir en l'absence d'informations, de plaintes et de dossiers solides et bien documentés. Or, les opérateurs privés hésitent trop souvent à se manifester par crainte de conséquences dommageables pour leurs activités. Les régulateurs devraient informer immédiatement la Commission des infractions potentielles dont ils auraient connaissance.

*La responsabilité
principale en
incombe à la
Commission
européenne, mais
elle a besoin de
l'aide d'autres
acteurs, dont...*

Le Parlement européen devrait lui aussi informer la Commission des domaines où il estime qu'il y a infraction au droit communautaire. Comme dans les autres domaines, le partenariat entre secteur public et secteur privé est un facteur nécessaire d'efficacité et de succès.

*le Parlement
européen.*

En tout état de cause, la Commission devrait se montrer plus déterminée lorsqu'il s'agit de faire respecter le droit communautaire et de vérifier la bonne transposition des mesures adoptées. Dans bien des cas, la simple ouverture d'une procédure par la Commission européenne permet de trouver rapidement une solution avec l'État membre en infraction.

*La Commission
devrait se montrer
plus déterminée...*

4. SUIVI DU SYSTÈME RÉGLEMENTAIRE

Le Comité souligne l'importance particulière qu'il attache à la mise en place d'un processus de suivi efficace et continu pour vérifier l'efficacité des procédures réglementaires à 4 niveaux qu'il propose. Il a indiqué dans son rapport initial que "des rapports semestriels sur les progrès réalisés ou restant à faire pourraient être présentés au Conseil...".

*Il est essentiel de
prévoir une
procédure efficace
de suivi semestriel*

Deux questions se posent: sur quels points précis doit porter le suivi, et qui s'en chargerait?

Si la structure réglementaire à 4 niveaux proposée par le Comité est adoptée, un système solide doit être mis en place pour rendre compte du fonctionnement du processus législatif et réglementaire. Ce système doit permettre de repérer les blocages et d'identifier les responsables. Il doit aussi permettre de déterminer si des progrès sont réellement effectués vers la création d'un marché financier intégré. Le Comité attendrait de toutes les institutions qu'elles prêtent la plus grande attention aux conclusions du suivi. En revanche, le système de suivi ne devrait pas proposer de mesures correctives.

Le système de suivi irait droit au but: où se situent les blocages, et qui en est responsable?

Il conviendra de prendre acte de ses conclusions

Le Conseil des ministres, la Commission européenne et le Parlement européen étant impliqués à part égale dans le processus, le Comité propose que le Conseil, le Parlement européen et la Commission nomment chacun deux personnes extérieures (c'est-à-dire ne faisant pas partie des institutions) pour former le groupe de suivi.

Le Comité propose que chaque institution désigne 2 personnes extérieures pour le groupe de suivi

Le groupe de suivi produirait des rapports semestriels.

Les rapports de suivi doivent être semestriels

5. UN RÉEXAMEN COMPLET EN 2004

À supposer que la nouvelle structure réglementaire entre en vigueur au début de 2002, le Comité pense qu'il serait bon de procéder à un réexamen complet et ouvert du système à 4 niveaux en 2004. Ceci résulte en partie de la convergence de facteurs politiques significatifs, avec la nouvelle conférence intergouvernementale (décidée à Nice) et la première vague de l'élargissement; de plus, les grandes priorités du plan d'action pour les services financiers devraient avoir été négociées avec succès.

Un réexamen complet devrait être effectué en 2004 – coïncidant avec la prochaine CIG

Procéder à un réexamen complet en 2004 aurait aussi pour avantage de dissiper la crainte éventuelle et injustifiée d'un certain immobilisme ou d'une rigidité institutionnelle.

Pas d'immobilisme

Si, à la lumière des rapports semestriels du groupe de suivi, il s'avérait dès avant 2004 qu'aucun progrès n'est fait et ne doit être escompté, ce réexamen devrait avoir lieu plus tôt. Comme l'indiquait déjà le rapport initial, 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 seule autorité de régulation chargée des services financiers dans toute la Communauté.

En l'absence de progrès, ce réexamen complet devrait avoir lieu plus tôt

REMARQUES FINALES

Les résultats dépendront de la capacité et de la volonté des principaux intéressés, de la Commission, du Conseil des ministres, du Parlement européen et des régulateurs nationaux, à "*jouer le jeu de la coopération*", puisque chacun de ces acteurs porte une part de responsabilité dans les lacunes constatées dans le système réglementaire actuel.

Quelles sont les chances de succès du cadre proposé? Certaines conditions doivent impérativement être remplies:

- Attribution de mandats clairs aux deux comités clés de niveau 2.
- Transparence absolue de tout le système et fixation d'échéances dans le cadre du processus décisionnel.
- Suivi rigoureux et rapports au Conseil, à la Commission et au Parlement, ainsi qu'au grand public.
- Participation active et clairement définie des opérateurs et des consommateurs.
- Réforme des structures réglementaires nationales en vue de leur rapprochement progressif. Sans cette convergence, il est à craindre que ni les travaux du CERVM, ni ceux du CEVM, ni même l'interaction des deux, ne donnent de résultat.

Il est également important que chaque institution sache identifier les bénéficiaires, non seulement pour elle-même, mais aussi pour l'ensemble de l'Union européenne. **Quels sont-ils ?**

Une utilisation plus rationnelle de ressources rares. Un mécanisme de décision plus rapide, mieux adapté aux besoins des marchés financiers modernes. La concentration des efforts des pouvoirs publics et des énergies sur les principes politiques fondamentaux. L'attribution aux autorités de régulation européennes et à leurs experts d'un rôle "*formel*" beaucoup plus important à l'échelon européen, consistant à conseiller la Commission européenne sur les détails nécessaires à la mise en oeuvre des mesures dans chaque domaine. Pour la Commission, clef de voûte de tout le système, des chances nettement accrues de respecter les échéances de l'ambitieux PASF. Pour le Parlement européen, une plus grande transparence et des consultations ouvertes, pas de statu quo à craindre grâce à la perspective d'un réexamen en 2004, une participation au système de suivi et la possibilité de déterminer l'étendue des compétences d'exécution relevant du niveau 1. Enfin, pour le Conseil des ministres, une rationalisation de la prise de décision et une plus grande efficacité.

Le Comité des sages appelle tous les intéressés à soutenir activement et sans réserve cette approche juste et équilibrée. Ses avantages, en cas de succès, sont tout simplement trop importants pour être ignorés.

Le système actuel, le statu quo, ne constitue en aucun cas une solution.

Bruxelles, le 15 février 2000

ANNEXE 1

SESSION DU CONSEIL ECOFIN DU 27 NOVEMBRE 2000

PROJET DE CONCLUSIONS

1- Le Conseil se félicite du premier rapport du Comité des sages, présidé par Alexandre Lamfalussy, sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières ainsi que des méthodes de travail utilisées par le Comité pour recueillir les opinions des parties intéressées.

2- Le Conseil ECOFIN partage le diagnostic établi dans le rapport et notamment les constatations ci-après.

- L'intégration des marchés des services financiers de l'Union européenne est porteuse d'avantages économiques considérables en termes de croissance économique, d'emploi et de productivité au bénéfice des consommateurs, des petites et moyennes entreprises et des grandes sociétés ainsi que des emprunteurs souverains, ce qui confirme l'importance du programme de réforme économique de Lisbonne. Le plan d'action pour les services financiers et le plan d'action pour le capital-risque comprennent les mesures appropriées qu'il convient de mettre en œuvre pour tendre vers l'amélioration du marché unique dans le domaine des services financiers, mais une hiérarchisation des différentes mesures par ordre de priorité est nécessaire.

L'évolution extrêmement rapide des marchés financiers exige des régulateurs qu'ils suivent le rythme de transformation des marchés, ce que les opérateurs souhaitent vivement. Dans ces conditions, le système de réglementation actuel est trop lent et complexe et il en résulte des niveaux d'ambiguïté inutiles et une mise en œuvre hétérogène. C'est pourquoi des mesures urgentes s'imposent pour rendre le système de réglementation actuel plus efficace et réaliser ainsi dans un avenir proche l'objectif d'un marché européen intégré des capitaux.

3- Le Conseil ECOFIN invite le comité à présenter un rapport final à la mi-février 2001. Ce texte devrait s'attacher à affiner l'approche réglementaire proposée dans le premier rapport, en tenant compte de l'équilibre institutionnel résultant des dispositions existantes du traité ainsi que du rôle des régulateurs nationaux. Le rapport final devra présenter des recommandations opérationnelles.

4- Le Conseil ECOFIN examinera ces recommandations au début de mars, afin que des mesures appropriées soient prises lors du Conseil européen de Stockholm qui se tiendra en mars. Dans cette perspective, le Conseil ECOFIN recommande que les discussions progressent avec le Parlement européen.

ANNEXE 2
CALENDRIER RECOMMANDÉ
2000 – 2004

2001	
15 février	Publication du rapport final du comité des sages
15 février – 23-24 mars	Examen du rapport par le Conseil des ministres, le Parlement européen et la Commission
23-24 mars	Accord au Conseil européen de Stockholm sur la réforme de la réglementation et les priorités du PASF
avril – mai	(i) La Commission présente de premières propositions de directives conformément au PASF, sous un nouveau format (ii) La Commission décide d'instituer un Comité des Valeurs Mobilières (CEVM) en tant que groupe consultatif dans l'attente d'une délégation formelle de compétences par l'adoption d'une directive/d'un règlement de niveau 1 (iii) La Commission décide d'instituer un Comité des Régulateurs des Marchés des Valeurs Mobilières (CERVM) en tant que groupe consultatif indépendant (hors comitologie)
avril – septembre	(i) Mise en place de nouvelles procédures de consultation (Commission et CERVM) (ii) Accord sur un Comité de Suivi Interinstitutionnel et mise en place de ce comité
juin - juillet	Rapport Giovannini sur les systèmes de compensation et de règlement
novembre	Premier rapport du comité interinstitutionnel de suivi, présenté à toutes les institutions
pour décembre	Premiers résultats provisoires de l'examen des avantages économiques de marchés financiers européens intégrés
pour fin décembre	<ul style="list-style-type: none"> • Révision des besoins en ressources humaines de la Commission, du Parlement européen et des régulateurs • Lancement de la nouvelle initiative de formation du secteur privé
pour fin décembre	La nouvelle structure des comités de niveau 2 doit être opérationnelle.

2002	
mars	Deuxième rapport de suivi sur le fonctionnement du système réglementaire
septembre	Troisième rapport de suivi sur le fonctionnement du système réglementaire

2003	
mars	Quatrième rapport de suivi
septembre	Cinquième rapport de suivi
pour décembre	Accord interinstitutionnel sur les priorités clés - et mise en œuvre de ces priorités - (prospectus unique; conditions d'admission à la cote; principe du contrôle par le pays d'origine pour les marchés de gros, y compris définition des investisseurs professionnels; nouvelles règles de placement pour les fonds de placement et de pension; adaptation des normes comptables internationales; passeport unique pour les marchés des valeurs mobilières reconnus)

2004	
	<ul style="list-style-type: none"> • Conférence intergouvernementale • Révision complète du "nouveau" système • Révision du PASF
mars	Sixième rapport de suivi

ANNEXE 3

ANALYSE DES OBSERVATIONS SUR LE PREMIER RAPPORT DU COMITE DES SAGES SUR LA REGULATION DES MARCHES EUROPEENS DE VALEURS MOBILIERES

RÉSUMÉ

Le comité des sages a reçu quarante et une réponses, dont la plupart émanent du secteur privé. *41 réponses*

L'orientation générale du rapport initial, considéré comme une précieuse contribution au débat technique, est unanimement saluée. L'analyse de la situation actuelle, telle qu'elle est présentée aux chapitres I, II et III de ce rapport, est également partagée, de même qu'est reconnue la nécessité d'adopter très rapidement des mesures afin de supprimer les obstacles à l'intégration des marchés financiers européens. *Soutien total au rapport initial du comité des sages*

La plupart des réponses se focalisent sur l'approche proposée au chapitre IV en matière de réglementation européenne. *Les réponses se concentrent sur l'approche réglementaire*

Les observations marquent un accord général sur la nécessité d'un processus législatif plus efficace, plus souple et plus rapide. Les répondants insistent néanmoins sur le fait que ce processus législatif plus rapide ne doit pas être préjudiciable à la qualité de la réglementation. *Accélérer le processus législatif, mais pas au détriment de la qualité*

Les observations approuvent également les grandes lignes du cadre institutionnel et législatif envisagé. Les objectifs doivent cependant être définis. Il convient également d'opérer une distinction claire entre la législation primaire et la législation technique secondaire. Cet objectif ne pourra être atteint sans volonté politique. *Large soutien à l'approche en quatre niveaux*

La majorité demande en outre que le rapport final procède à une analyse plus détaillée de l'approche réglementaire proposée et l'illustre d'exemples concrets. *Plus de détails*

Voici les principales questions soulevées:

1. Les principes directeurs du nouveau cadre réglementaire

Pour la plupart des répondants, les principes suivants doivent s'appliquer: *Principes directeurs*

- **transparence** de l'ensemble du processus législatif. Ce principe est jugé fondamental. Il suppose la publication en aval des documents préliminaires de réflexion politique, des méthodes de consultation ouvertes, la publication des ordres du jour, comptes-rendus et des documents de réunions, la constitution de forums et de groupes techniques, l'organisation de conférences, de tables rondes, etc. Les institutions européennes et la nouvelle structure de régulation doivent adopter ces méthodes de travail. Dans les réponses, il est demandé que le Comité des Valeurs Mobilières et le Comité des Régulateurs établissent des principes en tant que règles. *Un processus législatif transparent*

- **ouverture**. Les professionnels du marché et les consommateurs doivent être associés au processus législatif dès le premier stade et au travers d'une consultation continue. *Participation des professionnels du marché*

- **Responsabilité**. La responsabilité démocratique du Comité des Valeurs Mobilières et du Comité des Régulateurs est considérée comme étant d'une importance primordiale. Ainsi, des mécanismes adéquats doivent être mis en place pour garantir l'information du Parlement européen. Différentes variantes sont présentées, notamment des auditions devant le Parlement européen, l'établissement de rapports réguliers et l'octroi d'un statut d'observateur au Parlement européen au sein du Comité des Valeurs Mobilières. *De fortes garanties démocratiques sont nécessaires*

TABLEAU N° 1 : OBSERVATIONS SUR LA NOUVELLE APPROCHE PROPOSEE DANS LE RAPPORT INITIAL

Opinion générale sur le rapport initial	Soutien total dans toutes les réponses
Rôle de la réglementation / niveau de réglementation	Nécessité de trouver un équilibre ; éviter la sur-réglementation
Principes directeurs	Transparence, ouverture, responsabilité, flexibilité
Nouvelle approche du système législatif → niveau 1 → niveau 2 → niveau 3 → niveau 4	L'idée d'un système à quatre niveaux bénéficie d'un large soutien Les objectifs fondamentaux doivent être définis de manière précise Il convient d'opérer une distinction nette entre législations primaire et secondaire
Règlements/ directives	Pas de position claires
Rôle des régulateurs nationaux	Nécessité d'harmoniser les compétences Soutien généralisé à une coopération accrue
Transparence	Doit être établi comme un principe directeur
Rôle des professionnels du marché / des consommateurs	Participation institutionnalisée dès le premier stade à l'ensemble du processus législatif
Mise en œuvre	Besoin de ressources supplémentaires pour la Commission

2. Les quatre niveaux de législation proposés

Selon un petit nombre de réponses, l'adoption d'une série de principes et d'objectifs s'appliquant à toute la législation sur les valeurs mobilières serait utile pour l'évaluation de la législation future.

(a) Niveau 1

L'adoption d'une législation de niveau 1 est considérée comme essentielle pour le succès de la nouvelle approche. Il convient donc d'opérer une distinction nette entre législations primaire et secondaire (niveau 1: principes; niveau 2: détails d'exécution). Cette distinction peut varier en fonction du sujet traité. Le niveau 1 doit contenir les

Une distinction s'impose entre législations primaire et secondaire

"éléments essentiels", c'est-à-dire les principes fondamentaux peu susceptibles de devoir être modifiés à court ou à moyen terme.

En ce qui concerne le type de législation à privilégier, il est également fait mention de la proposition d'opter pour des rNéanmoins, il ne se dégage pas de claire préférence ni pour les uns, ni pour les autres.

(b) Niveau 2

Le rapport final doit développer certaines questions importantes, notamment:

Point clé - définir plus clairement le niveau 2

- le rôle, les objectifs et les méthodes de travail des deux comités

Un consensus général se dégage sur la nécessité de définir un ensemble d'objectifs afin de préciser les compétences des deux comités. L'exigence de transparence et de coopération avec les professionnels du marché devrait inspirer leurs travaux et leurs discussions. Plusieurs répondants expriment leur préoccupation quant à la transposition des méthodes de travail du FESCO au cadre institutionnel communautaire. Des précisions sur le fonctionnement du comité des régulateurs sont donc demandées.

Rôle, objectifs et méthodes de travail des deux comités

- la composition du comité des régulateurs

Dès lors qu'il n'existe pas de base commune pour l'exercice de la surveillance, la composition du comité des régulateurs soulève des questions importantes et suscite quelques préoccupations. Par exemple, les autorités compétentes devant conseiller la Commission au niveau 2 pourraient être des membres actuels du FESCO. Toutefois, les missions et les compétences des régulateurs nationaux varient considérablement d'un État membre à l'autre. Il serait donc souhaitable de procéder à une harmonisation préalable de leurs fonctions régulatrices.

Composition du comité des régulateurs – nécessité d'une convergence

- les liens entre le Comité des Valeurs Mobilières, le Comité des Régulateurs et le Parlement européen (CAEM)

Les répondants demandent que le rôle du Parlement européen soit respecté, afin de garantir un processus législatif ouvert et démocratique, avec une claire définition des responsabilités. Différents modèles sont proposés, tels que l'obligation, pour le comité

Des liens étroits avec le Parlement européen sont essentiels

des valeurs mobilières, de rendre pleinement compte de ses travaux au Parlement ou l'obligation, pour ce comité et le comité des régulateurs, d'établir régulièrement des rapports d'activité.

TABLEAU N° 2: OBSERVATIONS SUR LE NOUVEAU CADRE INSTITUTIONNEL

Comité des Valeurs mMobilières	Soutien généralisé en faveur de sa création Il doit être accessible et fonctionner de manière transparente.
Comité des Régulateurs	Demande de précisions sur son rôle et sa composition
Rôle du Parlement européen	Ses droits doivent être préservés. Il est recommandé que le Comité des Valeurs Mobilières soit tenu de lui rendre des comptes.
Liens entre les deux comités	Demande de précisions
Observations sur le FESCO	Critiques concernant son manque de transparence
Autorité de surveillance européenne unique	Accord général sur le fait que sa création serait aujourd'hui prématurée

(c) Niveau 3

Pour la plupart des répondants, les disparités entre les compétences et pouvoirs des autorités nationales de surveillance empêchent une application cohérente de la législation communautaire et une coopération internationale efficace. Dans leur grande majorité, ils estiment donc qu'une harmonisation préalable de ces compétences s'impose, de même qu'une révision approfondie du partage des responsabilités entre autorités de surveillance et marchés boursiers.

Convergence entre les régulateurs nationaux

(d) Niveau 4

Selon les répondants, le fait que la Commission n'ait pas pu faire appliquer la législation communautaire a constitué un obstacle majeur à l'achèvement du marché unique des services financiers. Le rapport final doit contenir des propositions visant à renforcer les ressources et les instruments dont la Commission dispose à cet effet.

Renforcer les ressources de la Commission

3. Autres observations

Les autres conclusions préliminaires du rapport initial ont également fait l'objet d'observations.

Celles-ci sont résumées dans le tableau ci-après:

TABLEAU N° 3: OBSERVATIONS SUR LES AUTRES CONCLUSIONS PRELIMINAIRES

Bénéfices économiques	Accord sur la proposition de procéder à une évaluation appropriée de ces avantages
Aspects commerciaux	L'analyse du comité des sages est partagée. Le comité est invité à accorder plus d'importance à ces questions dans le rapport final
Volatilité du marché	Il est suggéré que l'évaluation de ce risque soit supprimée du rapport final
Le PASF	Accord général sur l'opportunité d'accélérer la mise en œuvre du PASF, pour qu'elle soit achevée d'ici 2004 L'UE doit veiller à ce que l'accélération du processus législatif ne soit pas synonyme d'une législation de moindre qualité

Autres observations

Des observations additionnelles portent sur les principaux aspects techniques abordés dans le rapport initial.

Ces observations sont résumées dans le tableau ci-après:

TABLEAU N° 4: AUTRES OBSERVATIONS

Compensation et règlement	Certaines réponses contiennent des suggestions concernant l'élimination des obstacles à l'achèvement d'un marché européen intégré. D'autres expriment des doutes quant à l'évaluation, contenue dans le rapport initial, des économies que pourrait dégager l'intégration des systèmes de compensation et de règlement. D'autres, enfin, soulèvent des questions de concurrence. La plupart estiment que les forces du marché devraient conduire le processus de consolidation
Contrôle par le pays d'origine et reconnaissance mutuelle	Certaines réponses réclament une application immédiate et généralisée de ces principes, notamment pour les marchés de gros
Systèmes de négociation alternatifs	L'instauration de conditions de concurrence égales entre les marchés est demandée
Marchés de gré à gré	Une réglementation plus stricte des marchés de gré à gré est jugée superflue et inopportune
Catégorisation des investisseurs	D'une manière générale, une différenciation des investisseurs est considérée comme utile et nécessaire

Questions techniques additionnelles

ANNEX 4

Hypothetical examples of the possible role of the Securities Committee

These examples aim to describe how Level 1 proposals could be structured but are without prejudice to future work in the areas by the Commission and FESCO.

(a) Harmonization of regular reporting obligations

Note : the changes that could be made to the text in this hypothetical example are indicated in bold characters in italics.

COUNCIL DIRECTIVE of 15 February 1982

on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing
(82/121/EEC)

THE COUNCIL OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Economic Community, and in particular Articles 54 (3) (g) and 100 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission (1),

Having regard to the opinion of the European Parliament (2),

Having regard to the opinion of the Economic and Social Committee (3),

Whereas Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock-exchange listing (4) seeks to ensure improved protection of investors and a greater degree of equivalence in the protection provided, by coordinating requirements as to the information to be published at the time of admission;

Whereas, in the case of securities admitted to official stock-exchange listing, the protection of investors requires that the latter be supplied with appropriate regular information throughout the entire period during which the securities are listed; whereas coordination of requirements for this regular information has similar objectives to those envisaged for the listing particulars, namely to improve such protection and to make it more equivalent, to facilitate the

listing of these securities on more than one stock exchange in the Community, and in so doing to contribute towards the establishment of a genuine Community capital market by permitting a fuller interpenetration of securities markets;

Whereas, under Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock-exchange listing (5), listed companies must as soon as possible make available to investors their annual accounts and report giving information on the company for the whole of the financial year; whereas the fourth Directive 78/660/EEC (6) has coordinated the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the annual accounts of certain types of companies;

Whereas companies should also, at least once during each financial year, make available to investors reports on their activities;

Whereas this Directive can, consequently, be confined to coordinating the content and distribution of a single report covering the first six months of the financial year;

Whereas, however, in the case of ordinary debentures, because of the rights they confer on their holders, the protection of investors by means of the publication of a report is not essential;

Whereas, by virtue of Directive 79/279/EEC, convertible or exchangeable debentures and debentures with warrants may be admitted to official listing only if the related shares are already listed on the same stock exchange or on another regulated, regularly operating, recognized open market or are so admitted simultaneously;

Whereas the Member States may derogate from this principle only if their competent authorities are satisfied that holders have at their disposal all the information necessary to form an opinion concerning the value of the shares to which these debentures relate;

Whereas, consequently, regular information needs to be coordinated only for companies whose shares are admitted to official stock-exchange listing;

Whereas the report must enable investors to make an informed appraisal of the general development of the company's activities during the period covered by the report;

Whereas, however, this report need contain only the essential details on the financial position and general progress of the business of the company in question;

Whereas, in order to take account of difficulties resulting from the current state of laws in certain Member States, companies may be allowed a longer period to implement the provisions of this Directive than that laid down for the adaptation of national laws;

Whereas, so as to ensure the effective protection of investors and the proper operation of stock exchanges, the rules relating to regular information to be published by companies, the shares of which are admitted to official stock-exchange listing within the Community, should apply not only to companies

from Member States, but also to companies from non-member countries

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

SECTION I

General provisions and scope

Article 1

1. This Directive shall apply to companies the shares of which are admitted to official listing on a stock exchange situated or operating in a Member State, whether the admission is of the shares themselves or of certificates representing them and whether such admission precedes or follows the date on which this Directive enters into force.

2. This Directive shall not, however, apply to investment companies other than those of the closed-end type. For the purposes of this Directive 'investment companies other than those of the closed-end type' shall mean investment companies:

- the object of which is the collective investment of capital provided by the public, and which operate on the principle of risk spreading, and
- the shares of which are, at the holders' request, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those companies' assets. Action taken by such companies to ensure that the stock-exchange value of their shares does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption.

3. The Member States may exclude central banks from the scope of this Directive.

Article 2

The Member States shall ensure that the companies publish a report on their activities and profits and losses on a regular basis.

The report shall be published within a fixed time limit.

The report shall be sent to the competent authorities of each Member State in which its shares are admitted to official listing, and shall be made available to the public.

It shall contain comparative figures as well as an explanatory statement relating to the company's activities and profits and losses, so as to enable investors to assess the current state and the likely future developments of the company.

The report must be drawn up in the official language or languages or in

one of the official languages or in another language, provided that, in the Member State concerned, such official language or languages or such other language are customary in the sphere of finance and are accepted by the competent authorities.

Where the accounting information has been audited by the official auditor of the company's accounts, that auditor's report and any qualifications he may have shall be reproduced in full.

Article 3

The Member States may subject companies to obligations more stringent than those provided for by this Directive or to additional obligations, provided that they apply generally to all companies or to all companies of a given class.

SECTION II

Powers of the competent authorities

Article 4

1. Member States shall appoint one or more competent authorities and shall notify the Commission of the appointment of such authorities, giving details of any division of powers among them. Member States shall also ensure that this Directive is applied.

2. The Member States shall ensure that the competent authorities have the necessary powers to carry out their task.

3. If a company governed by the law of a non-member country publishes a report in a non-member country, the competent authorities may authorize it to publish that report instead of the report provided for in this Directive, provided that the information given is equivalent to that which would result from the application of this Directive.

4. This Directive shall not affect the competent authorities' liability, which shall continue to be governed solely by national law.

SECTION III

Cooperation between Member States

Article 5

1. The competent authorities shall cooperate whenever necessary for the purpose of carrying out their duties and shall exchange any information required for that purpose.

2. Where a report has to be published in more than one Member State, the competent authorities of these Member States shall, by way of derogation from Article 3, use their best endeavours to accept as a single text the text which meets the requirements of the Member State in which the company's shares were admitted to official listing for the first time or the text which most closely approximates to that text. In cases of simultaneous admission to official listing on two or more stock exchanges situated or operating in different Member States, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept as a single text the text of the report which meets the requirements of the Member State in which the company's head office is situated; if the company's head office is situated in a non-member country, the competent authorities of the Member States concerned shall use their best endeavours to accept a single version of the report.

SECTION IV

Securities Committee

Article 6

1. The Commission shall be assisted by a Committee, composed of representatives of the Member States and chaired by the representative of the Commission (The Securities Committee)

2. The regulatory procedure laid down in Article 5 of Decision 1999/468/EC shall apply in compliance with Article 7 and Article 8 thereof.

3. The Securities Committee shall have as its functions :

(a) to set out, for the application of Article 2 of the Directive, the following elements :

- the period within which the report shall be published;**
- the circumstances in which the competent authorities will be permitted to extend the time limit for publication;**
- where a company publishes consolidated accounts, the circumstances in which Member States may allow the competent authorities to require the company to publish additional information;**
- the modes of publication of the report;**
- the date of communication of the report by the company to the Member States competent authorities;**
- the circumstances in which the competent authorities will be**

permitted to provide for adaptations to the particular requirements of this Directive ;

- the conditions under which the competent authorities may authorise the omission from the report of certain information provided for in this Directive.

(b) without prejudice to Articles 169 and 170 of the Treaty to facilitate the harmonized implementation of this Directive through regular consultations on any practical problems arising from its application on which exchanges of views are deemed useful;

(c) to facilitate consultation between the Member States on the more stringent or additional obligations which they may impose pursuant to Article 3 with a view to the ultimate convergence of obligations imposed in all Member States, in accordance with Article 54 (3) (g) of the Treaty;

(d) to advise the Commission, if necessary, on any additions or amendments to be made to this Directive; in particular, the Committee shall consider the possible modification of **Articles 2 and 3** in the light of progress towards the convergence of obligations referred to in (b) above.

2. Within five years of notification of this Directive, the Commission shall, after consulting the **Securities** Committee, submit to the Council a report on the application of **Articles 2 and 3** and on such modifications as it would be possible to make thereto.

SECTION V

Final provisions

Article 7

1. Member States shall bring into force the measures necessary to comply with this Directive not later than 30 June 1983. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States may postpone application of the measures referred to in paragraph 1 until 36 months from the date on which they bring such measures into force.

3. As from the notification of this Directive, Member States shall communicate to the Commission the main provisions of the laws, regulations and administrative provisions which they adopt in the field governed by this Directive.

Article 8

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 15 February 1982.

(1) OJ No C 29, 1. 2. 1979, p. 5 and OJ No C 210, 16. 8. 1980, p. 5.

(2) OJ No C 85, 8. 4. 1980, p. 69.

(3) OJ No C 53, 3. 3. 1980, p. 54.

(4) OJ No L 100, 17. 4. 1980, p. 1.

(5) OJ No L 66, 16. 3. 1979, p. 21.

(b) Harmonization of core conduct of business rules for investor protection

The FESCO Expert Group on Investor Protection has drafted a proposal for the harmonisation of core conduct of business rules for investor protection (article 11 of the Investment Service Directive (93/22/EEC)).

This note sets out a model of a possible EU approach inspired by FESCO's work as it relates to information to be provided to customers.

Annex A contains an hypothetical example of a directive providing for basic principles and conferring implementing powers on the Securities Committee.

Annex B contains implementing rules which could be adopted by the expert committee process after the adoption of the basic directive described in annex A.

ANNEX A

I. Basic principles to be set out by the legislator in an EU directive¹

Information to be provided to the customers

¹ In implementing the following principles, the competent authorities shall make an appropriate distinction between the requirements applying to the professional investors and those applying to retail investors (retail investors are to be understood as investors acting outside their professional activities).

1. Prior to the provision of investment services, an investment firm must provide to customers information relating to

- *itself and the services it provides;*
 - *the key features of investments services and financial instruments envisaged;*
 - *the charges relating to the services or instruments envisaged;*
 - *the risks associated with the financial instruments and transactions envisaged.*
2. *During the performance of investment services, an investment firm must ensure that customers are provided promptly with the essential information concerning the progress of execution of any transaction they undertake.*
3. *If an investment firm issues a marketing communication, the promotional purpose of marketing communications must not be disguised.*
4. *The information provided to the customers shall be fair, clear, and not misleading, so as to enable them to make informed investment decisions.*

Customer agreements

1. *Prior to the provision of any investment service, the investment firm must enter into a written agreement with the customer setting out the rights and obligations of the parties, a description of the services to be provided, and all other items of information necessary for the proper understanding and performance of the agreement.*
2. *The customer agreement must be clear and easily understandable by the customer.*

II. Implementing measures to be adopted by the Securities Committee

1. *The Commission shall be assisted by the Committee established by the Directive on information to be published on a regular basis by*

companies the share of which have been admitted to official stock-exchange listing (82/121/EEC) (The Securities Committee)

2. *The regulatory procedure laid down in Article 5 of Decision 1999/468/EC shall apply in compliance with Article 7 and Article 8 thereof.*
3. *The Securities Committee shall have as its functions to set out the following elements :*
 - *guidance as to the appropriate way to present and communicate information to the customer;*
 - *where appropriate, the time-limit in which any requested information shall be provided to the customer ;*
 - *the content of any information to be provided to the customer;*
 - *the content of any marketing communication;*
 - *the content of the customers agreements.*

ANNEX B

Selection of rules set out in FESCO's consultative paper on the harmonization of core conduct of business rules for investor protection

A. INFORMATION TO BE PROVIDED TO CUSTOMERS

(1) BASIC REQUIREMENTS

• RULES

1. The firm must ensure that information provided to customers is clear and comprehensible. The content and purpose of the information should be easily understood and key items should be given due prominence. The impact of the message should not be diminished or obscured by the use of inappropriate content or presentation.
2. The investment firm must take into consideration the time necessary for a customer to absorb and react to the information provided and must supply its customers with information on a prompt basis according to

the urgency of the situation.

3. If information provided contains comparisons, the requirement of being fair, clear and not misleading means that the comparisons must:
 - a) be based either on facts verified by the investment firm, or on assumptions stated within the information;
 - b) be presented in a fair and balanced way;
 - c) not omit any fact that is material to the comparison.

(2) INFORMATION TO BE PROVIDED TO CUSTOMERS BEFORE THE PROVISION OF INVESTMENT SERVICES

(2.1) MARKETING COMMUNICATIONS

- ***RULES***

4. An investment firm must be able to demonstrate that the information provided in a marketing communication is consistent with the information it provides to its customers before and during the provision of the investment services.
5. Any marketing communication must contain at least the information about the investment firm defined in points a) and d) of paragraph 35. In case of a cross border marketing communication, the information provided must in addition state that information about the firm can also be obtained from or through the competent authority of the Member State where the customer resides.
6. An investment firm must not use the name of the competent authority to endorse its marketing communication or services.
7. Where a marketing communication refers to a financial instrument or an investment service it must provide at least the information referred to in points a) and d) of paragraph 39.

(2.2) INFORMATION ABOUT THE INVESTMENT FIRM

- ***RULE***

8. An investment firm must provide customers with the following information prior to the provision of investment services:
- a) the identity of the investment firm, its postal address and telephone number;
 - b) the financial group to which the investment firm belongs;
 - c) the identity and status within the investment firm of employees and other relevant agents with whom the customer has or is to have contact;
 - d) the fact that the investment firm is authorised and/or registered and the name of the competent authority that has authorised and/or registered it;
 - e) the legal capacity in which the investment firm acts and the functions that it performs so that that the customer is able to assess the scope of the firm's responsibilities;
 - f) details of the relevant compensation scheme;
 - g) details of any relevant out-of-court complaint and redress mechanism and how the customer can access it;
 - h) any existing or potential conflicts of interest between the investment firm and its customer and an outline of the firm's policies in relation to conflicts of interest;
 - i) the languages in which the customer can communicate with the investment firm.

(2.3) INFORMATION ON FINANCIAL INSTRUMENTS AND INVESTMENT SERVICES

• RULES

9. An investment firm must inform potential customers of the key features of financial instruments and investment services. This information must consist of a description of the type of instruments and services that must be in line with the firm's assessment of the customer's knowledge and experience and having regard to any relevant facts disclosed by the customer.
10. The information provided to customers must include the following:
- a) a description of the main characteristics of the instrument/service, including the nature of the financial commitment, whether they are traded on a regulated market or not and the risks involved;
 - b) price, including commissions, fees and other charges, of the

instrument/service;

- c) arrangements for payment and performance;
- d) details on any cancellation rights or rights of reflection that may apply.

11. In order to give a fair and adequate description of the investment service or financial instrument being promoted, an investment firm must avoid accentuating the potential benefits of an investment service or financial instrument without also giving a fair indication of the risks.

12. The fair and adequate description of a compound product must contain all the relevant characteristics of the composing instruments. The 'relevant characteristics' of a compound product means all the different characteristics of the product, for example the different services involved, the duration of the product, the fact whether you borrow money, the interest due, etc.

13. The information on financial instruments and investment services must not state or imply that the performance of services or of the investment is guaranteed unless there is a legally enforceable arrangement with a third party who undertakes to meet in full an investor's claim under the guarantee. Sufficient detail about the guarantor and the guarantee must be provided to enable the investor to make a fair assessment of the guarantee.

14. When information provided refers to a particular tax treatment the investment firm must remind the customer that the taxation depends on his or her personal situation and that the tax treatment is subject to change. In any event the investment firm must recommend to the customer to seek independent tax advice.

15. If a reference to historical performance of investment services or financial instruments is made, it must be clearly expressed that the figures refer to the past, and that they do not constitute reliable guidance as to the performance of these services and instruments in the future.

16. Any estimate, forecast or promise contained in the information on financial instruments and investment services must be clearly expressed, must state the assumptions on which it is based, must be relevant and must not mislead the customer.

17. If the information refers to actual returns based on past performance:

- a) the reference period must be stated and must not be less than one year, provided that the relevant data are available;

- b) where returns relate to more than one year, they must either be reduced to an average annual rate or stated separately as annual returns;
- c) where an average annual return is presented for more than one year, a reference period of at least five years must be used provided the relevant data are available. If the relevant data are not available over a reference period of at least five years (e.g. because the financial instrument or the investment portfolio has not existed for such a period), the returns may be measured from the issue date or the date on which the portfolio was established;
- d) where a benchmark is used to compare returns, it must be identified and its reference period must be equal to that of the investment service or financial instrument being promoted;
- e) the information provided must, if simulated returns are used, state that a simulation has been used;
- f) if the return figures are not denominated in local currency, the currency used must be stated and reference shall be made to the currency risk for the return in local currency.

18. The relevant provisions on actual returns shall apply mutatis mutandis to the method of calculating and presenting the future returns. Information on estimated future returns must state that the estimated future returns are forecasts and that the forecasts are supported by figures and have been subject to verification by an independent third party.

19. A direct offer marketing which promotes a specific financial instrument or investment service must contain a fair and adequate description of the instrument or service, including the risks involved, so as to enable potential customers to make an informed assessment of such instrument or service.

20. A direct offer marketing must contain a prominent statement that, if a customer has any doubt about the product or service which is the subject of the marketing communication, he should contact the investment firm for advice or contact an independent intermediary if the investment firm does not offer advice.

Derivatives and leveraged transactions

21. If the customer envisages undertaking transactions in derivatives, the information provided must relate to the types of instruments concerned (e.g. futures/options/swaps), include an explanation of their characteristics (especially the leverage effect, the duration of the premium, the liquidity and volatility of the market) and a description of

their underlying parameter (e.g. equities/interest rates/currencies), and indicate the method to be used to execute the customer's transactions (in particular, on a regulated market or not).

2.4 COMMISSIONS, CHARGES AND FEES

• RULES

22. The information to be disclosed on commissions, charges and fees must contain:

- a) the charges for each transaction, product or service, specifying clearly the reason for the charge and detailing, where appropriate, the percentage or rate applicable, the frequency with which it is applied, any maximum or fixed minimum fees and, where the commission or fee must be paid in foreign currency, the currency involved;
- b) if various investment firms are to be involved in a transaction or service, an indication to this effect. An investment firm may elect to establish the full cost to the customer of the transaction or service or the cost solely of its own intervention, stating in this case the items involved plus an indication of the fees relating to the participation of the other firms.

2.5 RISK WARNINGS

• RULES

55. In addition to the information to be included in marketing communications and product literature the investment firm must provide its customers with specific risk warnings as appropriate. Instances where the type of instrument or transaction envisaged makes specific risk warnings necessary include:

- financial instruments not traded on a regulated market;
- financial instruments not authorised to be marketed to the public in the country of residence of the customer;
- transactions in illiquid financial instruments ;
- derivatives;
- financial instruments subject to high volatility;
- short sales of financial instruments;
- securities repurchase agreements or securities lending agreements;

- foreign markets where appropriate;
- transactions which involve credit or margin payments;
- deposit of collateral;
- foreign currency transactions.

As a minimum the investment firm must explain to the customer that contracts in these instruments and transactions should not be entered into unless the customer fully understands the nature and scope of the risk and appreciates the extent of the exposure to that risk.

56. Risk warnings about derivatives must disclose that the instrument can be subject to sudden and sharp falls in value. Where the investor may not only lose his entire investment but may also be required to pay more later, he must also be warned about this fact and the possible obligation to provide extra funding. In addition the risk warning must, where appropriate, carry information on a) clearing house protections (e.g. that although the performance of a transaction is sometimes 'guaranteed' by the exchange or clearing house this guarantee will not necessarily protect the customer in the event of default by the investment firm or another counterparty); b) suspension of trading (e.g. that under certain trading conditions it may be impossible to liquidate a position); c) insolvency (e.g. that in the event of default of an investment firm involved with the customer's transaction, positions may be liquidated automatically and actual assets lodged as collateral may be irrecoverable).

ANNEXE 5

PREMIER RAPPORT

DU

COMITÉ DES SAGES

SUR

**LA RÉGULATION DES MARCHÉS EUROPÉENS DE VALEURS
MOBILIÈRES**

Bruxelles, 9 novembre 2000

LE COMITÉ DES SAGES

Président : Alexandre LAMFALUSSY

Cornelius HERKSTRÖTER

Luis Angel ROJO

Bengt RYDEN

Luigi SPAVENTA

Norbert WALTER

Nigel WICKS

Rapporteur : David WRIGHT

Secrétariat : Pierre DELSAUX

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Préambule	1
Introduction	2
Chapitre I	4
Avantages de l'intégration financière européenne	
Chapitre II	10
L'évolution des marchés financiers de l'Union européenne	
Chapitre III	17
Les principaux points faibles de la réglementation européenne en vigueur	
Chapitre IV	23
Conclusions préliminaires	
Annexe 1	31
Mandat du comité des sages donné par le Conseil ECOFIN, le 17 juillet 2000	
Annexe 2	34
Méthodes de travail du comité des sages	
Annexe 3	35
Résumé des réponses au questionnaire en ligne du comité des sages	
Annexe 4	42
Travaux académiques récents sur la corrélation entre taille et croissance des marchés financiers, d'une part, et croissance de la production, d'autre part	
Annexe 5	45
Procédures de comitologie de l'Union européenne	

PRÉAMBULE

Le présent document constitue le premier rapport du comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières élaboré conformément au mandat donné par les Ministres de l'Economie et des Finances de l'Union européenne le 17 juillet 2000 (voir annexe 1). Le comité a été invité à "...présenter un premier rapport au Conseil "ECOFIN" début novembre 2000. Ce rapport présentera un état des lieux et de premières pistes de solutions...". Les trois éléments principaux du mandat sont les suivants:

Premier rapport

- **évaluer les conditions actuelles de mise en œuvre de la régulation des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne,**
- **évaluer la capacité du dispositif de régulation des marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne à répondre aux évolutions en cours sur ces marchés..., et**
- **afin d'éliminer les obstacles, de proposer en conséquence des scénarios pour adapter les pratiques actuelles afin d'assurer une plus grande convergence et une meilleure coopération dans la mise en œuvre quotidienne et prendre en compte de nouveaux développements des marchés.**

Le comité a décidé de centrer ses travaux sur les marchés primaires et secondaires de valeurs mobilières, couvrant les actions, les instruments dérivés (notamment négociés de gré à gré), les obligations émises par des entités privées et publiques, etc. En ce qui concerne le type de marché, tant les marchés réglementés que les systèmes de négociation alternatifs (ATS) ont été pris en considération.

Les 3 principaux éléments du mandat

Le président, Alexandre Lamfalussy, et les membres du comité, tiennent à remercier la Présidence française de l'Union européenne, les membres de la commission économique et monétaire du Parlement européen, les représentants des États membres et la Commission européenne, notamment le rapporteur, le secrétariat et leur personnel, pour leur coopération et leurs contributions aux travaux du comité. Le comité remercie également tous ceux qui ont participé à ses auditions, ce qui les a souvent obligés à se rendre disponible à brève échéance, ainsi que les organisations et les personnes qui ont répondu à son questionnaire sur le site internet de la Commission.

Le comité souhaiterait que s'ouvre un large débat sur ses premières conclusions au cours de la courte période précédant la publication de son rapport final à la mi-février 2001, avant le Conseil européen de Stockholm des 23 et 24 mars. Les commentaires éventuels peuvent être envoyés au

comité à l'adresse électronique suivante: pierre.delsaux@cec.eu.int ou par fax au n° 00.32.2.2955606

Le rapport est centré sur les marchés européens des valeurs mobilières

Remerciements

Un large débat sur les conclusions du premier rapport est encouragé

INTRODUCTION

La vitesse à laquelle les marchés financiers européens et mondial évoluent est étonnante et ne cesse de s'accélérer. Le rythme et la complexité des changements en cours sont sans précédent dans l'histoire des marchés financiers. Ils résultent de l'action de plusieurs facteurs: la mondialisation, qui a créé un environnement extrêmement concurrentiel; les progrès rapides des technologies de la communication et de l'information, qui réduisent le coût des transactions et qui aiguillonnent ainsi l'innovation financière, provoquant l'apparition quasi quotidienne de nouveaux produits; et l'euro qui, en éliminant le risque de change dans la zone euro, contribue à pousser les marchés financiers européens vers une intégration accrue. Ce processus transforme les marchés financiers, y compris les bourses et les acteurs de ces marchés.

Profonde transformation du marché sous l'effet de la mondialisation, de l'amélioration des communications et de la technologie de l'information et de l'euro...

Des changements de cette ampleur représentent un défi majeur pour les régulateurs financiers européens, et pour la régulation en général dans le contexte de la construction d'un marché financier européen intégré. Premièrement, les obstacles à l'intégration résultant de disparités inutiles entre les États membres, qui constituent une cause permanente de segmentation du marché, doivent être éliminés. Deuxièmement, la réglementation européenne doit suivre le rythme des mutations technologiques et de la transformation des marchés, tout en continuant à assurer une protection appropriée des investisseurs et en préservant la stabilité de l'ensemble du système financier. Un des défis majeurs est de veiller à ce que le système réglementaire européen puisse s'adapter, de manière continue, rapidement et en souplesse face aux évolutions futures qui sont imprévisibles aujourd'hui. Mais cette adaptation doit se faire sans freiner les développements légitimes du marché et de manière neutre en ce qui concerne la concurrence entre les différents prestataires de services financiers.

Un processus de régulation européen efficace pour les marchés des services financiers et des capitaux revêt une importance cruciale pour toute l'Union européenne et tous ses citoyens. Crucial pour le succès des réformes économiques, pour stimuler la croissance économique en Europe. Crucial pour contribuer à canaliser le taux élevé d'épargne européenne vers les entreprises. Crucial pour renforcer à la fois la compétitivité internationale de l'Union européenne dans l'économie mondiale et pour libérer son potentiel entrepreneurial. Crucial également pour la création d'emplois et la protection des consommateurs. Un marché des capitaux européen intégré sera source de profits majeurs en termes stratégiques, économiques et sociaux.

Cela représente de nouveaux défis pour les régulateurs et pour la régulation des marchés

Le comité est conscient du parallèle historique entre les réformes nécessaires

aujourd'hui au niveau européen pour créer un marché des capitaux et des services financiers entièrement intégré et celles qui ont permis la construction du marché intérieur "1992". Le parallélisme entre le programme de la Commission européenne de 1992 et le Plan d'action pour les services financiers est manifeste. L'objectif commun est de créer un espace économique unique. Les deux cas requiert une régulation efficace selon un calendrier précis au niveau européen. C'est une condition *sine qua non* pour assurer un meilleur fonctionnement des marchés européens et la réalisation d'un niveau élevé d'intégration. À cet égard, il est essentiel de veiller à ce que la législation européenne adoptée soit convenablement appliquée et respectée.

La réalisation d'un marché européen ouvert des services financiers et des capitaux dans les toutes prochaines années - complément logique et nécessaire de l'euro - est la principale lacune restant à combler pour achever le marché intérieur de l'Union européenne. Avec la construction de l'économie de l'information, à laquelle elle est étroitement liée, elle représente le principal défi économique à court terme que doit relever l'Union européenne – deux conclusions que le Conseil européen de Lisbonne a confirmés en mars dernier.

Un processus de régulation efficace est crucial

Le présent rapport évalue la situation actuelle, et les défis à relever, à la fois sous l'angle des marchés et de la régulation. Il contient des vues préliminaires du comité sur des solutions possibles.

Il faut agir maintenant. Attendre, c'est retarder, voire perdre à tout jamais les profits escomptés. Cela signifie pérenniser la fragmentation du marché financier européen, les coûts inutiles et une performance économique sous-optimale de l'Europe.

Le parallèle entre les réformes nécessaires pour créer un marché financier européen intégré et celles qui ont permis la réalisation du marché intérieur "1992" est manifeste.

*Pour l'Union
européenne,
l'intégration des
services financiers
constitue le principal
défi économique avec
la construction de
l'économie de
l'information*

*Le champ
d'application du
premier rapport*

*Le temps presse pour
retirer les profits
escomptés*

CHAPITRE I – AVANTAGES DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE

Le comité est d'avis que l'Union européenne, si elle parvient à achever rapidement l'intégration de ses marchés de capitaux et de services financiers, bénéficiera à long terme de profits substantiels. L'encadré ci-dessous résume ces principaux avantages.

Avantages escomptés de l'intégration des marchés européens des services financiers et des capitaux

- I. Optimisation de l'affectation des capitaux dans l'économie européenne:**
 - des marchés de valeurs mobilières plus efficaces, plus profonds et plus larges permettant une meilleure transformation de l'épargne en investissement;
 - une diminution des coûts de transaction et un accroissement de la liquidité des marchés;
 - un système financier plus diversifié et plus novateur;
 - une meilleure mutualisation des risques.

- II. Une intermédiation plus efficace entre l'épargne européenne et les investissements:**
 - une intensification de la concurrence entre marchés financiers et entre intermédiaires;
 - des économies d'échelle d'envergure et une réduction des inefficacités;
 - un renforcement de la cohésion économique.

- III. Un affermissement de l'économie de l'Union européenne, qui deviendra dès lors plus attrayante pour l'investissement étranger.**

Résumé des bénéfices attendus de l'intégration des marchés européens des capitaux et des services financiers

Ces bénéfices, considérés dans leur ensemble, devraient être largement partagés par les citoyens, les petites et moyennes entreprises et les grandes sociétés de l'Union européenne. Quelques exemples du type d'avantages dont chaque catégorie

d'acteurs pourrait profiter sont présentés ci-après.

(i) Avantages pour les citoyens européens

Le rendement réel des placements en valeurs mobilières réalisés par les investisseurs ordinaires (directement ou par l'intermédiaire de fonds) devrait être plus élevé. Les fonds communs, les fonds de pension et les citoyens européens eux-mêmes devraient être en mesure d'investir plus librement dans toute l'Union européenne. Par ailleurs, les gestionnaires de fonds seront mieux à même d'utiliser des techniques modernes de gestion des investissements. Ils devraient aussi bénéficier d'un choix élargi pour diversifier leurs investissements sur l'ensemble du marché européen. Les fonds européens devraient pouvoir accroître leur taille – d'où une réduction des charges administratives et une augmentation du rendement net pour les investisseurs. Il convient ici de signaler qu'en moyenne, un fonds américain a six fois la taille d'un fonds européen, et qu'au total, la capitalisation de l'ensemble des fonds américains représente le double de celle des fonds européens.

Dans la période allant de 1984 à 1998, le rendement réel des fonds de pension a été, en moyenne de 10,5 % aux États-Unis, contre 6,3 % dans les pays de l'Union européenne où les fonds ont été confrontés à de sévères restrictions en matière de choix de placement. L'intégration des marchés financiers européens accompagnée de règles plus souples en matière de choix de placement, devrait donc améliorer le ratio risque/rendement - cette meilleure performance pouvant aussi faire baisser le coût des régimes de retraite, avec, pour corollaire, une diminution du coût de la main-d'œuvre et une amélioration de la compétitivité.

Le comité estime qu'il est absolument nécessaire de souligner que l'achèvement d'un marché européen unique des capitaux, en augmentant le rendement réel des placements, générera des profits substantiels, dont bénéficieront directement les citoyens. Les chiffres suivants, qui ont valeur indicative, le démontrent.

Si une personne souhaite percevoir une pension équivalente à 35 % de son dernier salaire, en adhérant à un régime de retraite tout au long de ses quarante années de carrière, elle doit verser des cotisations représentant:

- 5 % de son salaire, si le rendement réel du régime de retraite est de 6 %;
- 10 % de son salaire, si le rendement est de 4 %.
- 20 % de son salaire, si le rendement est de 2 %.

En raison des tendances démographiques en Europe, les régimes privés de retraite par capitalisation sont appelés à gagner considérablement en importance. Les avantages exposés ci-dessus seront donc décisifs. En outre, le fonctionnement efficace des marchés des capitaux européens devrait entraîner une amélioration de la performance macroéconomique globale, avec une croissance plus dynamique avec des effets positifs sur la création d'emplois et la productivité.

Les citoyens européens bénéficieront d'un rendement plus élevé de leurs investissements

Pour concrétiser ces avantages certaines conditions doivent être remplies. Parmi les plus importantes, il faut indiquer:

- le marché européen des services financiers doit fonctionner avec efficacité; il doit être concurrentiel, novateur et réglementé de manière adéquate;
- les intermédiaires doivent faire preuve de discernement, en tenant compte des besoins respectifs des investisseurs professionnels et des petits investisseurs. Ils devraient indiquer de manière détaillée le profil de risques des divers produits financiers ainsi que communiquer, en temps utile, d'informations précises et pertinentes sur les produits d'épargne (ainsi que des informations sur les sociétés), afin de garantir une protection adéquate des consommateurs ;
- une surveillance et un contrôle étroits des techniques de vente sont nécessaires particulièrement dans le domaine, en plein développement, de la vente à distance par internet au commerce électronique..

Des fonds de placement européens de plus grande taille

Ces conditions, si elles sont réunies, contribueront grandement à renforcer la confiance du public dans les marchés financiers européens.

Des performances améliorées

(ii) Avantages pour les petites et moyennes entreprises (PME)

L'intégration des marchés financiers devrait faciliter le financement des petites et moyennes entreprises, premier pôle de création d'emplois et colonne vertébrale de l'économie européenne. Aujourd'hui, l'offre de capital à risque au sein de l'UE reste très insuffisante: les montants investis par habitant en capital-investissement ne représente qu'un cinquième du volume disponible aux États-Unis. Toutefois, si l'intégration des marchés financiers européens est couronnée de succès (avec une meilleure liquidité, l'adoption d'un prospectus unique pour les émetteurs, l'adoption de règles communes d'admission, ainsi que d'un jeu unique de normes comptables internationales), le financement des entreprises européennes par capital-investissement sera encouragé dès la création. Cet axe "capital-investissement/développement des PME" est un facteur crucial pour le dynamisme de l'économie européenne

et la création de nouvelles entreprises. En d'autres termes, toute la chaîne de financement des entreprises - du capital de démarrage à l'introduction en bourse ou par endettement auprès des marchés - doit fonctionner avec efficacité. La solidité du marché des européen capitaux sera dépendante du maillon le plus faible de cette chaîne.

Au cours des délibérations du comité, des opinions divergentes ont été émises quant à l'impact de l'intégration des marchés financiers européens sur les petites et moyennes capitalisations. Certains pensent qu'émergera une tendance "grégaire" (en faveur, par exemple, d'instruments fondés sur l'évolution d'indices), avec une concentration des liquidités sur les valeurs vedettes, au détriment des valeurs moins importantes, comme à celui des bourses régionales et locales. D'autres affirment, au contraire, qu'avec l'intégration des marchés financiers européens, les investisseurs vont rechercher un plus large éventail de sociétés dans lesquelles investir, notamment des PME; de fait, avec l'accroissement des fonds disponibles, les possibilités de financement de ces entreprises pourraient s'améliorer, avec des retombées positives pour toutes celles qui se développeront dans "*le sillage de l'intégration.*" Les investisseurs, estiment-ils, seront toujours à la recherche de placements offrant un haut rendement, même s'il s'y attache des risques plus élevés. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis (notamment sur le marché du NASDAQ): les nouvelles entreprises de croissance ont pu rassembler les capitaux nécessaires à leur développement, parce que nombre d'investisseurs institutionnels et de petits porteurs ont estimé que les profits potentiellement élevés des petites entreprises et start-up valaient bien le risque marginal supplémentaire encouru. Il est manifeste, cependant, que ces deux tendances opposées pourraient intervenir simultanément. En tout état de cause, il incombe aux PME d'apporter elles-mêmes la preuve qu'elles constituent des valeurs porteuses.

Quelle importance pour les citoyens européens? L'exemple des retraites

(iii) Avantages pour les grandes sociétés

Pour les grandes sociétés européennes, même celles bénéficiant d'une excellente notation, il est plus cher de lever des fonds au sein de l'Union européenne qu'aux États-Unis. Ce surcoût s'explique par la difficulté des opérations transfrontalières de levée de capitaux, du fait que chaque État membre applique ses propres règles en la matière (ce qui restreint la liquidité des marchés et empêche une fixation optimale des prix); à cela s'ajoutent des frais administratifs inutiles et le coût du capital à proprement parler, qui est plus élevé. Plus la société concernée est petite, plus cet écart de coût est susceptible d'être important. Au mieux, les grandes entreprises supportent le coût, aussi inutile qu'onéreux, de la "*non-intégration*" – au pire, ce coût les pousse à quitter l'Europe, généralement pour les États-Unis, avec, à long terme, des conséquences potentiellement dommageables pour l'économie européenne. Les sociétés défendant des projets d'investissement novateurs et

Amélioration de la performance macroéconomique – des retombées positives sur l'emploi

à long terme en sont sans doute les plus affectées.

Pour les grandes entreprises, un marché financier intégré offrira un éventail beaucoup plus large de possibilités pour lever des fonds propres ou accéder, afin de titriser leur endettement, à un marché des obligations de sociétés en euros, en plein développement.

Certaines conditions doivent être remplies

(iv) Stimuler la concurrence et l'innovation

Un des éléments les plus importants pour réaliser un marché intégré des valeurs mobilières, est de stimuler la concurrence et de garantir la liberté d'entrée et l'accès à des marchés "contestables" dans des conditions non-discriminatoires. Avec un marché intégré et ouvert, la concurrence et l'innovation devraient favoriser le lancement de nouveaux produits et services financiers, comme elles devraient permettre une baisse du prix des produits standardisés (prêts commerciaux, cartes de crédit, hypothèques, prises de participation privées...), dont on peut attendre, à long terme, qu'ils tendent vers un niveau moins élevé. Le coût global des transactions devrait également diminuer, et le mécanisme de fixation des prix, fonctionner de manière plus efficace. L'expérience acquise dans le cadre de la mise en place du principe du libre accès aux réseaux de télécommunications et à de nombreux autres secteurs de l'économie européenne montre que les utilisateurs de services financiers retireront des gains importants de l'achèvement d'un marché unique intégré et concurrentiel.

Il est essentiel de renforcer la confiance du public

L'intégration des marchés des capitaux offrira aux PME un plus large choix de sources de financement et encouragera le développement du capital-investissement

L'intégration financière pourrait-elle porter préjudice aux petites et moyennes

capitalisations?

Les opinions divergent

*Les PME doivent
apporter la preuve
qu'elles constituent un
créneau porteur pour
les investisseurs*

*Le cloisonnement des
marchés européens des
capitaux est synonyme
de coût plus élevé du
capital pour les
grandes sociétés*

*Avantages de
l'intégration:
titrisation de
l'endettement /
développement des
obligations de sociétés
et levée de fonds
propres facilitée*

*L'intégration
renforcera la
concurrence et
l'innovation, avec pour
effet la baisse du coût
des produits financiers
standardisés*

Par ailleurs, il a été suggéré au comité que la mise en place de systèmes de *Des économies*

compensation et de règlement-livraison plus rationnels et mieux intégrés pour les transactions transfrontalières de valeurs mobilières permettrait à l'UE d'économiser près d'un milliard d'euros par an. Il apparaît à l'heure actuelle que les systèmes de règlement-livraison et de compensation de l'Union européenne ne sont pas assez performants en terme de prix et que toute avancée allant dans le sens d'une réduction des coûts en Europe pourrait avoir un impact fortement positif sur le développement des investissements transfrontaliers et l'intégration des marchés. C'est une question qu'il appartient d'abord aux marchés de trancher. Néanmoins, il convient de garantir un accès libre et équitable aux systèmes de compensation et de règlement et de veiller à ce que soit garantie la sûreté prudentielle, car il en va de l'intérêt général.

importantes sont réalisables en matière de compensation et de règlement

L'intégration des marchés et le renforcement de la concurrence s'accompagneront inévitablement d'un processus de "destruction créative". Les intermédiaires et le secteur bancaire en particulier devraient connaître un mouvement de rationalisation et une restructuration particulièrement importante, sous l'impulsion d'un triple phénomène de désintermédiation, de concentration et de rapprochement. Comme cela a été le cas lors de l'ouverture du marché européen des télécommunications, l'apparition de nouveaux marchés financiers, de nouveaux produits et de nouvelles sociétés, et donc la création d'emplois, devrait permettre de compenser tout effet négatif éventuel, et la stabilité du système garantie.

(v) **Ampleur des avantages attendus**

Il n'est pas facile d'estimer le montant net de ces avantages, mais il est potentiellement élevé. L'examen récent de données transfrontalières montre qu'il existe une corrélation étroite entre la taille et la croissance des marchés financiers, d'une part, et la croissance de la production, d'autre part. En outre, il apparaît que cette croissance est essentiellement le produit, non pas d'une accumulation plus rapide de capitaux, mais d'une augmentation de la productivité, comme l'ont montré des travaux universitaires récents (cf. annexe 4).

Un processus de "destruction créative" est inévitable, mais il devrait être compensé par plus d'innovation

L'ampleur des avantages attendus n'est pas connue avec précision, mais elle est potentiellement élevée

CHAPITRE II - ÉVOLUTION DES MARCHÉS FINANCIERS DE L'UNION EUROPÉENNE

Le comité a identifié cinq grandes tendances dans l'évolution des marchés financiers.

Première tendance: une forte croissance des opérations sur valeurs mobilières et de la demande d'actions

Les entreprises européennes ont toujours recouru davantage à l'emprunt bancaire pour leur financement externe que leurs homologues américaines. Au début des années 80, plus de 80 % du financement externe des entreprises d'Europe continentale était assuré par les banques et le marché européen des billets de trésorerie était inexistant. Depuis lors, l'émission d'actions et d'emprunts obligataires est devenue pour les entreprises un moyen de financement plus important que l'emprunt bancaire (voir tableau 1). Ces instruments restent toutefois moins utilisés qu'aux États-Unis.

Jusqu'à présent, la progression la plus remarquable a été enregistrée sur le marché des actions, où le taux de croissance annuel des volumes échangés a dépassé 30 % sur la période 1995-1999. On a observé un mouvement analogue sur le marché des valeurs mobilières à revenu fixe et plus particulièrement dans les secteurs des obligations adossées à des actifs (obligations hypothécaires ou foncières) et des créances titrisées par des établissements financiers. Le segment européen des obligations de sociétés commence également à croître (à un taux annuel de 18 % en 1998 et 58 % en 1999). La taille de l'emprunt obligataire moyen a également doublé en 1999, traduisant la plus grande capacité d'absorption des marchés.

Les émissions de valeurs mobilières et les introductions en bourse ont été un facteur important de la croissance de la capitalisation des bourses européennes. En 1999, la capitalisation boursière des marchés des quinze États membres a atteint 109 % du PIB total de ceux-ci (85 % pour la zone euro-11), contre une capitalisation cumulée de 181 % du PIB aux États-Unis. Le nombre des sociétés cotées sur les bourses de l'Union européenne s'est accru à un rythme soutenu, passant de 6401 en 1995 à 8111 en 1999 (la majeure partie des nouvelles admissions s'étant produites sur les marchés de la zone euro-11, où ce chiffre est passé de 3475 à 4416).

*titres à revenu fixe sont
en forte croissance
- mais en termes de
taille, ils restent
derrière les marchés
des États-Unis*

*Les émissions de valeurs
mobilières et les
introductions en bourse
commencent à croître*

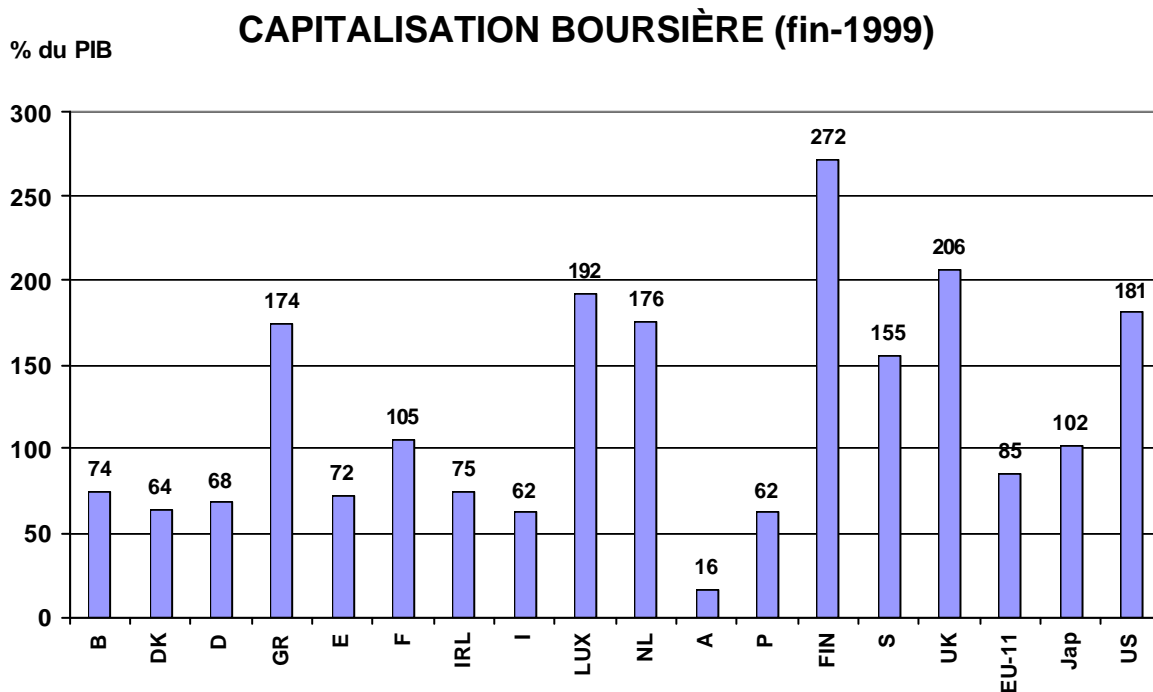
CHIFFRES POUR EUR-15

Tableau 1: Données comparatives sur les systèmes financiers (zone euro, États-Unis) (en % du PIB, 1999):

	<i>Zone euro</i>	<i>États-Unis</i>
Prêts bancaires aux entreprises	45.2	12.4
Valeurs mobilières à revenu fixe:	98.8	166.2
- entreprises:	7.4	29.0
- établissements financiers:	36.4	46.8
- secteur public:	54.9	48.4
Capitalisation boursière	90.2	179.8

Source: Bulletin mensuel de la BCE, juillet 2000

Figure



Source: BRI, FIBV (2000).

L'offre d'actions nouvelles est accompagnée d'une volonté accrue d'investir en valeurs mobilières de la part des investisseurs et des ménages européens. Alors que, dans certains pays, cette demande était traditionnellement canalisée par les banques, elle s'exprime à présent aussi par deux autres canaux:

- **les petits investisseurs**: une culture du placement en actions semble peu à peu se développer dans l'Union. En Allemagne, le nombre d'actionnaires détenant directement des actions a crû de 25 % en 1999, pour dépasser les 6 millions. Au Royaume-Uni, un adulte sur trois possède des actions. Pour l'heure, les interventions des petits investisseurs sur les marchés des valeurs mobilières passent encore par des intermédiaires, mais les bourses et les nouveaux systèmes de négociation semblent de plus en plus intéressés par un service direct au client final. Le courtage électronique a également poussé à la baisse les coûts des transactions, entraînant une multiplication rapide des ouvertures de comptes auprès de courtiers en ligne dans certains États membres;
- **les investisseurs institutionnels**: en Europe, ceux-ci n'assument pas encore le rôle prédominant joué par leurs homologues des États-Unis sur le marché des actions. Les mesures visant à assouplir les restrictions réglementaires aux placements des régimes de retraite professionnels devraient favoriser une plus grande présence des gérants de fonds européens sur les marchés des actions et des fonds communs d'investissement. Sur ce dernier, on observe actuellement un glissement important dans la composition des portefeuilles, au profit des actions - dont la part a augmenté de 20 % depuis 1994. Cependant, la part moyenne des actions dans les portefeuilles des fonds de placement européens n'était que de 40 % en 1999, c'est-à-dire toujours nettement inférieure aux 60 % des États-Unis.

Une culture du placement en actions commence-t-elle à se développer dans l'Union?

Deuxième tendance: une européanisation et une internationalisation des marchés des valeurs mobilières

Les décisions d'investissement des fonds et des investisseurs privés deviennent progressivement plus européenne. La part relative des actions domestiques dans les portefeuilles des organismes de placement collectif diminue. Les opérations transfrontalières se développent, en volume comme en nombre. Les entreprises d'investissement deviennent membres de plusieurs marchés boursiers avec une offre adaptée à une clientèle multinationale. Enfin, les marchés boursiers et les nouvelles plates-formes de négociation sont en concurrence de manière globale pour attirer des flux d'ordres. Elles sont de plus en plus dépendantes des services d'organismes de compensation et de contreparties centrales consolidés.

Les investisseurs institutionnels s'orientent eux aussi davantage vers les marchés des actions

Malgré cette interconnexion croissante, les marchés primaires et secondaires de

l'UE conservent un caractère national marqué. Cette situation résulte en partie de l'inertie des comportements d'investissement. Elle s'explique aussi par le fait que l'émission, la négociation et les règlements transfrontaliers se heurtent encore à nombre d'obstacles juridiques et techniques.

*De nouvelles stratégies
de placement
paneuropéennes
s'élaborent...*

*Mais un caractère
national marqué
subsiste*

La mondialisation affecte aussi directement les marchés européens des valeurs mobilières à maints égards. Il existe à présent beaucoup plus de relations transfrontalières, entre les marchés comme entre les participants. S'il y a longtemps que le secteur des services d'investissement se caractérise par une forte concurrence au niveau international, l'élimination des obstacles au libre jeu de cette concurrence sur le plan de la négociation et de l'exécution est un phénomène plus récent. La fourniture d'infrastructures de négociation est devenue un service comme les autres. Elle fait donc l'objet d'une concurrence internationale, qui se traduit par une compétition entre quelques puissantes places financières, dans un environnement mondial de plus en plus intégré où l'on négocie 24 heures sur 24. La concurrence avec les places financières des pays tiers devrait s'intensifier et la pénétration de celles-ci en Europe devrait s'accélérer. Les places et les opérateurs financiers européens devront réagir pour rester compétitifs.

La concurrence internationale s'intensifie à mesure que le caractère mondial des marchés des valeurs mobilières se renforce

Le marché européen est, à juste titre, ouvert aux entreprises des pays tiers. Les entreprises, les intermédiaires et les places boursières de l'Union européenne devraient aussi être en mesure d'affronter à armes égales leurs concurrents des pays tiers sur leur propre terrain. Pour cela, il faut que les barrières à l'entrée et autres obstacles juridiques entravant l'action des prestataires de services financiers européens soient levés. Il en subsiste bien trop, et principalement aux États-Unis.

Troisième tendance: concurrence et coopération entre les bourses et les systèmes de négociation

Les bourses, traditionnellement organisées et gérées comme des monopoles nationaux, se font à présent concurrence entre elles et doivent également rivaliser avec de nouveaux concurrents pour attirer les transactions. La technologie a abaissé les coûts d'entrée et permet à des places virtuelles de servir de larges zones géographiques. La concurrence entre plates-formes de négociation promet des gains d'efficacité dans le traitement et l'exécution des transactions.

Les obstacles commerciaux internationaux qui freinent la marche des entreprises de l'Union européenne doivent être levés

Certaines bourses et certains nouveaux entrants du secteur s'efforcent d'atteindre une dimension européenne par croissance interne. D'autres envisagent des alliances de grande envergure ou des fusions à part entière.

La technologie a également facilité l'apparition de systèmes de négociation plus efficaces et d'une nouvelle forme de systèmes de négociation, capables de fonctionner sans parquet.

Des changements importants sont en cours dans les bourses européennes

Le rythme des fusions et des alliances s'accélère

Bon nombre de bourses européennes sont à la frontière technologique

Aux États Unis, les systèmes de négociation alternatifs (ATS) concurrencent directement les grandes places boursières, avec environ 30 % des transactions effectuées sur le NASDAQ, et 5 % des opérations du NYSE. En Europe, les ATS fournissent aux professionnels des services d'intermédiation spécialisés, qui complètent plutôt qu'ils ne remplacent les dispositifs boursiers. À l'heure actuelle, plus de 20 ATS opèrent en Europe - surtout à partir du Royaume-Uni et de l'Allemagne. Les ATS pourraient devenir une puissante force commerciale avec laquelle il faudra compter sur les marchés européens des valeurs mobilières.

Une nouvelle concurrence se profile, sous la forme de plus d'une vingtaine de systèmes de négociation alternatifs présents dans l'UE

Ces nouvelles plates-formes ouvrent également la voie à la création de marchés organisés des valeurs mobilières à revenu fixe et de certains instruments dérivés précédemment échangés sur une base bilatérale/de gré à gré ("*over the counter*" ou OTC). S'ils sont accessibles à un grand nombre d'investisseurs, ces nouveaux systèmes de négociation pourraient poser certains problèmes de réglementation et de surveillance comparables à ceux qui se posent sur les marchés des actions.

La tendance gagne les marchés des titres à

Quatrième tendance: pressions croissantes en faveur d'un regroupement des organismes de compensation et de règlement-livraison

revenu fixe et des instruments dérivés

Les pressions visant à renforcer l'efficacité des infrastructures de négociation de valeurs mobilières tendent à s'exercer plus particulièrement sur les mécanismes de compensation et de règlement-livraison - un secteur où les marchés européens sont sensiblement moins performants que leurs concurrents américains, ce qui diminue considérablement l'efficacité des transactions transfrontalières. Selon certaines sources du secteur, les frais prélevés en Europe sur les transactions transfrontalières sont dix fois plus élevés que ceux prélevés par le système centralisé américain DTTC (Depository Trust & Clearing Corporation). Lorsque l'on ajoute à cela une moindre efficacité au niveau de la compensation/de la contrepartie centrale, l'écart se creuse davantage. Il a été indiqué au comité que sur les sommes dépensées chaque année en frais de règlement transfrontalier, on pourrait épargner jusqu'à 1 milliard d'euros par la création, au niveau européen, d'une infrastructure de règlement unique.

Les contributions fournies au comité ont mis en lumière des divergences d'opinion importantes en ce qui concerne la configuration optimale d'un mécanisme européen de compensation et de règlement.

Certains opérateurs du marché et quelques-uns des principaux organismes de compensation et de règlement ont exprimé une préférence marquée pour une concentration de type fonctionnel (modèle horizontal). Selon eux, un système de compensation multilatérale (*netting*) organisé autour d'une contrepartie centrale européenne pourrait réduire au minimum le risque de contrepartie et permettrait une optimisation aussi bien de l'utilisation du capital que des coûts.

Compensation et règlement-livraison au niveau européen - de gros progrès seront nécessaires pour réduire les coûts

*Intégration
horizontale ou
verticale?*

La question de savoir si les dépositaires centraux de titres doivent être totalement intégrés ou si des connexions techniques entre les entités existantes suffiront reste à trancher. Les questions technologiques sont également au coeur du débat entre l'interconnexion technique et l'intégration des systèmes de règlement-livraison de titres. La solution consistant à gérer un réseau entier de connexions techniques bilatérales (potentiellement jusqu'à 650 connexions bilatérales entre les 26 systèmes de règlement-livraison existant dans l'UE) est généralement considérée comme extrêmement lourde et comme une source de risque opérationnel, voire, selon certains, de risque systémique. À cette considération s'ajoute parfois un appel à la création d'une superstructure de compensation et de règlement qui serait organisée dans une optique *collective* (comme aux États-Unis, où le DTCC appartient aux opérateurs du marché). Le principe d'une intégration des structures de négociation, de compensation et de règlement sous la forme de "silos" est prédominante dans plusieurs États membres. L'importance d'un accès libre et équitable aux systèmes de compensation et de règlement, pour stimuler la concurrence et à favoriser l'intégration des marchés, a souvent été soulignée pendant les travaux du comité. Dans le cas contraire, la concurrence sur les marchés financiers s'exercerait sur la base de services fractionnés – ce qui risquerait d'amoinrir la concurrence à chaque stade du cycle de la transaction.

*Une contrepartie
centrale européenne,
comme aux États-Unis,
ou un réseau de
connexions
techniques?*

Cinquième tendance: une volatilité accrue des cours des actifs financiers

*Un "service collectif"
contribuant à réduire
les coûts (et le risque*

* "International capital markets : Developments, prospects and key policy issues", par une équipe du FMI, dirigée par Donald J. Mathieson et Gary J. Schinasi – septembre 2000.

systemique)?

Le comité a noté, ces derniers temps, une nette aggravation de la volatilité des cours des actions. Il s'agit d'un phénomène mondial, plus particulièrement observable sur le segment de la "nouvelle économie". Cet accroissement de la volatilité affecte le comportement des indices mais encore davantage celui des valeurs cotées.

Ce phénomène pourrait s'avérer purement conjoncturel, dans la mesure où la volatilité traduit une incertitude quant aux perspectives économiques actuelles ou la difficulté d'évaluer le fonctionnement et les perspectives de la "nouvelle économie". Mais il pourrait aussi être lié à des forces appelées à s'exercer à plus long terme dans notre économie mondialisée. Pendant que de nouvelles entreprises feront leur entrée sur le marché, d'autres disparaîtront inévitablement. Sous l'effet de l'intégration des marchés financiers et grâce à l'efficacité des technologies de la communication et de l'information, les variations des cours se transmettent instantanément au-delà des frontières; par ailleurs, les mouvements enregistrés sur le marché d'un actif donné peuvent se communiquer, par l'intermédiaire des marchés dérivés de gré à gré (qui constituent eux-mêmes une source d'instabilité, comme l'indique un document récent du FMI*), à tout l'éventail des actifs financiers, partout dans le monde.

Ces derniers temps, on a pu observer une aggravation de la volatilité des actifs financiers

Résumé

Les cinq tendances présentées ci-dessus ont actuellement sur les marchés européens des valeurs mobilières une incidence majeure pour les années à venir, la dynamique n'étant pas encore arrivée à son terme. Ce constat revêt une importance considérable pour les autorités européennes de réglementation et pour tout le processus de réglementation de l'Union européenne.

Il est difficile de déterminer si cette volatilité n'est qu'un phénomène ponctuel

CHAPITRE III - LES PRINCIPAUX POINTS FAIBLES DE LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE EN VIGUEUR

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE COMMUNAUTAIRE...

La législation communautaire actuelle applicable aux marchés des valeurs mobilières recouvre des aspects tels que la reconnaissance mutuelle des prospectus d'admission, les prospectus d'offre au public de valeurs mobilières, les entreprises d'investissement, les systèmes d'indemnisation des investisseurs, les marchés réglementés, les opérations d'initiés, les règles harmonisées concernant les placements des OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières), et certains points de droit des sociétés. Elle repose sur les principes de l'harmonisation minimale et de la reconnaissance mutuelle. Elle n'impose pas de modèle unique en matière de surveillance. Elle n'aborde que peu le chapitre de la coopération entre les autorités de réglementation des marchés des valeurs mobilières en ce qui concerne les pratiques et la négociation transfrontalières. Les pouvoirs d'enquête des autorités nationales et les sanctions éventuelles ne sont pas définis au niveau communautaire.

La réglementation communautaire concernant les valeurs mobilières est aujourd'hui limitée ; elle est fondée sur les principes d'harmonisation minimale et de reconnaissance mutuelle

Cette approche a permis un début d'ouverture de marchés nationaux jusqu'alors fermés. Par exemple, les statistiques montrent qu'un grand nombre d'entreprises d'investissement ont profité du passeport unique institué par la directive concernant les services d'investissement (DSI) et de la possibilité de fournir des services de manière transfrontalière (on ne dispose cependant d'aucune donnée sur la part de marché de ces entreprises). En revanche, un nombre limité d'entreprises a jusqu'ici fait usage de la liberté d'établissement de succursales dans d'autres États membres.

... N'EST PAS SUFFISANT

Les résultats des auditions menées par le comité ainsi que les réponses au questionnaire montrent qu'**il reste encore beaucoup à faire pour parvenir à un véritable marché unique des services financiers**. La grande majorité des participants partage le sentiment que la transposition et la mise en oeuvre des directives communautaires ne sont pas satisfaisantes et constituent un frein au développement des activités transfrontalières en matière de valeurs mobilières. Les travaux du comité ainsi que les auditions ont mis en évidence de nombreuses reprises certaines situations particulièrement préjudiciables à la construction d'un marché intégré, à savoir:

*Il reste encore
beaucoup à faire pour
parvenir à un véritable
marché unique des
services financiers*

(i) **les émetteurs** ont encore à faire face à de nombreuses difficultés pratiques. Par exemple:

- **le passeport européen** n'est pas encore une réalité pour eux. Les entreprises souhaitant lever des capitaux dans d'autres États membres que le leur doivent se conformer à des exigences différentes ou supplémentaires de celles de leur pays d'origine pour obtenir l'aval des autorités de réglementation de l'État d'accueil. Il n'existe même pas de définition commune de la notion d'offre au public de valeurs mobilières, avec pour résultat qu'une même opération est considérée comme un placement privé dans certains États membres, mais pas dans d'autres. Le système actuel dissuade les entreprises de lever des capitaux à l'échelle européenne. Il les empêche donc d'avoir accès en pratique à un marché financier vaste, liquide et intégré;
- **les règles concernant la diffusion des informations influant sur les cours et des informations requises concernant les marchés et les entreprises** varient considérablement d'un État membre à l'autre. **Les règles comptables ne sont toujours pas harmonisées.** Les informations les plus complètes sur les sociétés européennes se trouvent souvent aux États-Unis plutôt qu'en Europe;

Le passeport européen n'est pas une réalité pour les émetteurs

(ii) **en ce qui concerne les investisseurs**, plusieurs lacunes subsistent, par exemple:

- **les investisseurs professionnels** sont souvent soumis à de multiples codes de conduite. Il n'existe encore aucune définition légale commune de l'investisseur professionnel, en dépit de certains progrès récents;
- **les petits investisseurs** doivent faire face à **plusieurs réglementations nationales relatives aux consommateurs**, et donc à des niveaux de protection variables;
- il n'existe pas de définition commune **de la manipulation de marché**;
- les différences entre les régimes juridiques nationaux en matière **de traitement des garanties** continuent d'entraver le bon fonctionnement des mécanismes transfrontaliers de compensation et de règlement/livraison;

Les règles de diffusion et autres exigences en matière d'information varient

considérablement

d'un État à l'autre

(iii) **en ce qui concerne les marchés et les systèmes de négociation:**

- il n'existe pas de **passeport unique pour les marchés organisés et les systèmes de négociation** (ceux-ci n'ont pas le droit de fournir directement

des services de manière transfrontalière);

- **les marchés de gré à gré (OTC)** échappent pour l'essentiel au champ d'application des directives communautaires - de sorte que, par exemple, certaines opérations de gré à gré doivent être déclarées dans certains États et pas dans d'autres;

- (iv) **les entreprises d'investissement bénéficient à présent** d'un passeport européen, mais elles sont souvent confrontées à des obligations variables d'un État membre à l'autre : les entreprises qui fournissent des services de base, à savoir les courtiers électroniques, les courtiers/contrepartistes, les gestionnaires de portefeuille et les preneurs fermes, sont soumis à des règles substantiellement différentes d'un État membre à l'autre;

De multiples réglementations coexistent encore pour les investisseurs...

Des réglementations différentes protègent le consommateur

Il n'existe pas encore de réglementation commune pour les garanties transfrontalières

Pas de passeport unique pour les marchés organisés

Les marchés de gré à gré ne sont pas couverts par les directives

*Les entreprises
d'investissement sont
soumises à des
obligations différentes*

*D'un Etat membre à
l'autre*

- (v) **le grand nombre d'autorités chargées de réglementer** les marchés des valeurs mobilières au sein des Etats membres constitue une source inutile de coûts et de confusion dans l'esprit des participants au marché. L'Union européenne compte près de 40 organismes régulateurs – c'est-à-dire beaucoup trop pour garantir l'efficacité du système.

*Et de surcroît, il y a
pléthore d'autorités
régulatrices*

UNE PREMIÈRE INITIATIVE: LA CRÉATION DU FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS (FESCO)

Le FESCO a été fondé en 1997 par les commissions de valeurs mobilières des États membres de l'Espace économique européen (EEE). Il s'efforce d'élaborer des standards complétant le cadre juridique créé par les directives communautaires. Les documents techniques qu'il élabore sur des questions spécifiques fournissent une analyse utile des difficultés rencontrées par les organismes régulateurs nationaux, et peuvent contribuer à apporter certaines solutions.

Les membres du FESCO ont également accepté des protocoles d'accord multilatéraux établissant entre eux un cadre général de coopération et de communication. Ce dispositif prévoit une assistance mutuelle entre les parties.

*Le FESCO contribue à
l'élaboration de
standards*

Aussi utile que son travail puisse être, le FESCO présente plusieurs faiblesses: il n'a pas de statut officiel, il travaille par voie de consensus et ses recommandations ne sont pas contraignantes. En outre, la mise en oeuvre effective des décisions dans les différents États membres est tributaire de l'étendue des pouvoirs réglementaires accordés par le droit interne aux autorités nationales - or, ces pouvoirs diffèrent beaucoup d'un Etat membre à l'autre.

UNE DEUXIÈME INITIATIVE: LE PLAN D'ACTION POUR LES

*Et des protocoles
d'accord sont*

**SERVICES FINANCIERS DE LA COMMISSION EUROPÉENNE
("PASF")**

échangés

Le PASF représente la contribution de la Commission à l'amélioration du marché intérieur des services financiers. Adopté en 1999 dans le prolongement d'une communication de la Commission et d'une consultation de toutes les parties intéressées, le PASF contient une liste de 42 mesures à prendre, s'articulant autour de quatre objectifs stratégiques (les marchés de détail; les marchés de gros; les règles et la surveillance prudentielles; les conditions plus générales nécessaires à l'établissement d'un marché financier unique optimal). Il vise à fournir un programme propre à inspirer des progrès rapides dans la voie de la création d'un marché financier unique. La plupart des points mentionnés ci-avant précités sont couverts par le PASF, mais une hiérarchisation des différentes mesures par ordre de priorité est nécessaire.

*Mais le FESCO
présente certaines
faiblesses*

Certains sujets (prospectus, normes comptables, etc.) mentionnés dans le PASF font également partie du plan d'action pour le capital-risque dont le Conseil européen de Lisbonne a décidé l'application pour 2003 au plus tard.

*Le plan d'action pour
les services financiers
de la Commission
européenne constitue
le schéma directeur
d'un marché intégré
des services financiers
et des capitaux*

Le PASF a été approuvé en mars 2000 par le Conseil européen de Lisbonne, qui a exigé sa mise en oeuvre pour 2005 au plus tard. Certaines des mesures qu'il prévoit ont été déjà adoptées. De nouvelles propositions de la Commission suivent en ce moment la voie législative et d'autres seront présentées dans les prochains mois. La Commission assure un suivi permanent de la mise en oeuvre du PASF, au moyen de rapports d'avancement semestriels présentés au Conseil ECOFIN.

... il a été approuvé en mars 2000 par le Conseil européen de Lisbonne, qui a exigé qu'il soit mis en oeuvre pour 2005 au plus tard

LA PRINCIPALE DIFFICULTÉ: LE FONCTIONNEMENT DU CADRE INSTITUTIONNEL

Les acteurs du marché sont d'avis que le PASF constitue la bonne solution aux problèmes décrits ci-dessus. La plupart craignent cependant qu'il ne soit pas mis en oeuvre avec toute la diligence nécessaire. Pour tirer parti des avantages qu'offrirait un marché européen intégré des capitaux, l'Union doit se doter d'un système de réglementation plus efficace, plus souple et couvrant des domaines plus étendus.

Le système tel qu'il fonctionne aujourd'hui n'atteint pas cet objectif. En effet:

- **la procédure d'adoption des textes est souvent trop lente.** Même en l'absence de tout problème politique, il faut trois ans en moyenne pour faire adopter un règlement ou une directive. Ce délai est inacceptable si les textes en question sont censés apporter une réponse appropriée aux mutations d'un monde en plein mouvement. Par exemple, les propositions sur les OPCVM n'ont pas encore été adoptées plus de deux ans après leur dépôt par la Commission. Dans le pire des cas, le délai peut être beaucoup plus long: plus de onze ans pour la directive sur les offres publiques d'acquisition, qui n'a toujours pas été adoptée. Cependant, certains exemples (en dehors du domaine des services financiers) montrent toutefois qu'une proposition peut être adoptée et mise en oeuvre rapidement au niveau européen (dans quelques cas extrêmes, l'adoption est intervenue en moins de huit mois), lorsque la volonté politique existe;
- la recherche du consensus politique mène parfois à l'adoption **de textes ambigus** ou offrant un degré d'harmonisation tellement réduit qu'ils n'aboutissent à aucune intégration réelle, comme l'article 11 de la directive sur les services d'investissement. Celui-ci n'indique pas assez clairement quelles règles de conduite doivent s'appliquer sur les marchés de gros. Les mêmes dispositions sont souvent interprétées et appliquées de manière très variable par les différents États membres. À défaut de sécurité juridique, aucun

Cependant, le système de réglementation ne fonctionne pas assez efficacement

Le processus communautaire est trop lent

mécanisme efficace ne garantit une mise en œuvre uniforme;

- **la transposition par les États membres accuse aussi des retards trop importants.** Cependant, les procédures d'infraction visant des États membres ont été rares étant donné l'ambiguïté de certains textes communautaires, le manque de ressources dont souffre la Commission et le nombre réduit de plaintes;

*Les textes
communautaires sont
parfois ambigus*

*Les procédures
d'infraction visant des
États membres ont été
rares*

- **certains sujets importants ne sont toujours pas correctement réglementés au niveau communautaire** (par exemple: les fonds de pension, les normes comptables internationales, le statut de la société européenne...), alors que dans d'autres domaines des textes clairement

*Certains domaines
sensibles ne sont pas
du tout réglementés*

obsolètes sont laissés inchangés. Ainsi, plus de vingt ans se sont écoulés depuis l'adoption des textes concernant les prospectus d'émission et d'admission à la cote. Cela s'explique en partie par le caractère politiquement très sensible de certaines questions;

- il n'existe **aucun mécanisme permettant l'adaptation rapide des directives communautaires** aux évolutions du marché;
- **les obligations de coopération ainsi que les procédures de notification et d'échange d'informations actuellement en vigueur sont insuffisantes** et n'assurent pas assez de prévisibilité dans la mise en œuvre (un facteur essentiel pour tous les acteurs du secteur financier).

En bref, le système actuel, tel qu'il fonctionne maintenant, se caractérise par:

Pas de mécanisme d'actualisation rapide des règles

- une lenteur excessive;
- une rigidité excessive;
- une ambiguïté excessive, source d'une mise en œuvre hétérogène;
- une tendance excessive à régler les détails dans la législation de base.

Les obligations en matière de coopération ne suffisent pas

Des mesures urgentes s'imposent. Le comité est donc persuadé qu'à court terme, toute solution devra s'inscrire dans les limites du traité en vigueur.

AUTRES OBSTACLES IMPORTANTS

Même si la réglementation communautaire concernant les valeurs mobilières était parfaite, il subsisterait encore une série d'autres obstacles à lever pour parachever la construction d'un marché européen des services financiers pleinement intégré. Ces obstacles ne relèvent pas du mandat du comité, mais celui-ci souhaite néanmoins souligner l'importance des éléments suivants:

Conclusions sur le système de réglementation actuel

- **les différences entre les systèmes juridiques nationaux**, qui ont d'importantes conséquences dans le domaine des valeurs mobilières (par exemple: les régimes d'insolvabilité, de sanctions et juridictionnels, qui tous constituent des obstacles potentiels au commerce transfrontalier);

Une solution à court terme doit être trouvée dans le cadre du traité

Mais il subsiste une série d'autres obstacles importants

Comme les différences entre les systèmes juridiques nationaux

- **la multiplicité des législations applicables** dans le domaine des valeurs mobilières constitue un facteur d'incertitude et augmente considérablement les coûts des services transfrontaliers. En particulier, elle constitue un handicap pour les entreprises les plus petites, qui n'ont pas les moyens de faire face à cette complexité;
- **la diversité des régimes fiscaux**, obstacle majeur qui fausse les flux commerciaux pour des raisons non économiques;
- **les différences culturelles** (par exemple : conceptions en matière de gouvernement d'entreprise et de protection des investisseurs) compliquent encore plus la situation et gênent le développement d'un marché financier

La multiplicité des législations constitue une source d'incertitude et de coûts supplémentaires

Diversité des régimes fiscaux

communautaire intégré.

*Les barrières
culturelles jouent aussi
un rôle*

CHAPITRE IV - CONCLUSIONS PRÉLIMINAIRES

Le comité estime que compte tenu de l'accélération croissante de la transformation des marchés financiers, des avantages qu'offrirait la canalisation de l'abondante épargne des ménages européens vers les entreprises et de la nécessité de remodeler le système de réglementation européen pour relever les nouveaux défis identifiés dans le Plan d'action pour les services financiers de la Commission, un programme de réforme complet et coordonné s'impose. Les remarques préliminaires du comité sur certaines grandes questions sont exposées ci-après.

Le premier rapport montre que des réformes s'imposent

AVANTAGES ÉCONOMIQUES

Si l'Union européenne parvient à intégrer ses marchés financiers et ses marchés des capitaux à brève échéance, cela renforcera l'économie européenne, en augmentant à la fois le rythme de croissance économique à long terme et celui de la création d'emplois. Pour illustrer ce renforcement, **la Commission pourrait entreprendre d'élaborer une série d'indicateurs macroéconomiques et microéconomiques qui permettront d'évaluer en permanence les progrès de l'intégration des marchés financiers européens et de mesurer plus précisément l'ensemble des avantages macroéconomiques et microéconomiques de cette intégration.** Les résultats de cet exercice devraient recevoir une large publicité. Si possible, les premières évaluations devraient être disponibles d'ici l'été 2001.

ASPECTS COMMERCIAUX

Parallèlement à l'intégration des marchés financiers européens, il est essentiel que les marchés financiers des principaux partenaires commerciaux de l'Union s'ouvrent, dans un esprit de réciprocité, aux entreprises et aux fournisseurs de services financiers européens, afin de garantir l'égalité des chances. Or, des barrières à l'entrée gênent considérablement l'accès aux marchés de nombre de pays tiers, y compris certains obstacles très importants aux États-Unis. **La Commission européenne devrait envisager de dresser, en coopération avec les États membres, la liste complète de ces obstacles aux échanges, qu'il conviendrait de lever à la faveur du prochain cycle de négociations de l'OMC, voire avant.**

Avantages économiques

VOLATILITÉ DES MARCHÉS

Dans un contexte où la volatilité des marchés risque d'augmenter, les autorités de

réglementation devraient veiller davantage à ce que les intermédiaires et autres prestataires de produits financiers fournissent aux investisseurs, et notamment aux petits investisseurs, des informations fiables et claires qui sont indispensables pour permettre à ces derniers de prendre leurs décisions en connaissance des risques encourus.

Élimination des barrières aux échanges commerciaux lors du prochain cycle de négociations

La volatilité accrue des cours des actifs pourrait aussi menacer la stabilité du système. Le comité n'a pas été chargé d'évaluer ce risque, et encore moins d'émettre des recommandations sur la manière de le traiter. Néanmoins, étant donné l'interconnexion croissante tant des segments des marchés des valeurs mobilières que des différents intermédiaires financiers, le comité juge urgent d'organiser au niveau européen une coopération structurée entre les autorités de réglementation des marchés financiers et les autorités chargées de la surveillance prudentielle micro- et macro-économique. Le bon fonctionnement, non seulement des systèmes de compensation et de règlement/livraison dans le secteur des valeurs mobilières, mais aussi des marchés dérivés de gré à gré, devrait constituer un souci commun. **Le Conseil pourrait inviter le comité économique et financier à examiner certaines de ces questions d'ordre prudentiel.**

Une attention particulière doit être accordée au traitement de la volatilité du marché et aux risques possibles pour la stabilité systémique

LE PLAN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS (PASF)

Le Plan d'action pour les services financiers de la Commission européenne est généralement considéré comme contenant les principaux éléments nécessaires à la construction d'un marché européen intégré des services financiers. Ce plan a été intégralement entériné par les chefs d'État et de gouvernement réunis en Conseil européen à Lisbonne au mois de mars 2000 et bénéficie d'un large soutien des États membres, des acteurs du marché et des autorités nationales de réglementation. Par ailleurs, le Conseil européen de Lisbonne a fixé une date butoir pour son application, à savoir 2005. Ce plan doit être mis en œuvre, mais le comité estime que l'échéance de 2005 est trop lointaine.

Le comité propose un engagement politique plus poussé visant à achever la mise en œuvre du plan d'ici 2004. Cet engagement pourrait aller jusqu'à accélérer les travaux sur un petit nombre de priorités, dont l'échéance serait ramenée pour certaines à la fin 2003, puisque certaines mesures du PASF sont également prévues dans le Plan d'action pour le capital-risque, dont le Conseil européen de Lisbonne a prévu l'application pour 2003 au plus tard. Ces nouvelles échéances et priorités essentielles pourraient être entérinées au plus tôt, par un engagement politique au plus haut niveau. Cet engagement devrait être partagé du premier au dernier échelon de la chaîne de décision, en particulier au niveau des négociateurs. Une transposition et une mise en œuvre rapides et précises dans la législation nationale des États membres sont tout aussi nécessaires.

La mise en œuvre du PASF est essentielle

Les priorités identifiées par le comité, toutes contenues dans le PASF, sont les suivantes:

mais un effort devrait être consenti pour en ramener l'échéance à 2004, voire à 2003 pour certaines priorités

- **Moderniser la directive sur les services d'investissement**
 [**Actions requises:** déterminer les règles (celles du pays d'origine du pays d'accueil) qui doivent s'appliquer aux transactions financières de gros; définir les notions d'investisseur professionnel et de petit investisseur et les règles de conduite à respecter envers chaque catégorie; élaborer des règles appropriées pour les marchés réglementés/non réglementés (ATSs)]
- **Rendre la levée de capitaux sur un marché étranger aussi aisée que sur le marché national de l'émetteur**
 [**Actions requises:** instituer un passeport unique pour les émetteurs; élaborer une définition commune de la notion d'offre au public de valeurs mobilières; actualiser les exigences concernant les prospectus d'admission à la cote et introduire une distinction entre admission à la cote et négociation]
- **Créer un marché européen ouvert et transparent**
 [**Actions requises:** harmoniser les exigences de transparence et de diffusion d'informations; encourager l'application des normes comptables internationales par toutes les entreprises cotées en bourse; définir plus clairement la notion d'abus de marché au niveau européen et arrêter enfin la législation sur les offres publiques d'acquisition]
- **Créer des produits financiers européens**
 [**Actions requises:** actualiser les règles en matière d'investissement applicables aux fonds de pension et aux OPCVM ainsi que réglementer les garanties transfrontalières]
- **Garantir un niveau satisfaisant de protection des consommateurs**
 [**Actions requises:** instaurer un niveau élevé et uniforme de protection des consommateurs et des méthodes efficaces de résolution des différends transfrontaliers relatifs aux consommateurs]

RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE

Les priorités du comité

Tel qu'il fonctionne aujourd'hui, le système législatif européen n'est pas en mesure de relever le défi que représente la réglementation des marchés financiers modernes. Pour les raisons exposées au chapitre précédent, le comité craint en effet que ce système ne puisse pas mettre en œuvre le Plan d'action pour les services financiers en temps voulu.

Le comité estime qu'au stade actuel de développement du marché européen des valeurs mobilières, la meilleure manière de relever ce défi consiste à s'inspirer des méthodes et de la détermination politique qui ont permis de réaliser le marché unique des biens et des services, en adaptant ces méthodes aux particularités du

secteur des valeurs mobilières.

*Le système législatif
actuel requiert des
changements urgents,
faute de quoi le PASF
ne sera pas mis en
œuvre en temps voulu*

À la faveur de ses travaux, le comité a pu observer que les réglementations nationales concernant les marchés des valeurs mobilières sont souvent organisées comme suit: en général, des lois cadre énonçant les grands principes que les autorités de régulation doivent suivre sont adoptées par les parlements nationaux. Des pouvoirs d'exécution sont ensuite conférés à ces autorités, pour qu'elles transforment ces principes dans des règles quotidiennement applicables sur les marchés. Ce modèle est en vigueur dans un certain nombre d'États membres et aux États-Unis.

Certaines autorités nationales de régulation des marchés des valeurs mobilières ont une organisation assez différente

Toute démarche législative doit permettre une mise en œuvre efficace, souple et en temps voulu de la législation européenne nécessaire à l'achèvement du marché unique européen des valeurs mobilières. Dans le cadre institutionnel communautaire actuel, la démarche retenue devrait:

- respecter les procédures démocratiques nationales et communautaires;
- maintenir l'équilibre institutionnel actuel de l'Union européenne et respecter la structure actuelle des traités;
- tenir pleinement compte des conventions établies concernant la proportionnalité et la subsidiarité.

Une solution jugée réalisable est décrite en détail ci-après, à des fins de discussion et d'analyse. Elle pourrait être appliquée rapidement. Idéalement, elle devrait être approuvée au plus haut niveau politique, par le Conseil européen, la Commission et les États membres, avec le soutien du Parlement européen.

UNE SOLUTION ENVISAGEABLE

Conditions juridiques et institutionnelles de base à respecter

- **Les grands principes** de la législation sur les valeurs mobilières pourraient être arrêtés au niveau communautaire, selon les procédures législatives normales de l'Union. À ce niveau politique, les textes législatifs ne devraient pas être détaillés: il serait préférable qu'ils énoncent des principes fondamentaux concernant chaque thème (**NIVEAU 1**). La Commission européenne, après une large consultation, pourrait donc présenter les propositions nécessaires au Conseil des ministres et au Parlement européen, aux fins d'une adoption dans le cadre de la procédure de codécision. Dans la mesure du possible, ces propositions pourraient être arrêtées selon la procédure *accélérée* existante, qui n'est que rarement appliquée. Par ailleurs, les règlements* pourraient être

* Les règlements sont des actes législatifs qui, une fois adoptés par le Conseil et le Parlement européen, ne requièrent aucune transposition en droit national. En revanche, les directives doivent être transposées, ce qui peut prendre jusqu'à 18 mois, voire plus.

préférés aux directives, pour améliorer la transparence, la rapidité et la précision de la transposition et de la mise en œuvre.

Une solution envisageable

Niveau 1: de grands principes sont adoptés selon les procédures communautaires normales

- **Les modalités de mise en œuvre des principes énoncés au niveau 1 seraient également définies au niveau communautaire, conformément aux procédures de comitologie (NIVEAU 2)** [pour les détails, voir l'annexe 5]. Cela nécessiterait la création d'un comité des valeurs mobilières de l'UE. Composé de représentants des États membres et de la Commission européenne, ce comité aurait le pouvoir de prendre des décisions, et d'actualiser si nécessaire, les modalités techniques de mise en œuvre de la législation de Niveau 1. Les règles techniques qu'il édicterait permettraient notamment de mettre en pratique le principe de la reconnaissance mutuelle. Ces règles feraient partie du droit communautaire et auraient un caractère contraignant pour tous les États membres.

Niveau 2: Un nouveau Comité des valeurs mobilières est nécessaire...

Surtout, le comité des valeurs mobilières de l'Union européenne devrait être assisté par **un comité des autorités de régulation de l'Union**, un peu comparable au FESCO mais doté d'un rôle et d'un statut définis avec précision. Ce dernier comité pourrait conseiller la Commission sur les modalités techniques de la mise en œuvre des principes énoncés au Niveau 1. En outre, un système serait mis en place qui permettrait aux acteurs du marché de fournir systématiquement et périodiquement des informations audit comité ainsi qu'à la Commission européenne.

- Les États membres ont la responsabilité de mettre en œuvre le droit communautaire. Ils devraient s'acquitter de cette mission dans le **cadre d'une coopération améliorée et renforcée fondée sur la mise en réseau de leurs autorités de régulation, en vue de garantir une transposition uniforme des règles de Niveau 1 et de Niveau 2 (NIVEAU 3)**. Les autorités nationales de régulation devraient être encouragées à conclure des protocoles multilatéraux sur certains points d'interprétation à des fins de mise en œuvre, ainsi qu'à créer une procédure d'évaluation réciproque au sein du comité des autorités de régulation de l'Union visant à assurer une application uniforme. Les États membres devraient également veiller à ce que chaque domaine de la réglementation européenne sur les services financiers relève, sur son territoire, de la responsabilité d'une autorité nationale unique, dotée de pouvoirs suffisants et comparables d'un État membre à l'autre.
- **L'application des règles communautaires se verrait renforcée par une action plus vigoureuse de la Commission et par une meilleure coopération entre les États membres et leurs autorités de régulation (NIVEAU 4)**. En particulier, la Commission devrait faire respecter plus énergiquement la législation communautaire; elle devrait donc recevoir les ressources voulues pour remplir cette mission essentielle.

Assisté par un comité des autorités de régulation de l'Union

Le succès global de cette approche régulatrice à 4 niveaux sera tributaire de

la volonté politique des États membres, du Parlement européen et de la Commission pour la mettre en oeuvre. En cas d'adoption, le comité estime que tout devrait être fait pour qu'elle puisse être appliquée au plus tard à la fin 2001. Tout aussi essentielle sera la volonté des autorités nationales de régulation de coopérer étroitement entre elles pour aider à produire le cadre législatif européen nécessaire à la création d'un marché intégré.

Niveau 3:

Le comité juge essentiel que la nouvelle approche comporte une obligation de rendre compte au Parlement européen. Le comité des valeurs mobilières et le comité des autorités de régulation devraient présenter chaque année un rapport annuel d'activité au Conseil et au Parlement. Les deux comités devraient en outre rapporter à intervalles réguliers au Parlement européen.

Amélioration et renforcement de la transposition et de la mise en œuvre

Le Comité estime en outre qu'un **suivi continu** serait nécessaire pour évaluer le fonctionnement de la nouvelle approche, tant sur le plan de la procédure que sur celui des progrès de l'intégration du marché européen des services financiers. Des rapports semestriels sur les progrès réalisés ou restant à faire pourraient être présentés au Conseil et au Parlement européen.

Le fonctionnement de cette nouvelle approche devrait être intégralement réexaminé aux alentours de 2004. Cependant, si les rapports semestriels faisaient apparaître des progrès manifestement insuffisants, cela justifierait que ce réexamen intégral ait lieu avant cette date.

Niveau 4: Application renforcée du droit communautaire

Il est évidemment impossible de prévoir le contenu d'une évaluation d'événements qui ne sont pas encore produits. Différents scénarios sont toutefois concevables. D'un côté, l'approche esquissée ci-dessus pourrait déboucher positivement sur la création d'un marché unique des valeurs mobilières. Ses fondements pourraient alors être reconduits ou renforcés si nécessaire. D'un autre côté, à défaut de perspectives favorables, il pourrait s'avérer opportun d'envisager une modification du traité comportant éventuellement la création d'une autorité communautaire de réglementation des services financiers compétente dans toute l'Union européenne.

Au stade actuel du développement des marchés des valeurs mobilières de l'Union européenne, le comité estime qu'il y a de bonnes raisons de ne pas envisager la création d'une agence communautaire régulatrice. Tout d'abord, les règles harmonisées de base nécessaires au bon fonctionnement d'un marché intégré ne sont pas encore en place. Ensuite, une action rapide s'impose pour combler les lacunes de la réglementation en vigueur, ce qui suppose d'inscrire toute réforme dans le cadre du traité actuel. Enfin, il faudra un certain temps pour déterminer si les réformes engagées produisent ou non les résultats escomptés.

Le succès sera tributaire de la volonté politique de toutes les parties intéressées

La nouvelle approche devrait être appliquée au plus tard à la fin 2001

LE RÔLE DU SECTEUR PRIVÉ

La législation et la réglementation fournissent le cadre dans lequel le secteur privé opère. Dans ce contexte, le secteur privé a un rôle important à jouer pour contribuer à créer le marché unique. Il peut notamment contribuer à réduire l'inefficacité des marchés financiers européens, par exemple en diminuant le coût excessif des transactions sur valeurs mobilières dans l'Union, et plus particulièrement les frais de compensation et de règlement/livraison. Les progrès en la matière devraient faire l'objet d'une évaluation.

Il est essentiel de prévoir une obligation de rendre compte au Parlement européen

Un suivi continu sur la base de rapports semestriels au Conseil et au Parlement européen

Réexamen complet aux alentours de 2004

Scénarios pour l'avenir

*Les conditions de la
création d'une autorité
de réglementation
unique ne sont pas
encore réunies*

*Le secteur privé a un
rôle important à jouer,
par exemple en
réduisant les coûts de
compensation et de
règlement/livraison*

Le secteur privé devrait aussi travailler intensivement, en coopération avec les autorités de régulation, au renforcement de la confiance du consommateur, afin d'améliorer la fourniture transfrontalière de services financiers aux petits investisseurs (en créant, par exemple, des réseaux pour le règlement extrajudiciaire des différends, en recourant aux médiateurs financiers nationaux ; des certificats de qualité, etc.). Le secteur privé devrait également collaborer avec la Commission européenne en vue de la suppression d'obstacles au commerce international et apporter une contribution constructive au Niveau 2 de la procédure de décision décrite ci-dessus.

... et en renforçant la confiance dans le commerce transfrontalier de détail

METTRE LE CHANGEMENT EN ŒUVRE

Les changements précités ne peuvent tous être réalisés rapidement. Mais les réformes réglementaires ont un caractère particulièrement urgent. Le comité propose que le Conseil européen de Stockholm de mars 2001 envisage **une résolution du Conseil européen**, dont la structure serait analogue à celle instituant le Pacte de croissance et de stabilité de juin 1997. Dans cette résolution, les chefs d'État ou de gouvernement pourraient arrêter, en accord avec la Commission européenne, une série d'engagements distincts - pour les États membres, la Commission et le Conseil - tendant à mettre en œuvre l'essentiel des propositions de réforme réglementaires, de sorte que celles-ci puissent entrer en vigueur à partir de 2002.

DOMAINES APPELANT UNE RÉFLEXION PLUS POUSSÉE

Impact de l'intégration des marchés des valeurs mobilières sur les petites et moyennes entreprises (PME)

Mettre le changement en œuvre- importance du Conseil européen de Stockholm de mars 2001

De nombreuses actions décrites dans le présent chapitre peuvent profiter aux PME, notamment celles qui cherchent à se financer sur les marchés des capitaux. Le comité souhaite toutefois approfondir sa réflexion sur cette question.

Concurrence

Le comité estime qu'un renforcement de la concurrence entre les marchés des valeurs mobilières de l'Union facilitera le processus d'intégration. Les objectifs essentiels de politique publique qui doivent être poursuivis sont un accès libre et non discriminatoire aux marchés et aux systèmes de compensation et de règlement/livraison. Parallèlement, les autorités en charge de la concurrence devraient veiller attentivement aux effets potentiellement préjudiciables des concentrations survenant sur les marchés financiers européens à mesure que l'intégration s'accélère. Le comité souhaite approfondir sa réflexion sur cette question.

Le comité souhaite approfondir sa réflexion en ce qui concerne l'incidence sur les PME

Importance essentielle d'une politique de concurrence dynamique

Compensation et règlement/livraison

S'il est acquis que l'Europe a beaucoup de progrès à faire dans la voie de la réduction des coûts de compensation et de règlement/livraison (l'Union doit effectivement ramener au plus tôt les coûts des transactions transfrontalières de ses opérateurs aux niveaux observés aux États-Unis), un certain nombre de questions importantes de politique publique méritent également d'être approfondies, comme le rôle de la politique de la concurrence, la nécessité de garantir la stabilité systémique et la future structure de compensation et de règlement/livraison au sein de l'Union européenne.

Compensation et règlement/livraison - de gros progrès sont nécessaires...

TRAVAUX FUTURS

ainsi qu'une réflexion

approfondie

Le rapport final du comité sera présenté à la mi-février 2001. Le comité prévoit d'approfondir la réflexion sur un certain nombre de questions, notamment celles mentionnées ci-dessus, de même que l'analyse juridique et politique de l'approche réglementaire décrite ci-dessus. Il tiendra compte des réactions politiques générales et des réactions du marché aux propositions formulées dans le présent document. Il pourrait également lancer une deuxième série de consultations.

*Travaux futurs -
jusqu'à la remise du
rapport final, à la
mi-février 2001*

ANNEXE 1 – LE MANDAT
DU COMITÉ DES SAGES
DONNÉ PAR LES MINISTRES DE L'ÉCONOMIE
ET DES FINANCES DE L'UNION EUROPÉENNE
LE 17 JUILLET 2000

L'introduction de l'euro et les changements structurels qui en découlent ont accéléré le mouvement d'intégration du marché financier européen. Pour faire profiter pleinement les entreprises européennes et l'économie de l'Union européenne des avantages escomptés, pour être compétitifs sur le marché mondial des services financiers et pour aider les entreprises européennes à faire face à la concurrence sur le marché mondial des biens et des services, les marchés de capitaux de l'Union doivent être dynamiques, concurrentiels et novateurs. Ils doivent intégrer les nouvelles technologies et saisir les nouvelles occasions qui se présentent. À cet effet, la régulation des marchés de capitaux doit soutenir le projet, conçu à Lisbonne, d'une économie de la connaissance dynamique, en garantissant un accès valable aux capitaux pour que les entreprises investissent, se développent et créent des emplois.

Un marché unique des valeurs mobilières doit devenir rapidement une réalité afin de permettre;

- un financement plus concurrentiel sur les marchés des entreprises de l'UE, y compris les PME,
- une liquidité accrue, et
- une intensification de la concurrence entre les intermédiaires et entre les infrastructures, afin d'aboutir à une meilleure fourniture de services à un moindre coût.

Cependant, l'élan de la croissance et de la compétitivité sera brisé si les obstacles administratifs, réglementaires ou autres, qui entravent en pratique les transactions transfrontalières sur valeurs mobilières, ne sont pas éliminés.

La régulation des marchés et de l'information financière en Europe repose en premier lieu sur les directives européennes qui ont établi des normes destinées à réglementer toute une série d'activités financières. Cette législation, qui a été élaborée dans le contexte de marchés nationaux fragmentés, peut nécessiter une adaptation au regard de l'évolution des marchés. Le plan d'action pour les services financiers vise à progresser sur ces points et à éliminer les obstacles les plus importants qui se dressent sur la voie d'un marché unique des valeurs mobilières.

Il apparaît cependant évident qu'en raison de leur ampleur, les changements qui se produisent sur le marché appellent également une réponse appropriée au niveau de l'action des régulateurs nationaux.

Il est donc nécessaire de compléter le plan d'action par une réflexion sur les conditions d'application pratique des directives par les autorités nationales compétentes de façon à répondre aux attentes des intermédiaires, des émetteurs et des investisseurs qui souhaitent pouvoir traiter entre eux de façon effective, en toute sécurité et en toute connaissance de cause, à travers l'Union européenne.

Compte tenu du cadre institutionnel existant, l'exigence d'une réaction efficace aux défis liés à l'intégration des marchés financiers rend nécessaire la constitution d'un comité de personnalités indépendantes assisté par la Commission. Le comité axera donc sa réflexion sur les modalités de mise en œuvre pratique de la réglementation communautaire dans les domaines identifiés par le plan d'action et proposera différents scénarios pour adapter la pratique de la régulation et la coopération entre régulateurs aux évolutions actuelles. Sans préjudice du travail en cours dans le cadre du plan d'action pour les services financiers et en prenant en compte les mesures prises par les régulateurs des marchés de valeurs mobilières au sein du FESCO, le comité étudiera les moyens d'aboutir à des pratiques de transposition et de mise en œuvre plus efficaces, notamment dans les domaines de régulation suivants: cotation des entreprises, appel public à l'épargne et exigences de diffusion d'informations par les émetteurs, déroulement des opérations financières transfrontières, fonctionnement quotidien des marchés réglementés, protection des consommateurs et des investisseurs lors de la prestation de services d'investissement, intégrité du marché.

Dans cette perspective, il reviendra au comité:

1. d'évaluer les conditions actuelles de mise en oeuvre de la régulation des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne.

En outre, le Conseil invite la Commission à dresser une liste des priorités pour mettre en œuvre les éléments pertinents du plan d'action pour les services financiers qui avaient été mis en évidence à Lisbonne et, d'ici à 2003, ceux du plan d'action relatif au capital-risque. La Commission proposera d'éventuels indicateurs pour mesurer les progrès réalisés en termes d'avantages économiques. La Commission fera rapport au Conseil le 27 novembre.

2. d'évaluer la capacité du dispositif de régulation des marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne à répondre aux évolutions en cours sur ces marchés, y compris la création de marchés résultant soit de l'alliance de bourses européennes (et non européennes), soit d'innovations technologiques (ATS),

tout en garantissant un fonctionnement efficace et dynamique des marchés dans l'ensemble de l'Union européenne pour créer des conditions de concurrence équitables.

3. afin d'éliminer les obstacles, de proposer en conséquence des scénarios pour adapter les pratiques actuelles afin d'assurer une plus grande convergence et une meilleure coopération dans la mise en œuvre quotidienne et prendre en compte de nouveaux développements des marchés.

En revanche, il ne traitera pas de la surveillance prudentielle.

Le comité devrait être en mesure de présenter un premier rapport au Conseil "ECOFIN" début novembre 2000. Ce rapport présentera un état des lieux et de premières pistes de solutions. Le rapport définitif sera présenté au Conseil "ECOFIN" dans le courant du premier semestre 2001.

Le Conseil a nommé membres du comité les personnalités suivantes:

- M. Alexandre Lamfalussy
- M. Cornélis Herkströter
- M. Luis Angel Rojo
- M. Bengt Rydén
- M. Luigi Spaventa
- M. Norbert Walter
- Sir Nigel Wicks

ANNEXE 2 – MÉTHODES DE TRAVAIL DU COMITÉ DES SAGES

Le comité a commencé ses travaux le 7 août 2000; il en a achevé la première phase le 6 novembre 2000, au terme de 8 réunions.

Eu égard à la large portée du mandat donné par le Conseil ECOFIN, et en dépit de la brièveté du délai imparti, le comité a jugé nécessaire de recueillir, de manière ouverte, l'opinion du plus grand nombre possible d'institutions, d'organisations et de citoyens.

Le comité a rencontré le président Prodi, ainsi que les commissaires Bolkestein et Solbes, le 5 septembre 2000. M. Lamfalussy a également rencontré les membres de la commission économique et monétaire du Parlement européen, lors d'une séance à huis clos qui s'est tenue le 11 octobre 2000.

Les États membres, pour leur part, ont été contactés de diverses manières. Le comité a invité les attachés/conseillers financiers des États membres à présenter des contributions. Le président a rencontré des représentants des États membres dans le cadre du HLSS (comité des autorités de surveillance des marchés des valeurs mobilières) le 20 septembre 2000 ainsi que des délégués des États membres, lors de la réunion du GPSF (groupe de la politique des services financiers), le 12 octobre 2000.

Quant aux organisations intéressées par les marchés européens de valeurs mobilières (l'industrie et les autorités de réglementation), le comité les a invitées à présenter des contributions écrites. En outre, l'une des étapes clés du processus de consultation a consisté, pour le comité, à inviter les représentants des principaux acteurs du marché à des auditions confidentielles à Bruxelles. Au total, le comité a tenu un total de 25 auditions confidentielles, organisées en sessions distinctes couvrant les marchés et bourses de valeurs; les ATS (Alternative Trading Systems) et les nouveaux vendeurs; les organismes de compensation et de règlement; les émetteurs; les autorités de surveillance et de réglementation; ainsi que des institutions diverses, telles que le FESCO, le CEF (en l'occurrence, le président du comité économique et financier) et la BCE (Banque centrale européenne). Ont également été entendus un représentant des organisations syndicales et diverses personnalités du monde de la finance. Le comité a également organisé, le 16 octobre 2000, une vidéoconférence avec un haut fonctionnaire de la SEC américaine (Securities and Exchange Commission).

Par ailleurs, le comité a lancé, le 21 août 2000, un site web ad hoc^{*}, comportant un questionnaire permettant à chacun d'exprimer ses opinions sur toute une série de questions clés pour les travaux du comité. A l'heure actuelle, 69 contributions provenant de sources et de pays divers ont été reçues (cf., pour un résumé, l'annexe 3).

Enfin, conformément à la politique d'ouverture et de transparence du comité, son président, M. Lamfalussy, a tenu une conférence de presse à Bruxelles le 7 septembre 2000, pour informer les journalistes de divers aspects de la mission du comité, tels que son organisation, ses méthodes de travail et son calendrier.

Le premier rapport sera présenté à la presse le 9 novembre 2000, à Bruxelles.

* adresse du site web: http://europa.eu.int/comm/internal_market (services financiers, section affaires générales)

ANNEXE 3 – RÉSUMÉ DES RÉPONSES

AU QUESTIONNAIRE EN LIGNE

DU COMITÉ DES SAGES

Le comité a reçu soixante-neuf réponses, provenant d'un large éventail d'acteurs du marché issus de toute l'Union européenne et même de pays tiers (États-Unis et Suisse).

69 réponses

PRINCIPAUX OBSTACLES À L'ACHÈVEMENT

D'UN MARCHÉ UNIQUE DES SERVICES FINANCIERS

Concernant les principaux obstacles à la réalisation d'un marché européen intégré des valeurs mobilières, il convient d'effectuer une distinction entre des **obstacles généraux** et des **obstacles spécifiques** affectant le secteur des services financiers. Au sein des obstacles généraux, les plus fréquemment mentionnés sont l'existence de traditions juridiques différentes (notamment la réglementation en matière de solvabilité) mentionnées dans 62 % des réponses, les différences en matière de fiscalité (qui entravent la vente transfrontalière de produits financiers), mentionnées dans 42 % des réponses, ainsi que des problèmes culturels et linguistiques. Les obstacles spécifiques les plus fréquemment mentionnés sont l'absence d'une législation unifiée sur les valeurs mobilières (51 %), une mise en œuvre inadéquate de la législation européenne ainsi que des disparités au niveau des pouvoirs, des compétences et des obligations des autorités nationales de surveillance (26 %).

*Principaux obstacles
dans un marché
intégré ...*

D'autres obstacles ont également été évoqués, tels que les différences en matière de compatibilité (empêchant une réelle comparaison des états financiers), l'absence d'un système unifié de compensation et de règlement, les procédures institutionnelles réglementaires, l'imposition des règles du pays d'accueil et le protectionnisme (utilisé par les États membres pour protéger non seulement leurs investisseurs, mais également leur industrie nationale).

Appréciation de l'état actuel de la transposition et de la mise en œuvre de la législation européenne sur les valeurs mobilières

Pour 75 % des personnes interrogées, la législation européenne sur les valeurs mobilières n'est ni transposée, ni mise en œuvre de manière conséquente. Le même pourcentage estime en outre que, dans l'état actuel des choses, la mise en œuvre de cette législation entrave le développement des opérations transfrontalières sur valeurs mobilières.

Ces problèmes trouvent essentiellement leur source dans les divergences d'interprétation des directives (mentionnées dans 59 % des réponses), l'ambiguïté des dispositions de certaines directives et la longueur des délais de mise en œuvre. Certaines réponses mentionnent également l'absence de procédures européennes d'infraction pour mise en œuvre inadéquate de la législation. D'autres estiment que les pouvoirs conférés par les directives aux États membres dans la procédure de mise en œuvre ainsi que le manque de clarté dans la rédaction de certaines directives autorisent des applications divergentes, sans qu'il y ait pour autant infraction.

La transposition inadéquate de la législation européenne (citée dans 36 % des réponses), la nécessité d'assurer une convergence dans l'organisation et les compétences des autorités nationales (19 %) et la structure des marchés financiers constituent les principales sources de préoccupation.

Transposition

*et mise en œuvre – 3/4
des réponses les jugent
insatisfaisantes.*

Les personnes interrogées ont particulièrement souligné certains problèmes et obstacles majeurs, à savoir: le degré insuffisant d'harmonisation (par exemple, en ce qui concerne la manipulation des marchés, les règles de conduite, la différenciation des divers types d'investisseurs, etc.), l'absence d'un calendrier de négociation unique et d'une politique unifiée pour ce qui est de l'exécution au mieux des ordres des clients, ainsi que l'absence d'un marché unique pour les organismes de placement collectif comme ou les régimes de retraite privés. A cela s'ajoutent les obstacles à l'établissement d'un passeport unique pour les émetteurs, qui constituent le principal souci des prestataires de services d'investissement. Les organismes de compensation et de règlement évoquent principalement la disparité des législations nationales sur l'insolvabilité et l'absence de normes communes pour la réglementation et la surveillance des dépositaires centraux de titres.

*Les raisons de ces
insuffisances*

Selon les réponses au questionnaire, les activités et marchés les plus affectés sont les marchés primaires d'actions et d'obligations, les fonds de pension et les fonds de placement. Les opinions divergent sur la question de savoir si les marchés de gros sont affectés ou non. Certaines réponses affirment que c'est le cas, d'autres estiment que les marchés de gros tendent à n'être affectés que dans une moindre mesure. Il convient cependant de noter que le nombre des réponses à cette question est relativement faible.

Le rôle de l'autoréglementation et des accords de marché a fait l'objet de visions variées. Près de 50 % des personnes ayant répondu au questionnaire considèrent que, sur des marchés en rapide expansion, l'autoréglementation doit jouer un rôle majeur, sans pour autant s'accorder sur la consistance exacte de celui-ci. Certains pensent qu'il doit être de premier plan dans certains domaines spécifiques (par exemple, pour les bourses constituées sous la forme de mutuelles, pour l'adoption de codes de conduite internes ou sur les marchés professionnels), mais qu'il devrait jouer un rôle secondaire dans d'autres domaines (notamment sur les marchés de détail). Les réponses soulèvent des préoccupations quant à la capacité des structures d'autoréglementation à tenir compte de considérations d'intérêt plus général, et certains se sont interrogés sur le risque de conflits d'intérêts sous l'effet d'une concurrence accrue sur les marchés des valeurs mobilières, dans le cas de bourses assumant des responsabilités réglementaires. D'une manière générale, les réponses s'accordent sur la nécessité de contrôler la compatibilité des accords de marché au regard de l'objectif d'un marché unique.

Principaux obstacles à l'unification des marchés...

Evaluation des dispositifs de coopération existants

45 % de réponses estiment que les dispositifs actuels de coopération et d'assistance mutuelle entre autorités nationales de surveillance ne sont pas suffisants. Cependant, parmi les réponses fournies au questionnaire, 40 % ne traitent pas explicitement de cette question. Et même celles qui considèrent que ces dispositifs sont satisfaisants demandent à qu'ils soient renforcés.

Les principaux défauts identifiés résident dans les disparités entre les pouvoirs et obligations des autorités de surveillance (23%), la duplication des contrôles prudentiels (19 %), la déficience des canaux de coopération, des coûts excessifs et un manque de compétence. Le manque de transparence des dispositifs actuels est également mentionné.

Principaux développements affectant les marchés européens de valeurs mobilières dans le proche futur

Les victimes sont les marchés primaires d'actions et d'obligations, les fonds de pension et de placement européens

Selon les réponses au questionnaire, les développements structurels clés que connaîtront les marchés européens des valeurs mobilières dans le futur sont la concentration dans le secteur des services financiers (mentionnée dans 62 % des réponses), le nouveau profil des investisseurs, le rôle des régimes de retraite privés

et les nouvelles plates-formes de négociation.

Pour ce qui est des avancées technologiques clés, l'Internet et le commerce électronique (65 %), ainsi que le développement du nouveau «*software* » pour les acteurs du marché (49 %) sont, de loin, les plus fréquemment mentionnées.

Soutien à l'autoréglementation et aux accords de marché

Les investisseurs devenant plus expérimentés et disposant désormais d'un accès direct aux marchés grâce au développement du négoce en ligne, les transactions transfrontalières pourraient se multiplier, mettant par là-même en exergue les disparités entre États membres.

De plus, l'introduction de l'euro et le glissement qui en découle, d'une diversification nationale à une diversification sectorielle des investissements au sein de la zone euro, ainsi que le rôle des régimes de retraite privés ont déjà une influence sur les marchés européens des valeurs mobilières.

De nombreuses réponses soulignent la nécessité d'accélérer les procédures législatives européennes pour suivre les changements sur les marchés, pour assurer une égalité de traitement entre marchés réglementés et nouveaux marchés (ATS), pour assurer la concurrence sur les marchés et dans les procédures de compensation et de règlement, de manière à prévenir la constitution de monopoles, et pour réduire les différences entre les pouvoirs et compétences des autorités nationales de surveillance.

Prospective sur les développements structurels

La plupart des réponses au questionnaire considèrent que, pour réussir l'intégration des marchés européens de valeurs mobilières, des arrangements en matière de réglementation et de surveillance prudentielle sont nécessaires.

Insuffisance de la coopération européenne entre autorités nationales de surveillance

En ce qui concerne les arrangements réglementaires, les réponses appellent à un plus haut degré d'harmonisation de la législation au niveau européen et à une accentuation des efforts sur la reconnaissance mutuelle. Par ailleurs, un nombre significatif de réponses appellent également à des améliorations dans la manière dont la législation européenne est adoptée, révisée et mise en oeuvre. Les directives ne peuvent pas établir de réglementation détaillée sans devenir rapidement obsolètes. Aussi devraient-elles se borner à fixer un ensemble de principes de fond. Il

incomberait ensuite à un comité européen des valeurs mobilières de définir le droit dérivé dans les détails, ce comité disposant de pouvoirs de comitologie suffisants pour réviser et actualiser la législation européenne. La grande majorité des réponses livrent un bilan satisfaisant du travail accompli par le FESCO. Néanmoins, elles insistent pour que son statut juridique et son rôle soient rapidement clarifiés. Elles demandent également que le processus de réglementation se poursuive avec une plus grande transparence et en plus large consultation avec l'industrie. En tout état de cause, la création de nouvelles institutions ou agences européennes ne doit pas se traduire par des coûts additionnels déraisonnables.

Pour ce qui est de la surveillance prudentielle, une étroite collaboration entre autorités nationales apparaît également nécessaire. Une plus grande convergence de leurs pouvoirs, obligations et compétences contribuerait à la réalisation de cet objectif. La création d'une autorité de contrôle européenne unique a été évoquée dans près de la moitié des réponses. Celles dans lesquelles cette position est assortie de commentaires affichent cependant une claire opposition à la création d'une telle autorité dans les circonstances actuelles. Certaines réponses envisagent une telle option à moyen ou long terme, lorsque le cadre réglementaire aura fait l'objet d'une plus ample harmonisation.

*Principales tendances
sur les marchés
financiers européens:
concentration et
avancées
technologiques*

*L'euro catalyse
l'élaboration de
stratégies
d'investissement
paneuropéennes*

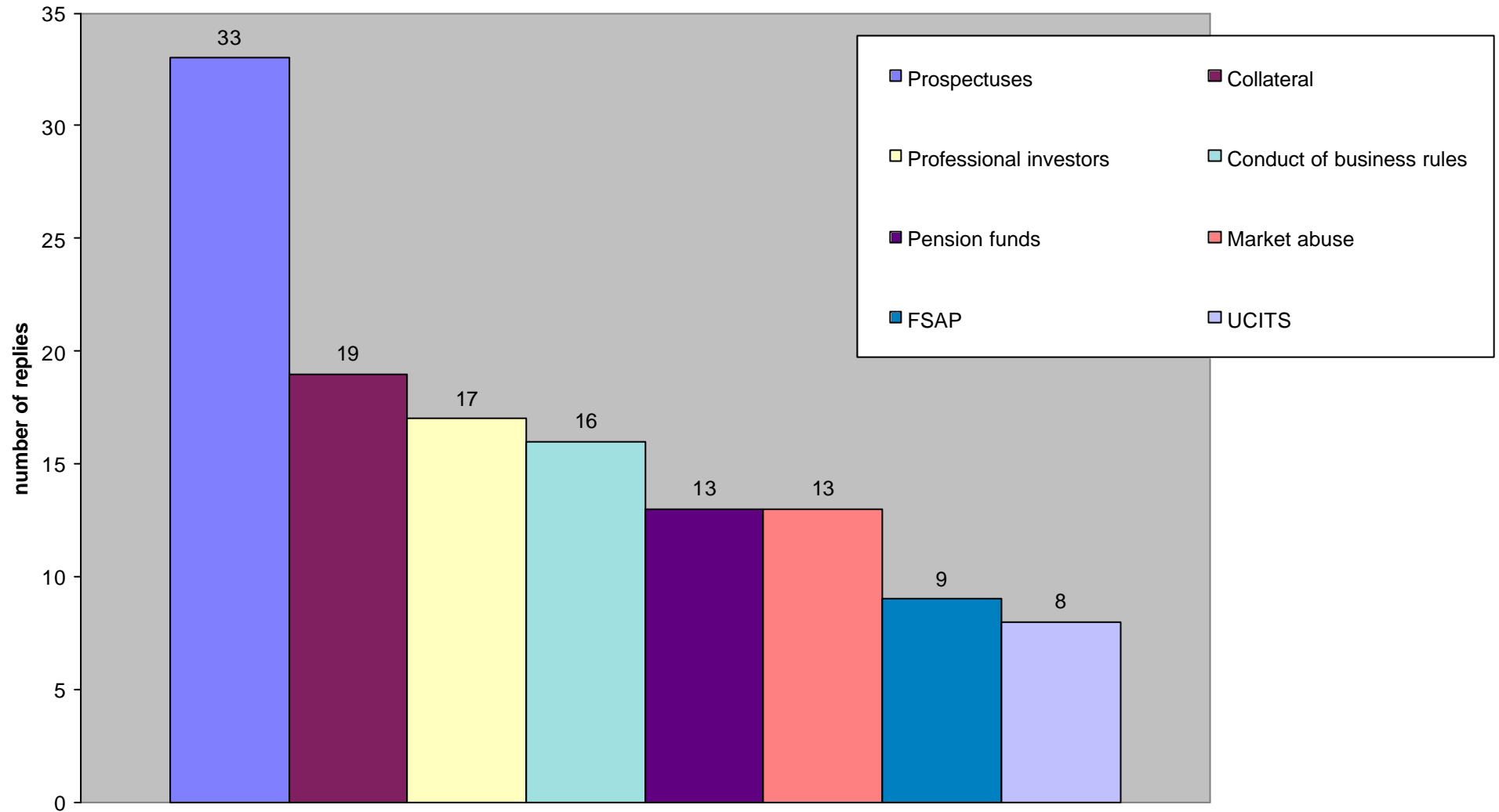
*L'égalité de traitement
est nécessaire pour les
places boursières
"traditionnelles" et les
ATS*

*Plus d'harmonisation
est demandée, mais
avec accent sur la
reconnaissance
mutuelle*

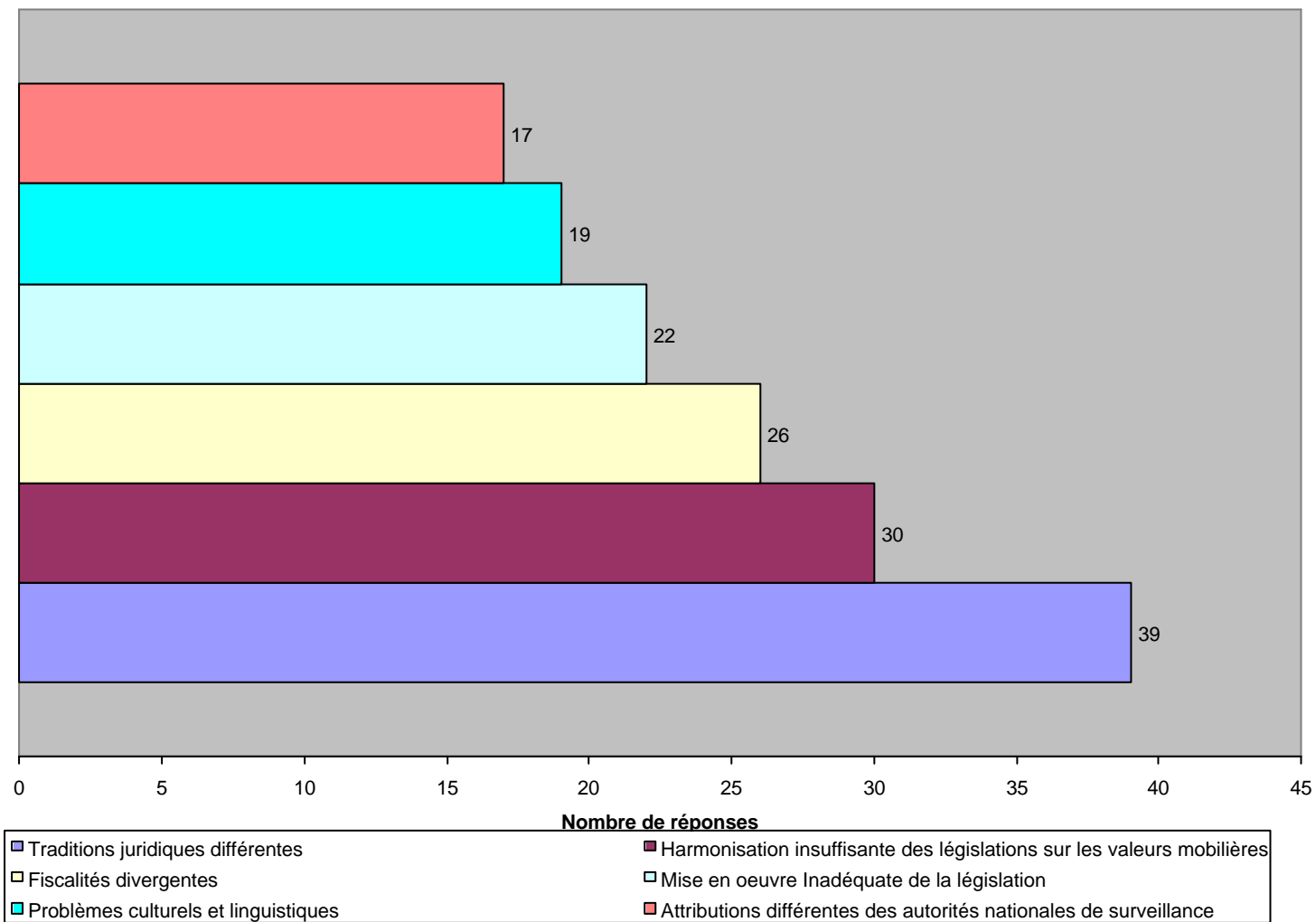
*Les directives doivent
fixer des principes
génériques -
l'établissement d'une
législation détaillée
incombant à un comité
européen des valeurs
mobilières*

*La création d'une
autorité de contrôle
européenne unique
n'est pas souhaitée
pour le moment*

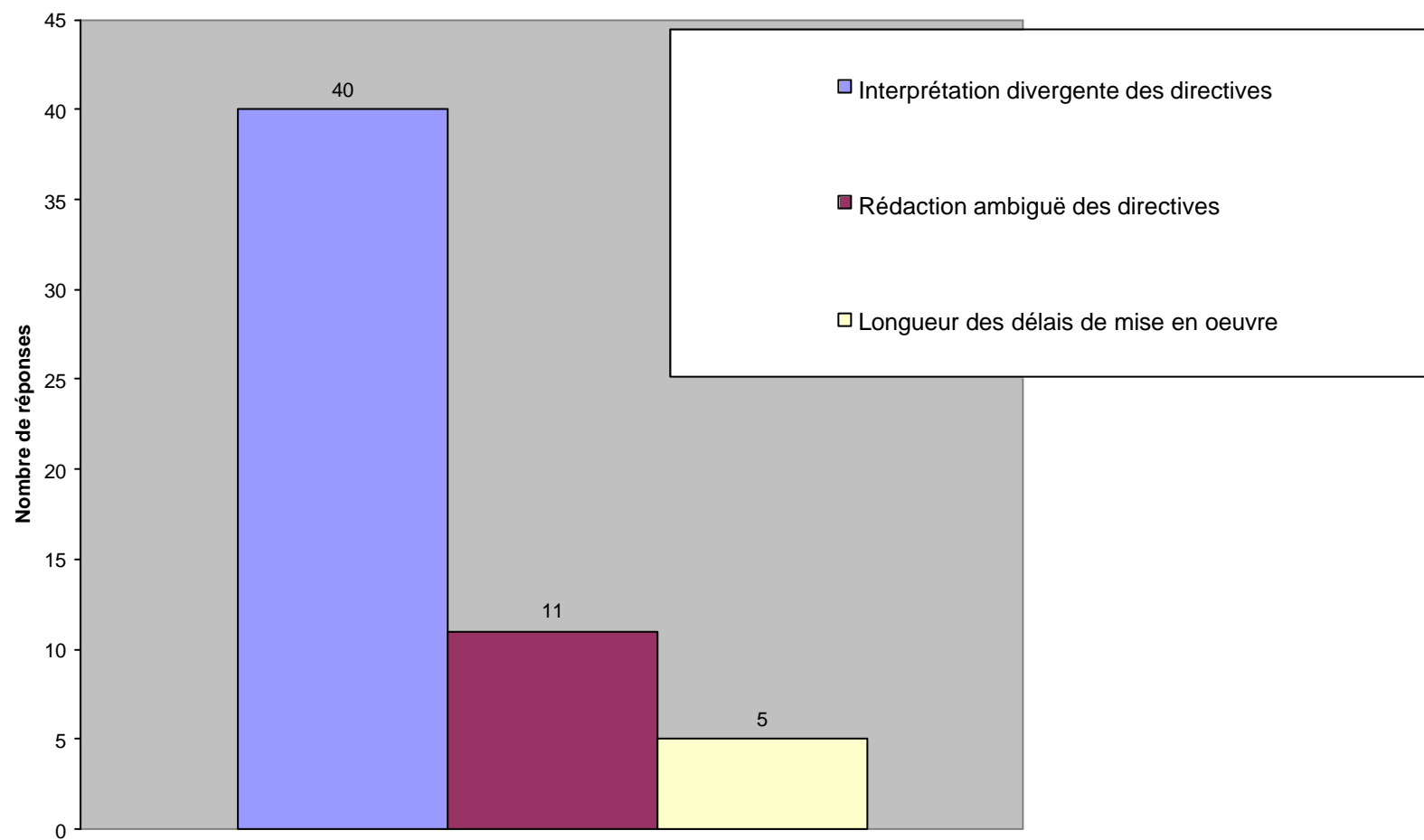
KEY ISSUES



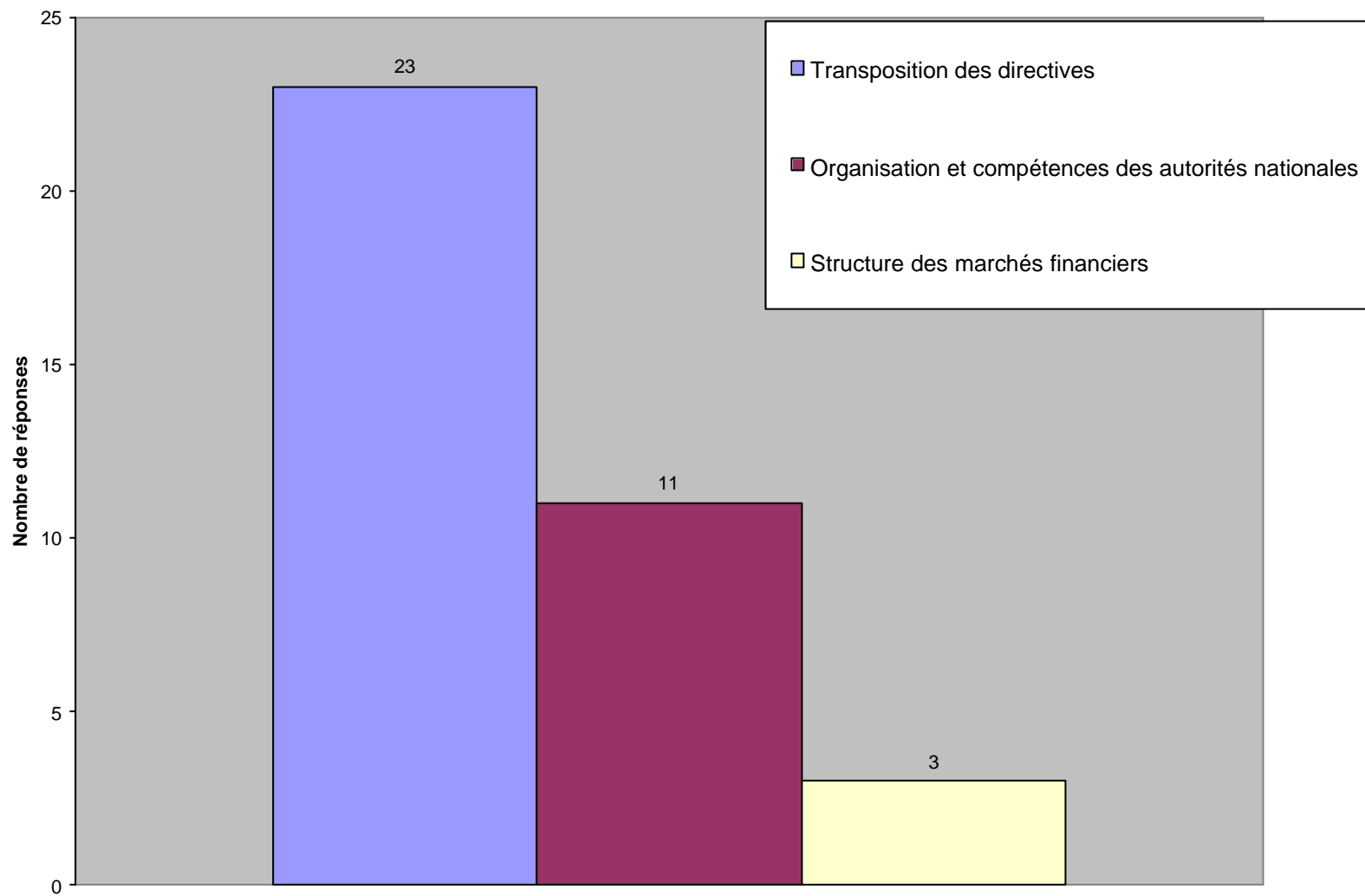
Principaux obstacles à l'intégration des marchés européens des valeurs mobilières



Raisons expliquant la mise en oeuvre inconséquente de la législation



Principales préoccupations



ANNEXE 4 – TRAVAUX UNIVERSITAIRES RÉCENTS

SUR LA CORRÉLATION ENTRE TAILLE ET CROISSANCE DES MARCHÉS FINANCIERS, D'UNE PART, ET CROISSANCE DE LA PRODUCTION, D'AUTRE PART

Le siècle dernier a vu la publication d'une littérature économique abondante, y compris de la part d'économistes renommés tels que Joseph A. Schumpeter soulignant avec persistance l'influence positive qu'a le développement du secteur financier d'un pays sur le niveau et le taux de croissance de son revenu par habitant. Certains universitaires ont toutefois contesté cette conclusion, au motif que le sens du lien de causalité n'était pas prouvé.

Au cours des années 1990, cette question a suscité un intérêt croissant et donné lieu à une doctrine en expansion. Celle-ci a tendance à prendre ses distances par rapport à l'approche traditionnelle, qui consiste à se focaliser sur le financement bancaire, pour examiner plutôt la possible corrélation entre les marchés boursiers et la croissance à long terme. Des modèles fondés sur l'évolution de la liquidité et l'analyse des risques ont ainsi été conçus, qui montrent qu'un meilleur partage des risques via l'intégration des marchés boursiers au niveau international aboutit à une amélioration accélérée de la productivité, en induisant un glissement de portefeuilles sûrs, mais de faible rendement, vers des alternatives plus rentables.

Jusqu'à il y a peu, il n'avait guère été possible d'étayer, par des preuves empiriques, les conclusions théoriques produites par ces modèles. Néanmoins, trois articles parus récemment, dont le propos est brièvement exposé ci-après, apportent une certaine lumière sur cette question: en appliquant une nouvelle méthodologie, leurs auteurs ont démontré la validité des hypothèses positives émises par les modèles.

Rajan et Zingales (1998),* pour éviter le débat sur la causalité inversée, concentrent leur réflexion sur le mécanisme théorique par lequel le développement financier se

* **Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales.** "Financial Dependence and Growth". *American Economic Review* n° 88, pp. 559-586, juin 1998.

* **Levine, Ross et Sara Zervos.** "Stock Markets, Banks and Economic Growth". *American Economic Review* n° 88 pp. 537-558, juin 1998.

* **Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza.** "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics* n° 58, pp. 261-300 (2000).

répercute sur la croissance économique. Ils soulignent en particulier que, selon les modèles théoriques, le développement financier favoriserait, de manière disproportionnée, la croissance des entreprises ou secteurs traditionnellement dépendant de sources de financement externes. Pour vérifier cette hypothèse, ils examinent un large panel d'industries et de pays, afin de déterminer si les industries qui sont plus tributaires de financements externes connaissent une expansion relativement plus rapide dans des pays qui, a priori, sont plus développés sur le plan financier. Leurs résultats empiriques suggèrent que le développement *ex ante* des marchés financiers facilite substantiellement la croissance *ex post* de secteurs dépendant de financements externes.

Ces résultats suggèrent également que le développement financier puisse jouer un rôle particulièrement bénéfique dans le développement de jeunes entreprises. Par conséquent, si ces entreprises constituent, de manière disproportionnée, la source d'idées, le développement financier peut favoriser l'innovation et, par conséquent, renforcer indirectement la croissance économique. Ces conclusions empiriques paraissent très pertinentes en ce qui concerne la nouvelle économie et montrent l'importance d'un développement adéquat des marchés de capital-risque.

Le commerce est également concerné: l'existence d'un marché financier bien développé est synonyme d'avantage comparatif pour les industries de pays (ou groupe de pays) qui sont plus dépendants de financements externes.

Levine and Zervos (1998)* recherchent si des marchés boursiers au fonctionnement efficace favorisent la croissance économique à long terme. Leurs travaux examinent, de manière empirique, s'il existe une corrélation significative entre, d'une part, la liquidité, la taille et la volatilité des marchés boursiers, ainsi que leur intégration avec les marchés mondiaux des capitaux, et, d'autre part, les taux actuel et futur de croissance de l'économie, l'accumulation de capitaux, les gains de productivité et le taux d'épargne. Ils se fondent sur des données collectées dans quarante-sept pays, de 1967 à 1993.

Ils ne parviennent à trouver aucun argument à mettre au crédit des théories selon lesquelles la liquidité des marchés boursiers, l'intégration des marchés des capitaux au niveau international ou encore la volatilité du rendement des titres réduirait le taux de l'épargne privée ou entraverait la croissance à long terme. Au contraire, ils parviennent à la conclusion que la liquidité des marchés boursiers, mesurée par la valeur des titres négociés tant par rapport à la taille du marché concerné que par rapport à celle de l'économie, présente une corrélation positive significative avec les taux actuel et futur de la croissance économique, l'accumulation de capitaux et l'amélioration de la productivité.

En outre, cette corrélation positive entre le développement financier et la croissance économique suggère que les facteurs financiers forment partie intégrante du processus

de croissance.

Beck, Levine et Loayza (2000)* focalisent leurs recherches sur l'impact direct qu'a le développement financier non seulement sur la croissance économique, mais aussi sur les sources mêmes de cette croissance. Ils étudient, en particulier, l'influence du développement de l'intermédiation financière sur le taux d'épargne, l'accumulation physique de capitaux et la croissance globale de la productivité des facteurs. Leurs travaux se fondent sur des données collectées dans soixante-trois pays, sur la période de 1960 à 1995.

Leurs travaux ne démontrent aucune corrélation étroite entre le développement de l'intermédiation financière et l'accumulation physique de capitaux ou le taux de l'épargne privée. En revanche, ils démontrent l'existence d'une corrélation positive significative entre ce développement et la croissance réelle du PIB par habitant, ainsi qu'avec la croissance globale de la productivité des facteurs. Au total, ces conclusions confirment l'opinion de Schumpeter selon laquelle les intermédiaires financiers influent sur la croissance économique essentiellement par l'impact qu'ils ont sur la croissance globale de la productivité des facteurs.

ANNEXE 5 – PROCÉDURES DE COMITOLOGIE DE L'UNION EUROPÉENNE

Description des modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférés à la Commission

1. QU'EST-CE QUE LA COMITOLOGIE?

Le terme "*comitologie*" désigne la délégation par le Conseil de pouvoirs d'exécution à la Commission, aux fins d'exécuter la législation communautaire. Des représentants des États membres, agissant par l'intermédiaire de "*comités de comitologie*", assistent la Commission dans l'exercice des pouvoirs d'exécution qui lui sont conférés.

Une première décision relative à la comitologie a été adoptée en 1987. Elle a été remplacée par la décision du 28 juin 1999, en exécution d'une déclaration adoptée dans le cadre de la Conférence intergouvernementale, en 1996. Cette décision est entrée en vigueur le 18 juillet 1999.

L'objectif de la nouvelle décision comitologie est double:

- harmoniser et simplifier les procédures de comitologie existantes;
- doter le Parlement européen de pouvoirs de contrôle étendus, concernant l'usage, par la Commission, de ses compétences d'exécution.

2. LES DIFFÉRENTES PROCÉDURES DE COMITOLOGIE

La décision du Conseil établit trois types de procédures – une procédure consultative, une procédure de gestion et une procédure de réglementation – pour l'exercice des compétences d'exécution conférés à la Commission.

Elle définit, en outre, des critères pour la détermination de la procédure adéquate. Ceux-ci sont fondés sur les besoins auxquels la comitologie vise à répondre.

- d'adapter ou de mettre à jour certaines dispositions non essentielles d'actes de base.

Conformément au texte de la décision du Conseil, il convient de recourir à la procédure de réglementation pour les mesures de portée générale ayant pour objet:

- de mettre en application les éléments essentiels d'actes de base;

DESCRIPTION DE LA PROCÉDURE DE RÉGLEMENTATION

Base juridique

Aucune disposition du traité ne fonde directement le recours à la comitologie. Celui-ci doit donc s'appuyer sur un acte législatif de base - règlement ou directive.

Cet acte législatif de base précise l'étendue des compétences d'exécution conférés à la Commission.

Les compétences d'exécution déléguées à la Commission doivent être strictement définies. Toute délégation générale de compétences est exclue. En outre, les procédures de comitologie ne peuvent en aucune cas être utilisées pour modifier des éléments essentiels d'actes de base.

Comment fonctionne la procédure?

L'acte législatif de base prévoit la constitution d'un comité de comitologie, composé de représentants des Etats membres et présidé par un représentant de la Commission. Le Parlement européen n'y délègue pas de représentant, ni d'observateur.

Le comité de réglementation fonctionne comme suit:

- La Commission soumet un projet de mesures au comité de réglementation.
- Le comité émet un avis sur ce projet, dans un délai préétabli.*
- Lorsqu'elles sont conformes à l'avis du comité, les mesures envisagées sont arrêtées par la Commission et acquièrent, dès lors, force obligatoire.
- En cas de désaccord de la part du comité, la Commission soumet le projet de mesures au Conseil, sous forme de proposition.
- Le Conseil statue, dans un délai préétabli* ; il adopte ou rejette la proposition.
- En cas de rejet du projet de mesures d'exécution par le Conseil, la Commission doit réexaminer sa proposition.
- La Commission dispose de trois options: (1) soumettre au Conseil une proposition modifiée relative aux mesures d'exécution à prendre, (2) soumettre à nouveau sa proposition initiale, ou bien (3) y renoncer et présenter, en usant de son pouvoir d'initiative, une proposition législative sur la base du traité. Dans ce cas, le projet de mesures d'exécution est remplacé par un projet d'acte législatif - règlement ou directive.
- Si le Conseil n'adopte pas le projet de mesures présenté par la Commission, ni n'indique qu'il s'y oppose, la Commission adopte l'acte d'exécution proposé.

Rôle du Parlement européen

Le Parlement européen, s'il ne prend pas formellement part aux travaux du comité de réglementation, assume néanmoins une fonction de contrôle externe.

Il est tenu informé des activités du comité et reçoit tous les documents y afférents (ordres du jour, projets de mesures d'exécution, résultats des votes, comptes rendus des réunions, listes de présence).

Lorsque le Parlement européen considère qu'un projet de mesures d'exécution présenté par la Commission excède les compétences d'exécution prévus par l'acte de base, la Commission doit réexaminer sa proposition.

Le Conseil peut, le cas échéant à la lumière de cette position, statuer sur la proposition de mesures d'exécution présentée par la Commission. Il peut, nonobstant la position du Parlement, adopter cette proposition. Il peut également s'y opposer. Il incombe alors à la Commission de réexaminer les mesures envisagées. Dans le cas où le Conseil n'adopte pas la proposition, ni n'indique qu'il s'y oppose, la Commission arrête les mesures d'exécution proposées.

* Le comité émet un avis sur le projet dans un délai que le président (le représentant de la Commission) peut fixer en fonction de l'urgence de la question. Cet avis est émis à la majorité qualifiée dans le cas de

décisions que le Conseil est appelé à prendre sur proposition de la Commission. Lors des votes au sein du comité, les voix des représentants des Etats membres sont pondérées de la manière définie dans le traité pour les votes au Conseil. Le président ne prend pas part au vote.

- * Ce délai est fixé dans l'acte législatif de base qui institue le comité. Il ne peut excéder trois mois à compter de la saisine du Conseil.

ABRÉVIATIONS

ATS - *Alternative Trading Systems* = systèmes de négociation alternatifs

Bâle – fait référence aux travaux de Bâle sur la révision du dispositif d'adéquation des fonds propres

BCE – Banque centrale européenne

CAEM - commission des affaires économiques et monétaires du PE

CEF - comité économique et financier

CEJ - Cour européenne de justice

CIG – conférence intergouvernementale

DSI - directive sur les services d'investissement

ECOFIN – Conseil des ministres de l'économie et des finances

CERVM – *European Securities Regulators Committee* = comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières

CEVM – *European Securities Committee* = comité des valeurs mobilières

FESCO – *Forum of European Securities Commissions* = forum des commissions de valeurs de l'Union européenne

HLSS – *High Level Securities Supervisors' Committee* = comité de haut niveau des autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières

IAS - normes comptables internationales

OPCVM – organismes de placement collectif en valeurs mobilières

PASF - plan d'action pour les services financiers

PE - Parlement européen

PIB – produit intérieur brut

PME – petites et moyennes entreprises

VMQ – vote à la majorité qualifié