

Faire évoluer la régulation boursière européenne

L'amélioration de la fluidité du marché européen boursier implique une réflexion sur le système de régulation européen. Deux cas de figure sont envisagés : montée en puissance progressive d'une autorité supranationale et/ou renforcement du fonctionnement de la reconnaissance mutuelle.

ments et des contrôles mis en place par la Deuxième Directive bancaire et la directive sur les services d'investissement (DSI), les banques et les entreprises d'investissement peuvent étendre leur offre de services aux frontières de l'Espace économique européen (EEE) avec une facilité remarquable.

Cependant, le manque d'harmonisation des règles de conduite auxquelles sont soumis ces prestataires chaque fois qu'ils offrent des services transfrontières rend difficilement compréhensible, et juridiquement incertaine, la protection



FABRICE
DEMARIGNY
*Chef du Service
des relations
internationales*
**Commission des
opérations
de bourse (COB)**

“ Les régulateurs européens n'ont véritablement intensifié leur coopération que depuis deux ans et demi avec la création de FESCO. ”

dont bénéficient les investisseurs. Les membres du FESCO ont répondu à cette difficulté par une définition harmonisée de l'investisseur professionnel auquel seules certaines règles de bonne conduite s'appliqueraient, d'une part, et par une harmonisation plus poussée de ces règles, d'autre part. L'objectif était de rendre obsolète la question de savoir si ce sont les règles de conduite de l'Etat d'accueil ou celles de l'Etat d'origine de l'intermédiaire qui s'appliquent en cas

de prestation de services transfrontières, dès lors que ce sont les mêmes règles qui s'appliquent dans chacun des Etats concernés.

... DANS L'OFFRE TRANSFRONTIÈRE...

La reconnaissance mutuelle des prospectus d'émission et d'admission à la cote permet d'étendre une opération financière à d'autres Etats membres. Mais dans la réalité, il n'existe pas d'appel public à l'épargne harmonisé en Europe : les conditions d'admission sur un marché réglementé sont encore très différentes, les obligations des émetteurs ne sont pas entièrement harmonisées et enfin, la langue dans laquelle les documents d'information sont composés demeure un obstacle dans certains pays.

Pour faciliter la reconnaissance mutuelle des prospectus, les membres de FESCO mettent au point un «document de référence» harmonisé en Europe qui permettrait à un émetteur, une fois ce socle d'information approuvé dans son principal pays de cotation, d'étendre son offre sur la base d'une simple note d'opération et d'un résumé en langue nationale. Les émetteurs pourraient ainsi ouvrir leurs opé-

rations à tous les investisseurs européens.

... ET LE DÉCLOISONNEMENT DU MARCHÉ BOURSIER

La directive sur les services d'investissement (DSI) pose le principe de la reconnaissance réciproque et automatique des marchés réglementés (bourses et marchés à terme). Dès lors, ces marchés peuvent installer des écrans de négociation sur l'ensemble de l'EEE.

Cette grande liberté a transformé les bourses nationales, qui bénéficiaient d'un monopole de fait ou de droit, en véritables entreprises de marché en concurrence les unes avec les autres et même avec d'autres formes de négociations.

Mais il résulte de la construction de la DSI, qui laisse à chaque Etat membre le soin de fixer la liste de ses marchés réglementés, que le marché boursier européen est à l'heure actuelle essentiellement composé de bourses nationales qui exportent au-delà de leurs frontières des écrans de négociation pour drainer la liquidité sur leur marché. L'étape suivante s'annonce déjà et un marché structuré d'emblée à l'échelle européenne se dessine, que ce soit sous forme de réseau ou de plate-forme

“ Dans la réalité, il n'existe pas d'appel public à l'épargne harmonisé en Europe. ”

Des lacunes dans la protection des investisseurs européens

La protection des investisseurs européens est assurée par les dispositions minimales de transparence d'information, d'interdiction de pratiques frauduleuses, de couverture des risques et de garantie des avoirs et des fonds prévues par plusieurs directives. Mais des imperfections subsistent :

- la directive sur le délit d'initié ne couvre pas formellement la manipulation de cours et la diffusion de fausses informations. Il en résulte, par exemple, que la manipulation de cours ne fait pas l'objet d'une définition harmonisée et par conséquent, que certaines pra-

tiques condamnables dans un Etat membre ne le sont pas dans un autre. Cela complique la coopération entre autorités en cas d'enquête et peut conduire à une forme d'immunité transfrontière ;

- les directives comptables, par le grand nombre d'options qu'elles autorisent, et l'existence de corpus de normes différents acceptés par les Etats membres (normes nationales, IAS, US GAAP) ne permettent pas une information financière comptable comparable dans le temps et l'espace ;

- la libre prestation de services et l'innovation technologique (Inter-

net) permettent la fourniture de services et la vente de produits à distance sans que des mesures de protection des investisseurs soient définies au niveau communautaire. Dans sa récente communication «Services financiers : élaborer un cadre d'action», la Commission européenne entend, en liaison avec FESCO, légiférer là où cela est nécessaire. Pour ce qui concerne la protection au quotidien des investisseurs européens, les membres de FESCO ont signé une convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières.

de négociation intégrée à la suite d'accords entre diverses entreprises de marché nationales.

Cette intégration des marchés boursiers soulève de nombreuses questions. L'une d'entre elles concerne l'organisation des règles relatives aux offres publiques d'achat (OPA). Avec la création d'un marché boursier européen, les conflits possibles entre le droit des sociétés d'un Etat membre et le droit du marché d'un autre Etat membre risquent de se multiplier au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires. La directive sur les OPA en cours d'adoption permet de répondre en partie à ces questions.

QUELLE RÉGULATION BOURSIÈRE ?

Compte tenu de la souplesse d'interprétation et de l'hétérogénéité des autorités compétentes, la reconnaissance mutuelle fonctionne encore de manière disparate. Face à cela, deux approches, qui ne s'excluent pas, sont envisageables.

• **Dépasser le cadre de la reconnaissance mutuelle**

La Commission européenne propose de lever tous les obstacles administratifs à la reconnaissance mutuelle (passport, certification de commercialisation...) pour qu'une décision d'une autorité compétente dans l'un des Etats membres soit valable pour l'ensemble de l'Espace économique européen, sans autre formalité. La Commission européenne écarte donc, à ce stade, la mise en place d'une autorité supranationale européenne.

Les avantages d'une telle autorité supranationale seraient évidents : elle aurait un pouvoir d'harmonisation très rapide, elle serait une autorité unique pour tous les acteurs du marché et elle constituerait un interlocuteur puissant vis-à-vis des Etats tiers, notamment des Etats-Unis. Ses inconvénients seraient également prévisibles : le risque d'un trop grand éloignement des réalités des différents marchés financiers nationaux et une taille susceptible d'entraîner les mêmes lenteurs. Dans tous les cas, ce projet ne pourrait voir le jour qu'après un cheminement institutionnel assez long.

Cependant, des approches pragmatiques peuvent être imaginées pour concevoir un organe de régulation supranational, ne venant pas «ajouter un étage», mais exerçant progressivement certaines compétences que les Etats membres décideraient de lui confier en les retirant aux autorités nationales. Cela permettrait de lancer une telle initiative sans avoir aujourd'hui toutes les réponses.

• **Renforcer le fonctionnement protecteur de la reconnaissance mutuelle**

Afin d'atténuer les disparités dans les transpositions des directives, une approche complémentaire consiste à harmoniser les modes de mise en œuvre au quotidien des directives par les autorités compétentes. Tel est l'objectif de FESCO qui s'affirme ainsi depuis deux ans comme un réseau de régulateurs qui se coordonnent au quotidien dans le prolongement du principe de la reconnaissance mutuelle. L'intention est d'éviter qu'un des 15 points d'entrée du Marché unique des services financiers soit moins sûr et moins transparent que les autres. Mais la divergence dans l'application des directives ne trouve pas aujourd'hui de réponse, hormis une très longue procédure auprès de la Cour européenne de justice.

Il faudrait peut-être donc donner une force juridique aux normes mises au point par les régulateurs et élaborer un mécanisme d'évocation des divergences d'application des directives à même de répondre dans des délais rapides.

Un organisme, constitué à partir de FESCO, qui répondrait au double besoin de rédaction des textes réglementaires harmonisés plus souple que les directives, et d'interprétation des directives dans leur application au quotidien, serait un pas important vers une deuxième étape pour le marché unique des services financiers. Pour être efficace, cet approfondissement de la reconnaissance mutuelle nécessiterait un resserrement du pacte qui lie les autorités compétentes. ■

“ Une autorité supranationale aurait un pouvoir d'harmonisation très rapide. ”