

La régulation des marchés financiers européens

FESCO est le rouage nécessaire au niveau européen entre les directives qui fixent les grands principes de régulation des marchés financiers et leur application au quotidien. L'objectif est de mettre en place une régulation plus harmonisée grâce à une coopération renforcée. Les travaux et le rôle de FESCO font partie des réflexions du comité des Sages présidé par M. Lamfalussy.

Fabrice Demarigny
Secrétaire général
Forum Of European
Securities Commissions
(FESCO)

■ L'euro est un catalyseur puissant de l'intégration des marchés financiers en Europe. Il vient compléter l'ensemble des mesures qui ont levé les obstacles aux activités financières transfrontières au sein de l'Espace économique européen (EEE). La Commission européenne, dans sa récente communication «Services financiers : élaborer un cadre d'action», a clairement identifié les barrières qui doivent encore être levées pour mettre en œuvre un marché unique intégré.

Les régulateurs de marché de l'EEE qui ont la charge d'appliquer les directives européennes ont anticipé cette évolution en décembre 1997 lorsqu'ils ont décidé de se regrouper de manière étroite pour préparer ensemble la régulation au quotidien du Marché unique de services financiers au sein du Forum of European Securities Commissions (FESCO)⁽¹⁾.

Favoriser les offres publiques paneuropéennes

L'une des questions essentielles du plan d'action pour les services financiers de l'Union européenne est de réduire le coût du capital pour les entreprises européennes. A l'heure actuelle de nombreux obstacles administratifs ou réglementaires entravent l'accès des grandes entreprises aux ressources en capital qui leur sont pourtant nécessaires pour financer leur croissance sur une base paneuropéenne.

Pour apporter des réponses

concrètes à ces imperfections, FESCO a entamé des travaux dans quatre domaines, avec pour objectif :

1. Un passeport européen pour les émetteurs. Grâce aux travaux d'un groupe d'experts présidé par Salvatore Bragantini, membre de la CONSOB italienne, FESCO a ouvert une consultation sur la base d'un premier document détaillant ce qui doit être fait pour mettre au point un passeport européen pour les émetteurs (FESCO/99-098^{*}). Ce document s'attache, d'une part, à définir les étapes concrètes qui peuvent être franchies dès à présent et, d'autre part, à identifier les amendements nécessaires aux directives européennes existantes pour faciliter la reconnaissance mutuelle des prospectus. La ligne directrice de ces travaux est d'éviter l'existence de documents redondants, de réduire les exigences nationales supplémentaires et enfin, d'accroître l'accès des investisseurs européens à l'information utile.

Le cœur de la proposition de FESCO est de généraliser en Europe le système qui vise à scinder le prospectus en un document de référence et une note d'opération. Les informations annuelles relatives à la société émettrice figurent dans le document de référence, et chaque fois que cette société fait appel au marché, elle doit diffuser une note d'opération contenant les informations propres à l'émission dans chacun des Etats membres où s'étend son offre. Ces documents doivent être diffusés dans une langue usuelle en matière financière et, si cela est jugé nécessaire, une autorité compétente nationale peut demander à l'émetteur de diffuser également un court résumé dans la langue concernée.

Les avantages de ce système sont multiples pour les investisseurs : ils disposent de plusieurs documents d'information calibrés en fonction de besoins différents (réponses immédiates, détails sur la spécificité de l'offre, information en profondeur sur la société), ils peuvent obtenir une information actualisée annuellement sur la société (et non pas à chaque fois qu'elle émet des titres), ils ont un accès rapide aux émissions des grandes sociétés européennes et enfin, ils peuvent prendre des décisions d'investissement sur la base de documents d'information approuvés par l'autorité compétente placée au plus près de

«Le cœur de la proposition de FESCO est de généraliser en Europe le système qui vise à scinder le prospectus en un document de référence et une note d'opération.»

l'émetteur. Les sociétés émettrices peuvent également en tirer plusieurs avantages : une réduction des coûts engendrés par le besoin de composer le même document dans plusieurs Etats membres, un gain de temps dans la procédure d'approbation et de reconnaissance mutuelle des prospectus, la validité annuelle d'une grande partie de l'information contenue dans les prospectus et enfin, la possibilité d'émettre très rapidement en fonction des conditions du marché.

L'ensemble des documents mentionnés dans cet article est consultable sur le site Internet de FESCO à l'adresse suivante : www.europefesco.org

FESCO : des régulateurs nationaux décidés à agir de concert

En leur qualité d'autorités publiques de régulation des marchés, les signataires de la Charte de FESCO ont réaffirmé certains principes fondamentaux et ont pris, tant en principe qu'en pratique, l'engagement :

- de mettre en commun leurs expériences et d'agir ensemble pour une mise en œuvre correcte et efficace du marché unique européen des services financiers ;
 - d'unir leurs efforts pour élaborer des normes communes de régulation des activités et des marchés financiers dans les domaines qui n'ont pas été harmonisés par les directives européennes existantes et qui relèvent d'une approche commune ;
 - de se fournir, dans les limites légales, l'assistance mutuelle la plus large et de renforcer la coopération transfrontière afin d'améliorer la surveillance des marchés et la répression des fraudes.
- L'action de FESCO est menée par son président Georg Wittich, président du Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe). FESCO établit des standards qui enrichissent et précisent les grands principes fixés dans

les directives européennes. Il apporte également à la Commission européenne la vision des régulateurs de marché pour la définition des priorités dans le Plan d'action de l'Union européenne.

Coopération transfrontière

De manière moins visible, FESCO offre également un lieu où les présidents des autorités de régulation de marché européennes s'accordent sur des réponses communes à apporter aux changements rapides qui caractérisent les marchés financiers européens. Il englobe également une enceinte et un réseau spécialisé et opérationnel – FESCOPEL – au sein duquel les chefs de services d'inspection mettent en commun leurs difficultés, s'alertent mutuellement sur certains faits délictueux et enfin, resserrent la coopération transfrontière pour lutter contre les infractions boursières. Le travail de FESCO s'effectue par des réunions régulières au niveau des présidents (quatre par an en règle générale). La continuité des travaux est assurée par un secrétariat,

basé à Paris, composé d'un secrétaire général et de quatre autres chargés de mission mis à disposition par certains membres à temps partiel. Le travail technique est effectué au sein de groupes d'experts constitués au coup par coup en fonction des priorités.

Avant l'adoption de standards, des consultations des régulateurs bancaires ou d'assurance, des organismes professionnels et des associations d'investisseurs sont conduites, tant au niveau national qu'euro-péen.

Le commissaire européen en charge des services financiers a désigné le directeur général en charge des marchés à la Commission européenne comme observateur aux réunions de FESCO. Des experts de la Commission européenne participent également à tous les groupes d'experts et assurent de cette manière la parfaite cohérence entre les travaux menés par la Commission et ceux de FESCO. De manière réciproque, FESCO participe aux réunions du Financial Services Policy Group (FSPG) et à celles du groupe de haut niveau des régulateurs de marché. Enfin, lorsque FESCO met au

point et adopte des standards, ses membres s'engagent à les transposer dans leur propre réglementation ou, s'ils n'en ont pas le pouvoir, à faire toutes les démarches nécessaires pour que ceux-ci soient transposés par la loi ou par une autorité nationale sœur. Afin d'accroître la transparence de leur action, les membres de FESCO rendent publique la manière dont chaque jeu de normes est transposé ou les actions engagées pour qu'il en soit ainsi.

(1) Le Forum of European Securities Commissions (FESCO) rassemble les 17 autorités de l'Espace économique européen (EEE) suivantes : Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Allemagne) ; Bundes-Wertpapieraufsicht (Autriche) ; Commission bancaire et financière/Commissie voor het Bank- en Financiewezen/Kommission für das Bank- und Finanzwesen (Belgique) ; Finanstilsynet (Danemark) ; Comisión Nacional del Mercado de Valores (Espagne) ; Rahoitustarkastus (Finlande) ; Commission des opérations de bourse (France) ; Capital Market Commission (Grèce) ; Central Bank of Ireland ; Financial Supervisory Authority (Islande) ; Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italie) ; Commission de surveillance du secteur financier (Luxembourg) ; Kredittilsynet (Norvège) ; Stichting Toezicht Effectenverkeer (Pays-Bas) ; Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal) ; Financial Services Authority (Royaume-Uni) ; Finansinspektionen (Suède).

Afin de faciliter la diffusion et l'accès à ces documents d'information, FESCO encourage vivement l'utilisation des moyens électroniques de communication.

L'objectif final est de mettre au point un dispositif de notification. Si une autorité compétente a approuvé les divers documents, ceux-ci deviennent utilisables dans un autre Etat membre, sous réserve d'une simple notification. Le groupe d'experts fera de nouvelles propositions en ce sens.

2. Des pratiques de stabilisation des cours et d'allocation des titres harmonisées. FESCO a également publié un document consultatif élaboré par un

groupe d'experts présidé par Kaarlo Jännäri, directeur général du Rahoitustarkastus de Finlande, visant à harmoniser les pratiques en matière de stabilisation de cours et d'allocation des titres. L'essentiel de ce qui est proposé consiste à fixer des limites claires de fluctuation de prix pendant une période fixe et d'imposer des obligations de transparence des transactions réalisées.

Le groupe a rédigé des standards en conformité avec ceux existants sur d'autres grandes places financières internationales permettant ainsi aux prestataires de services d'investissement européens de participer à des émissions avec un seul jeu de règles de stabilisation des cours, indépen-

damment du marché sur lequel les interventions sur le titre ont lieu.

En matière d'allocation des titres, le groupe a cherché à trouver un point d'équilibre entre les intérêts divergents des émetteurs, des banquiers placeurs et des investisseurs (institutionnels et particuliers). La solution proposée vise à accroître la transparence des méthodes d'allocation des titres afin que tout investisseur connaisse à l'avance le sort qui sera réservé à son ordre. L'objectif est ici d'adopter un «Code européen d'allocation des titres» afin de s'assurer que les titres sont alloués avec un jeu clair et unique de normes au sein de l'Europe.

3. L'intégrité des opérations financières. FESCO a adopté des standards à respecter par les participants à une offre publique de vente de titres (99-FESCO-B). Ces normes de bonne conduite rappellent la nécessité pour les participants à une offre de diffuser toute information susceptible d'avoir un impact sur le cours de manière précise, exacte et sincère et d'avoir, en amont de cette diffusion, une organisation interne permettant d'éviter l'utilisation inadéquate de cette information. Ces règles indiquent également les précautions nécessaires à prendre pour que des transactions réalisées par les participants à l'offre n'induisent pas en erreur les autres investisseurs sur la valeur des titres offerts ou sur l'existence d'un réel marché de ces titres.

4. L'intégration des normes comptables internationales dans l'Union européenne. Le plan d'action sur les services financiers reconnaît l'importance pour le marché financier européen du fait d'avoir un jeu de normes comptables unique pour les sociétés cotées. Dans une communication récente (COM [2000] 359), la Commission européenne souligne que les normes comptables internationales mises au point par l'International Accounting Standards Committee (IASC) seraient convenables pour les sociétés cotées de l'Espace économique européen. FESCO a décidé de créer un groupe d'experts, présidé par Henrik Bjerre-Nielsen, directeur général du Finanstilsynet du Danemark, pour évaluer le rôle que doivent jouer les régulateurs de marché dans la création d'un mécanisme d'introduction des normes comptables de l'IASC en Europe.

Préserver l'intégrité du marché unique des services financiers

A n'en pas douter, les bénéfices d'un véritable marché unique des services financiers vont rapidement s'évanouir si les investisseurs et les autres acteurs du marché doutent de l'intégrité du Marché unique. Dans un contexte de croissance rapide des flux financiers transfrontières, FESCO déploie de nombreux efforts pour combattre les fraudes et les infractions boursières.

Très rapidement après sa création, FESCO a créé un **réseau paneuropéen d'assistance mutuelle** la plus large entre les membres. La pierre angulaire de cette coopération est la Convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance, élaborée par un groupe d'experts présidé par Michel Prada, président de la Commission des opérations de bourse (Cob) française. Le champ d'application de cette convention couvre l'intégrité des marchés (délits d'initiés, manipulations de cours, diffusion d'informations fausses ou trompeuses), le fonctionnement des marchés, les émetteurs et les intermédiaires financiers.

En vertu de l'article 8 de cette convention, un groupe, nommé FESCO-POL, rassemble les patrons des services d'inspection des membres de FESCO. Ces divers responsables partagent leurs expériences, éclairent des cas concrets et s'alertent mutuellement sur des infractions commises ou susceptibles d'être commises.

D'autres autorités de régulation non membres de FESCO se sont jointes à cette convention : le Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen d'Allemagne, l'Autorité de régulation des fonds des rentes de Belgique et la Banca d'Italia.

Une étape supplémentaire a été franchie grâce à la **rédaction d'un rapport sur l'élaboration d'un véritable régime de lutte contre les infractions boursières en Europe**. Or, les définitions de ces infractions, les moyens d'enquête, les pouvoirs des autorités et les dispositifs de sanctions varient grandement d'un Etat membre à l'autre. La palette de sanctions pénales est très large et de nombreuses juridictions n'ont que de faibles pouvoirs de sanction disciplinaire dans ce domaine, hormis à l'encontre d'entités régulées.

Dans ce rapport, les infractions boursières recouvrent l'utilisation inadéquate d'une information privilégiée, la manipulation des cours, ainsi que la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Comme préalable, FESCO propose qu'une directive en la matière inclut également des mesures préventives de nature à limiter l'émergence de telles pratiques chez les prestataires de services d'investissement et les émetteurs (procédures visant à maintenir la confidentialité de certaines informations, obligations déclaratives, codes de bonne conduite interne...).

FESCO a soumis à la Commission européenne le point de vue des régulateurs de marché sur la manière dont les infractions boursières doivent être réprimées sur la base du droit administratif et sanctionnées par des autorités administratives indépendantes. En faisant cette proposition, FESCO a pris en compte le caractère international des services financiers et a recherché un équilibre entre les coûts et les bénéfices de l'imposition de ces nouvelles exigences.

Pour l'avenir, FESCO propose que soit mis en place un «réseau» de régulateurs de marché, agissant de concert, avec des missions et des pouvoirs beaucoup plus semblables, qui aurait la responsabilité de préciser l'application au quotidien des principes énoncés dans les directives européennes. Ce pouvoir d'harmoniser les modes de transposition s'accompagnerait d'une responsabilité accrue à l'égard des institutions européennes et nationales. En plus de garantir une application unifiée des directives, ce réseau officialiserait plus encore l'obligation de coopération dans la recherche et la sanction des infractions boursières.

Un rôle important

Les membres de FESCO jouent aujourd'hui un rôle important en établissant des standards communs venant compléter et préciser les directives européennes et en exprimant auprès des institutions communautaires le point de vue de la protection des investisseurs et de la transparence et de l'intégrité des marchés.

FESCO est le rouage nécessaire au niveau européen entre les directives qui fixent les grands principes de régulation et leur application au quotidien de manière harmonisée dans chacun des Etats membres. C'est également un outil opérationnel pour la répression des infractions boursières.

Les membres de FESCO ont tissé des liens très étroits car ils ont pris conscience que leurs décisions individuelles de régulation ont immédiatement une portée européenne, et ils sont désireux de jouer pleinement leur rôle dans une régulation européenne des marchés plus harmonisée et cohérente. ●