

Vers la création d'une Commission européenne des marchés de valeurs mobilières

Gilles Thieffry
Associé

Norton Rose Londres
Avocat au Barreau de Paris
Membre du Barreau de New York et Solicitor



La mise en place de l'Union économique et monétaire en janvier 1999 a marqué la première étape dans la création d'un marché unique européen des valeurs mobilières. A marché unique doit correspondre une autorité de tutelle unique afin de permettre le développement d'un marché efficient. La création d'une Commission européenne des marchés de valeurs mobilières (CEMV) est non seulement désirable mais aussi possible sans modification du Traité établissant la Communauté européenne.

En 1996, alors que beaucoup prédisaient que l'Union économique et monétaire (UEM) allait déclencher un désastre juridique, certains d'entre nous suggéraient que l'introduction de l'euro ne poserait pas de problèmes (1) juridiques importants. Encore moins nombreux étaient ceux qui pensaient qu'une des conséquences possibles de l'UEM serait une refonte du cadre réglementaire des marchés (2) de capitaux en Europe.

L'introduction de l'euro a permis la création d'un vaste marché de valeurs mobilières libellées en euro. Depuis le 1^{er} janvier 1999, environ 291 milliards d'euros d'obligations internationales (c'est-à-dire hors marchés domestiques et titres d'Etat) libellées en euro ont été émises (soit, approximativement, l'équivalent de 313 milliards de US\$ (3)). La concurrence entre le LIFFE et le DTB s'est intensifiée dans la mesure où ces deux marchés organisés tendent à vouloir dominer la zone euro pour ce qui concerne les produits dérivés (4). De même, les négociations en vue de l'intégration des Bourses européennes se sont accélérées (5). Tout ceci s'est déroulé en moins de neuf mois, un rythme de changement qui ne s'était jamais vu dans l'histoire des marchés de capitaux. Néanmoins, le régime réglementaire européen reste inchangé et se trouve donc à l'arrière-garde des développements des marchés. Avec une monnaie unique et un seul marché, l'absence d'entité de réglementation unique est une absurdité dangereuse. Aux lieu et place d'une autorité centrale à travers laquelle les politiques de base peuvent être formulées et mises en place de manière uniforme, quinze régimes régle-

mentaires différents demeurent à l'intérieur de l'Union européenne, chacun impliquant des degrés divers de coopération. Alors qu'antérieurement à l'émergence de l'UEM, le débat sur la nécessité d'une autorité réglementaire pan-européenne était limité à un cercle restreint de spécialistes, ce sujet a enfin été évoqué tant dans la presse (6) qu'au niveau de la Commission européenne. Une réglementation fragmentée d'un marché unique ne peut qu'être inefficace.

I L'inefficacité des tentatives d'harmonisation passées

Plusieurs directives ont été prises afin d'harmoniser certains aspects des marchés de valeurs mobilières européens. Il convient de citer à cet égard, les Directives relatives à la note d'information à publier lors de l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (7), les Directives relatives aux conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (8), la deuxième Directive bancaire et la Directive sur l'Abus d'informations privilégiées. Néanmoins, tous les praticiens connaissent l'inconvénient fondamental des directives : une obligation de résultat imposée à chaque Etat afin de mettre en place une politique européenne par la promulgation de législations nationales signifie souvent en pratique que les directives sont interprétées et mises en place de façon différente dans chaque pays. Les directives sont le résultat de compromis politiques. Elles instaurent un cadre juridique souvent rigide et difficile à modifier après leur adoption. A titre d'exemple, les Directives relatives aux conditions d'admission de valeurs en bourse n'ont pas atteint leur objectif d'une harmonisation des informations disponibles pour les investisseurs en Europe (9).

L'opinion exprimée dans cet article ne représente pas nécessairement celle du Cabinet Norton Rose. L'auteur exprime ses remerciements à son confrère Erwan Héricotte du bureau de Paris de Norton Rose pour l'aide qu'il lui a apportée, ainsi qu'à Mélanie Barnett, stagiaire, pour son travail de recherche.

A ce jour, les défis de l'européanisation du monde des affaires et des marchés de valeurs mobilières ainsi que ceux auxquels le droit des sociétés est confronté en général, ont souvent été abandonnés ou, dans le meilleur des cas, n'ont pas été soutenus avec toute la vigueur nécessaire (10). Les conditions auxquelles sont soumises les entreprises pour financer leurs investissements ainsi que le rôle des intermédiaires financiers continuent à varier considérablement d'un pays à l'autre au sein de l'Union européenne. Ceci s'explique par des différences structurelles profondément enracinées des systèmes juridiques, des degrés différents de développement des marchés et des institutions financières et par le rôle de l'Etat (11) dans chaque pays. Il sera impossible de stimuler une véritable compétition transfrontalière dans l'industrie financière si une autorité centrale de réglementation n'est pas mise en place. Aussi longtemps qu'un cadre réglementaire faible régira la zone euro, nous courrons le risque que la monnaie unique européenne elle-même soit ébranlée ; une fragilisation dont personne ne pourrait tirer un quelconque bénéfice (12). Il convient également de rappeler que la Banque centrale européenne, la seule autorité européenne pour la zone euro, ne possède aucune compétence en matière de valeurs mobilières (13).

La fragmentation des structures de réglementation est telle que la concurrence entre les différents gouvernements, afin de satisfaire différents groupes de pression nationaux encourage naturellement le protectionnisme. Comme l'indique Alain Couret dans un article relatif à l'intégration européenne en matière boursière, «*aucun des Etats de la communauté ne peut souhaiter renoncer à l'exercice de prérogatives nationales par exemple quant à la surveillance du marché au profit de réglementations européennes*» (14). Il est assez difficile de justifier auprès des intervenants de marchés des motifs pour lesquels ils devraient faire face à une telle complexité et supporter des dépenses afin de se conformer à des réglementations nationales différentes alors qu'ils traitent ou souhaiteraient traiter avec un seul marché de valeurs mobilières libellées en euros. L'absence d'un organisme central expert en la matière et capable de mettre en place une politique uniforme dans chacun des Etats membres est dommageable pour le marché et pourrait nuire aux investisseurs.

En tout état de cause, la création d'une autorité centrale de réglementation est, dans une large mesure, inévitable. La situation actuelle, avec vingt-huit bourses nationales et quinze régimes de réglementation bénéficiant de situations quasi-monopolistiques ne peut pas perdurer. Il est plus que probable que nous verrons apparaître une seule bourse (ou une seule plate-forme) pour les valeurs mobilières libellées en euro. Bien entendu, nous pourrions attendre que la nécessité force la Communauté européenne à agir, mais il paraît préférable d'anticiper les besoins futurs afin de favoriser le développement des marchés financiers.

II Objections

Deux types d'objections peuvent être formulés à l'encontre de la création d'une CEMV.

La première objection s'appuie sur la théorie selon laquelle la Communauté européenne est fondée sur le principe de l'attribution de compétences limitées, c'est-à-dire que les institutions communautaires ne possèdent que les pouvoirs qui leur sont expressément conférés. Ainsi, certains ont sug-

géré que la création d'une CEMV imposerait une modification du Traité instituant la Communauté européenne (le «*Traité*») puisque le Traité ne désigne pas l'autorité qui devrait mettre en œuvre les politiques centralisées concernant l'industrie financière et que les autorités communautaires n'ont pas le pouvoir, dans le cadre du Traité actuel, de créer (15) de nouveaux organismes dotés d'un pouvoir réglementaire (16).

Ces objections ne nous paraissent pas fondées et démontrent une vision à court terme de la question. Il est vrai qu'aucune mention expresse d'une CEMV ne figure dans le Traité. Néanmoins, à l'époque de la rédaction du Traité de Maastricht, l'introduction de la monnaie unique était le seul objectif désigné (inatteignable selon certains). Faire obstacle à une réglementation adéquate des marchés de valeurs mobilières au seul motif que les rédacteurs du Traité ne l'ont pas envisagée expressément serait tout à la fois illogique et irresponsable. Quoiqu'il en soit, il peut être répondu à ces objections par l'analyse du Traité, de son interprétation et de la jurisprudence européenne en la matière.

Le second type d'objections se fonde sur la nécessité – ou non – de créer une autorité de réglementation pan-européenne. Le seul parallèle en la matière est la création de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux Etats-Unis. On pourra voir dans la seconde partie du présent article que des parallèles peuvent être tirés entre les Etats-Unis et l'Europe, l'Histoire, une fois encore, démontrera la pertinence de cette comparaison et son utilité dans la préparation du futur.

III Les objections constitutionnelles

La portée pratique du concept de l'attribution expresse de compétence est réduite en grande partie en raison des dispositions de l'article 308 du Traité (anciennement art. 235) sur le fondement desquelles la création d'une CEMV pourrait être fondée. L'article 308 du Traité dispose que «*Si une action de la Communauté apparaît nécessaire pour réaliser, dans le fonctionnement du Marché commun, l'un des objets de la Communauté, sans que le présent traité ait prévu les pouvoirs d'actions requis à cet effet, le Conseil statuant à l'unanimité sur proposition de la Commission et après consultation du Parlement européen, prend les dispositions appropriées*».

Cet article permet par conséquent de prendre toutes les dispositions appropriées afin de réaliser un des objets de la Communauté. Il convient dès lors de s'attacher à comprendre l'étendue de ce pouvoir ainsi que les exigences de procédure et de fond imposées par l'article 308.

1. Conditions de validité de la législation communautaire

Afin d'éviter toute contestation quant à la validité d'une décision des institutions communautaires concernant les dispositions appropriées qui seraient retenues, la législation communautaire doit s'assurer que l'action envisagée dans le cadre de l'article 308 «*apparaît nécessaire [...] pour réaliser l'un des objets de la Communauté*». Cette action doit prendre place dans le cadre du fonctionnement du Marché commun et la mesure en question doit trouver son application dans des dispositions appropriées. Enfin, aucun pouvoir particulier concernant cette action ne doit être prévu par d'autres dispositions du Traité. Cette dernière exigence doit être ignorée puisque le Traité est silencieux quant à la mise

en place d'une CEMV (bien que nous n'adhérions pas à la conclusion selon laquelle ceci empêche sa création).

L'objet dont il est question ci-dessus est défini dans l'article 2 du Traité qui dispose que «*La Communauté a pour mission l'établissement d'un Marché commun, d'une Union économique et monétaire et, par la mise en œuvre des politiques ou des actions communes visées aux articles 3 et 4, de promouvoir dans l'ensemble de la Communauté un développement harmonieux, équilibré et durable des activités économiques, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les Etats membres*».

L'article 3.1 qui clarifie l'article 2 prévoit que l'action de la Communauté comporte :

«(c) un marché intérieur caractérisé par l'abolition, entre les Etats membres, des obstacles à la libre circulation des marchandises, des personnes, des services et des capitaux ;

«(g) un régime assurant que la concurrence n'est pas faussée dans le marché intérieur».

On peut raisonnablement penser que cet objet serait probablement accepté par la Cour européenne de justice comme justifiant la création d'une CEMV sur le fondement des dispositions de l'article 308. Les conclusions de l'avis n° 2/94 (17) qui constitue la décision clé pour ce qui concerne la portée de l'article 308, indique que la seule limitation imposée à l'application de l'article 308 est qu'il ne peut servir de prétexte pour étendre le champ des pouvoirs communautaires au-delà du cadre fixé par le Traité lui-même et en particulier par les articles qui prévoient les missions (art. 2 du Traité) et activités de la Communauté (art. 3 et 4 du Traité (18)). Il n'est donc pas déraisonnable de penser que la Cour européenne de justice considérerait que les objectifs de la Communauté sont principalement contenus dans les articles 2, 3 et 4 du Traité (19). De plus, puisque l'article 308 ne fait pas expressément référence aux objectifs de la Communauté, il est sûrement possible de définir des objectifs additionnels de façon implicite sur le fondement d'autres articles du Traité.

La seconde condition requise par l'article 308 consiste à montrer que l'action de la Communauté apparaît nécessaire afin de réaliser l'un des objets de la Communauté. Cette question n'est pas de pur fait et devrait revêtir un caractère discrétionnaire assez marqué de la part des institutions communautaires. La décision relève, du moins en première instance, de la Commission et du Conseil (20) (à l'unanimité et après consultation du Parlement) et ne devrait pas, en principe, être négative si l'on considère la manière particulièrement volontaire avec laquelle la Commission a interprété les pouvoirs qui lui étaient conférés dans d'autres domaines (notamment en matière de droit de la concurrence).

Toutefois, la justification de la création d'une CEMV devra être fortement établie car il existe une différence certaine entre une action favorisant l'un des objets de la Communauté et celle qui est absolument nécessaire pour réaliser celui-ci. Cette dernière condition est plus difficile à remplir mais elle n'est pas hors d'atteinte. En effet, le rejet d'un arbitrage entre différentes réglementations, et du «*forum shopping*», de même que l'application uniforme de la réglementation afin de protéger les investisseurs et de contrôler le marché sont manifestement d'une importance cruciale. La création d'une autorité réglementaire unique est la seule méthode permettant de réaliser ces objectifs. D'aucuns pourraient prétendre, contre toute évidence, d'une part, que le système actuel permettrait d'atteindre ces objectifs et d'autre

part, que ceux-ci, bien que souhaitables, ne sont pas indispensables. Pourtant, il est patent que les événements qui se déroulent sur les marchés de valeurs mobilières (et les marchés de produits dérivés) peuvent saper brutalement et totalement l'économie (le crack de 1929 est un exemple dramatique d'un tel processus et l'incident survenu en 1998 concernant LTCM démontre la corrélation directe entre les événements qui se déroulent sur les marchés de valeurs mobilières, la politique monétaire et l'économie au sens large).

De plus, l'une des conditions de l'application de l'article 308 est que l'action communautaire soit réalisée «*dans le fonctionnement du Marché commun*». La signification précise de ce terme n'est pas tout à fait claire, mais il a été suggéré que l'action communautaire devrait s'inscrire, soit dans le cadre de l'établissement d'un Marché commun (plutôt que la mise en place de politiques communes (21)) soit, suivant une interprétation moins stricte, dans le cadre du Traité (22).

Quelle que soit l'interprétation retenue, pour ce qui concerne la création d'une CEMV, cette condition est remplie.

Enfin, l'action en cause (en l'occurrence la création d'une CEMV) doit se montrer «*appropriée*», condition qui renvoie au principe communautaire de proportionnalité. L'un des objets d'une réglementation efficace des marchés consistant en la prévention d'incidents graves sur les marchés, il est difficile de prétendre que la mise en place d'une CEMV ne constituerait pas une décision appropriée en vue de réaliser l'un des objets de la Communauté lorsque l'on considère les conséquences sociales, politiques, économiques des dysfonctionnements importants des marchés de valeurs mobilières.

2. Les tribunaux

Au-delà de l'existence et de la jurisprudence relative à l'article 235, les tribunaux tendent de manière évidente à restreindre le principe d'attribution expresse des compétences. A cet égard, il convient de souligner la tendance au sein de la Communauté à reconnaître la doctrine des pouvoirs implicites qui est un principe (23) reconnu de droit international public. Ce principe fait l'objet de deux types d'interprétations. Dans une interprétation étroite, l'attribution d'un pouvoir aux termes d'un article du Traité implique nécessairement tous les pouvoirs sous-jacents nécessaires à l'exercice de celui-ci. Cette analyse a été largement retenue par les tribunaux (24). En outre, une institution communautaire pourrait arguer du fait que tout objectif ou tout rôle prévu par le Traité implique que des pouvoirs soient conférés à ladite institution afin qu'elle les atteigne ou qu'elle les remplisse. On peut raisonnablement penser que cette dernière interprétation, plus large, est contenue dans les dispositions de l'article 308 lui-même.

De même, l'expression «*une action de la Communauté apparaît nécessaire*» a fait l'objet d'une interprétation très souple de la part des institutions communautaires. Les conclusions de l'avis n° 2/94 faisaient référence à des décisions de la Cour européenne des Droits de l'homme qui a régulièrement tenu le mot «*nécessaire*» pour synonyme de «*besoin social pressant*» (25). Bien qu'il n'existe pas de preuve tangible que la Cour européenne de justice adopterait cette approche, il n'était pas inutile d'insister sur l'attitude souple et pragmatique que la Communauté adopte lorsqu'il s'agit de décider qu'une mesure doit être prise.

3. Les limites fixées par l'article 308

On ne peut toutefois prétendre que l'article 308 soit sans limite. Ces limites ont fort bien été mises en évidence dans les conclusions de l'avis n° 2/94 qui portaient sur la légalité de l'utilisation de l'article 308 (art. 235 à l'époque) dans le cadre de la ratification de la Convention européenne des Droits de l'homme (CEDH).

La Cour souligna que l'accession à ladite Convention impliquerait un changement fondamental du système communautaire de protection des droits de l'homme, dans la mesure où la Communauté entrerait dans un système institutionnel international distinct par l'intégration de la CEDH dans l'ordre juridique communautaire (26). Dans la mesure où une telle ratification aurait eu des conséquences d'ordre constitutionnel, la Cour indiqua qu'une telle ratification irait au-delà du champ d'application de l'article 235. Quant à elle, la création d'une CEMV ne saurait en aucun cas constituer un changement substantiel dans le système communautaire dans la mesure où la monnaie unique et le marché unique existent déjà. La création d'une CEMV n'est que la mise en place d'une autorité de tutelle des marchés au niveau européen afin de protéger l'intégrité de la monnaie unique et du marché unique ou, pour reprendre les termes de l'article 2 du Traité, de «renforcer la cohésion économique» de la Communauté.

Les conclusions de l'avis n° 2/94 précisent que la principale limite de l'article 235 réside dans l'impossibilité de l'utiliser afin d'étendre les pouvoirs de la communauté au-delà du cadre créé par le Traité pris dans son ensemble et, en particulier, par les articles qui définissent les tâches et les activités de la Communauté (27). De plus, la Cour indiquait que l'article 235 ne pouvait pas servir à adopter des mesures qui, en substance, modifieraient le Traité sans se conformer aux procédures prévues à cet effet par celui-ci. Toutefois, pour les raisons expliquées ci-dessus, aucune de ces limitations ne semblent trouver à s'appliquer pour ce qui concerne la création d'une CEMV.

4. Les précédents créés par l'article 308

Il est fort intéressant d'étudier l'utilisation qui a été faite de l'article 308 (anciennement article 235) dans les nombreuses matières où il a permis des avancées constructives pour la Communauté. L'article 308 octroie des pouvoirs législatifs à la Communauté dans des domaines importants pour lesquels elle ne possédait pas de compétences législatives plus précises aux termes du Traité. L'article 308 a été utilisé comme fondement pour justifier la réglementation dans certains domaines de la protection de l'environnement avant que la matière ne soit l'objet de dispositions particulières du Traité (28). Il a également trouvé application dans des domaines très divers telle la conclusion d'accords internationaux pour l'octroi d'aide alimentaire d'urgence à des pays tiers.

L'article 308 a, en outre, permis de faire progresser le droit des sociétés dans des domaines aussi variés que la comptabilité consolidée, les notes d'information d'admission en bourse et la qualification des commissaires aux comptes (29). Il fut également utilisé pour instituer les Groupements d'intérêt économique européens (30).

L'article 308 a par ailleurs permis la mise en place du Fonds européen de développement régional en 1975 (31) et sa contribution au Système monétaire européen. Bien que les

mécanismes précis du Système monétaire européen furent édictés par le Conseil européen, les pouvoirs du Fonds européen de coopération monétaire furent édictés sur le fondement (32) de l'article 235. Afin d'atteindre les objectifs de la Communauté, à savoir, à l'époque, la convergence des politiques économiques des Etats membres, le fonctionnement harmonieux du marché unique et la mise en place de l'Union économique et monétaire (33), il fut décidé que le Fonds aurait le pouvoir de recevoir des réserves monétaires des banques centrales des Etats membres et d'émettre des écus contre ces actifs.

Il ressort de ce qui précède que l'article 308 (anciennement art. 235) a été interprété d'une façon si large et si proactive qu'il est «*virtuellement impossible de trouver une activité qui ne puisse être considérée comme constituant un des objets du Traité*» (34).

IV Objections fondées sur l'inutilité de la création d'une CEMV

1. Objections quant au fond

Beaucoup ont douté de la possibilité de créer une monnaie unique européenne. Ce sont souvent les mêmes personnes qui ont adopté une position négative quant à la création d'une CEMV. Paradoxalement, les personnes opposées à une CEMV sont également celles qui défendent les avantages d'une autorité de réglementation nationale unifiée dans la mesure où, expliquent-elles, une telle autorité nationale de tutelle réduit les coûts afférents au respect de la réglementation et permet, de plus, d'éviter la confusion pour les consommateurs qui peut naître d'un système fragmenté.

Si ce raisonnement est pertinent au niveau national, il devrait a fortiori valoir au niveau européen dans le contexte d'une monnaie unique, d'un marché unique où les mouvements de capitaux sont libres et d'un marché financier mondial globalisé. Avec une CEMV, il n'y aurait qu'une seule autorité de tutelle rendant ainsi le système de responsabilité beaucoup plus clair (35).

Enfin, il y a peu d'intérêt à argumenter longuement sur ce sujet dans la mesure où toute discussion sur le bien-fondé de la création d'une CEMV ne fait que retarder l'inévitable. Si l'expérience des Etats-Unis d'Amérique peut nous servir d'exemple (voir paragraphe 2 ci-dessous), l'hostilité à une réglementation fédérale devrait disparaître au vu des conséquences du crack de 1929.

L'idée d'une modernisation de la réglementation des marchés de valeurs mobilières libellées en euros a sans cesse davantage de partisans, dont la Commission européenne elle-même. La Commission a publié récemment un plan d'action concernant le cadre applicable aux marchés financiers. Dans ce document, la Commission indique que de nombreux changements doivent être effectués dans le système actuel avant que l'Europe puisse prétendre posséder un marché de capitaux unique et homogène. La Commission souligne que la fragmentation des marchés de capitaux devrait être éliminée (36) et qu'une étude plus large concernant une refonte plus profonde de la politique poursuivie en matière de marché financier est nécessaire (37).

Même au Royaume-Uni, Tim Jones défendait récemment les avantages d'une autorité de tutelle unique. Après

avoir prouvé que des pouvoirs accrus devaient être conférés à la Commission européenne aux fins de créer un marché unique des biens, des services et des capitaux, il a indiqué qu'il était fort difficile de convaincre les mêmes personnes qui appelaient de leurs vœux la création d'un marché financier unique de dimension européenne du bien-fondé de la nécessité de créer une version européenne de la SEC (38).

2. L'exemple américain

En 1932, alors que la dépression continue à se faire ressentir aux Etats-Unis, toutes les personnes concernées réalisèrent que refuser l'idée d'une réglementation fédérale des marchés n'était possible que si on était convaincu que les différentes bourses étaient en mesure de réglementer leur marché respectif suivant des critères cohérents. Si une intervention gouvernementale avait la moindre chance d'améliorer la situation, alors il convenait que le Congrès des Etats-Unis prenne les mesures nécessaires (39).

a) Les interrogations d'ordre constitutionnel

De nombreux parallèles peuvent être faits entre le débat actuel en Europe et ceux qui eurent lieu aux Etats-Unis dans la première partie de ce siècle. Comme en Europe aujourd'hui, le concept de réglementation des marchés financiers au niveau fédéral se heurta à une grande hostilité avant les années 30, certains contestant le pouvoir constitutionnel du Congrès de légiférer en la matière (40). Néanmoins, dès 1923, le droit du Congrès de légiférer au niveau fédéral (et notamment dans le domaine des marchés de valeurs mobilières) fut reconnu sur le fondement des pouvoirs octroyés au Congrès en matière de commerce (*Commerce Power*) (41).

b) Fragmentation

Le crack de 1929 devrait nous éclairer sur les dangers qu'implique un système réglementaire fragmenté. Les problèmes rencontrés aux Etats-Unis n'étaient alors pas limités aux fraudes et à l'absence de transparence qui empêcha les différentes autorités de réglementation de se rendre compte du niveau spectaculaire et scandaleux de la spéculation de l'époque qui aurait pu alerter les autorités de l'époque du crack à venir. Le problème principal résidait dans le fait qu'économiquement et politiquement il existait entre autorités de tutelle un état de fragmentation marqué par un système de délégation inefficace et de coopération déficient. Tout le monde «coopérait» et personne n'avait une vue d'ensemble de la situation ni d'ailleurs le pouvoir d'agir rapidement lorsque la crise survint.

La responsabilité de réglementer les marchés était répartie entre différentes autorités. Personne ne prit de mesure pour essayer d'éviter le pire, soit parce que lesdites autorités ne voulaient pas assumer la responsabilité de la crise, soit parce qu'il n'y avait pas d'unanimité entre les autorités en place. L'absence d'une autorité de réglementation centrale permit à certains participants de manipuler le marché. Malheureusement, les associations professionnelles telles que l'Investment Banking Association (IBA) résistèrent contre des réglementations qu'elles jugeaient inutiles ; ces associations professionnelles désiraient que l'ensemble du système reposât uniquement sur l'application des lois pénales réprimant les fraudes et ne voulaient pas d'un système imposant une plus grande transparence (42). Elles jugeaient une réglementation totalement indésirable.

c) Les premières tentatives de réglementation des marchés

Cette réglementation, «indésirable» aux yeux de certains, n'était ni plus ni moins que l'idée de créer une autorité de tutelle fédérale unique ce qui, à l'époque, n'eut aucun écho. On peut espérer qu'un projet similaire sera plus populaire en Europe en l'an 2000 ! Il est universellement accepté aujourd'hui qu'un système de réglementation unifié aurait pu éviter le crack et la dépression qui s'ensuivit. Il convient de noter qu'avant même les grandes spéculations des années 20, les avantages d'une réglementation fédérale furent défendus par certains.

En 1922, différents Etats ayant connaissance de pratiques frauduleuses ou indélicates promulguèrent des lois régissant les marchés de capitaux (connues sous le vocable de «*blue sky laws*»). Chaque Etat intéressé créa des agences gouvernementales afin de faire appliquer la loi. Ces agences avaient pour fonctions principales d'enquêter sur différents types d'opérations et d'imposer un certain niveau de transparence avant d'autoriser la vente de valeurs mobilières sur leur territoire.

Tout ceci semble en effet bien familier dans la mesure où ces lois octroyaient à chaque agence des pouvoirs très similaires à ceux de la SEC aujourd'hui. Mais les faiblesses de la réglementation Etat par Etat se firent rapidement jour. D'une part, certains Etats décidèrent de ne pas adopter de législation. D'autres décidèrent de reprendre à leur compte la législation d'autres Etats en y apportant quelques modifications pour tenter d'améliorer ce qu'ils avaient copié. Enfin, dans d'autres Etats où le marché de valeurs mobilières était peu important, la législation resta relativement déficiente dans un domaine où le législateur avait en réalité peu d'expérience.

Comme c'est le cas à l'heure actuelle dans chacun des pays membres de l'Union européenne, la réglementation en vigueur d'un Etat à l'autre variait considérablement. Un membre du Congrès, M. Denison, dit en 1922 «*il y a bien sûr une absence lamentable d'uniformité dans ces législations*» (43). Ceci permit à certains intermédiaires aux pratiques douteuses de faire du «*forum shopping*», c'est-à-dire choisir l'Etat possédant le moins (ou peu) de réglementations (un danger qui existe en Europe à l'heure actuelle). Les Etats n'étaient pas en mesure – si tant est qu'ils l'aient voulu – de poursuivre les intermédiaires indélicats pour des actions qu'ils n'avaient pas commises à l'intérieur de leurs frontières, mais qui, en réalité, avaient un impact sur leur territoire. Cette réalité rendait la législation de chaque Etat sans grande portée pratique. Déjà à cette époque, certains commentateurs réclamaient un système de réglementation unique en indiquant que si le gouvernement fédéral ne s'occupait pas du négoce des valeurs mobilières entre Etats, les législations de ceux-ci seraient totalement inefficaces (44). Le premier quart de notre siècle connut plusieurs tentatives de création d'une organisation fondée sur le modèle de la SEC. M. Denison soumit, notamment en 1922, une proposition de loi visant l'introduction d'une réglementation fédérale pour les marchés de valeurs mobilières (45). Par la suite, quand la législation mettant en place la SEC fut débattue dans les années 30, on se remémora que l'idée d'une autorité de tutelle fédérale avait été recommandée dès 1909 par Charles E. Hughes en ce qui concerne les sociétés d'assurance (46). Le rapport préparant la création de la SEC mit en lumière le besoin d'adopter des méthodes afin d'obliger les sociétés à fournir des informations financières et d'autres exigences en vue de favoriser la transparence des marchés. Ces méthodes et ces exigences furent en

fin de compte imposées en 1934. Dans son rapport, Charles E. Hughes suggérait une économie soumise à un certain degré de planification dans le domaine monétaire, notamment afin d'éviter un flux excessif de liquidité venant du marché monétaire de New York susceptible de remettre en cause la santé des entreprises à travers le pays. M. Pujol, membre du congrès, fut l'auteur en 1913 d'un rapport qui recommandait des décisions similaires (47).

Il est indéniable que les Etats avaient reconnu au début du siècle qu'une législation fédérale s'imposait, dans la mesure où la réglementation des marchés dépassait le pouvoir d'un seul Etat (48). Constatant que le crack de 1929 avait été tout à la fois une crise économique et une crise sociale délétère, certains se lamentèrent sur le fait qu'*«il avait fallu ce cataclysme final [le crack] pour faire ce qui aurait dû être fait depuis longtemps»*.

3. Les justifications d'une réglementation fédérale

En mars 1932, la résolution n° 84 du Sénat des Etats-Unis, autorisant la Commission sur les banques et la devise à enquêter sur les pratiques des marchés de valeurs mobilières et de devises et à établir, le cas échéant, une législation appropriée, fût approuvée. Le rapport de cette Commission est un argumentaire en faveur d'une autorité de réglementation fédérale. Bien que le rapport indiquait que les Etats et les Bourses durant les périodes d'instabilité avaient adopté des mesures contraignantes et avaient tenté de réglementer le marché, ces tentatives loin de rendre inutile une action législative fédérale ne faisaient que montrer sa nécessité (49).

A ce stade les Etats-Unis n'avaient plus besoin d'arguments supplémentaires pour se convaincre de mettre en place une SEC mais le rapport de la Commission contient un résumé fort utile sur le besoin d'une autorité de tutelle fédérale (50).

L'historique de la SEC doit nous servir d'exemple et nous aider à déterminer notre conduite. En 1934, la réglementation fédérale, plus nécessaire que jamais, fut promulguée trop tard pour éviter une dépression dramatique. Dans une lettre adressée au Président de la Commission parlementaire sur les banques et la devise le 26 mars 1934, le Président Roosevelt recommanda la promulgation d'une législation fédérale sur les valeurs mobilières. Il indiquait alors : *«Le peuple de ce pays est, dans son immense majorité, totalement conscient que la spéculation non réglementée sur les valeurs mobilières et les matières premières a été un des facteurs les plus importants dans l'expansion économique artificielle et non justifiée qui*

mena à la situation terrible des années suivant 1929 [...] Je suis certain que le pays dans son ensemble ne se satisfera pas d'une législation qui ne serait pas décisive [...] Les objectifs principaux sont [...] que le gouvernement se soit octroyé les pouvoirs de supervision sur les marchés afin que le gouvernement lui-même puisse corriger les abus dans le futur (51).»

* *
*

De nombreux commentateurs ont déclaré : *«Nous ne voulons pas d'une SEC en Europe»* (52). Il est probable qu'une compréhension pertinente de la façon dont la SEC fonctionne ne devrait pas amener à une conclusion aussi hâtive. Certains se contenteraient d'une réglementation légère sans pour autant adopter une réglementation de type américain qu'ils jugent trop pesante (53). Cette opinion me semble elle-même extrême. Loin de craindre les conséquences de la mise en place d'une autorité de tutelle unique, il convient de comprendre qu'une CEMV se devrait de consulter l'industrie financière dans son ensemble pour pouvoir interpréter la législation, établir un débat sur la réglementation à venir et, en somme établir un dialogue public. Les Bourses et les autorités de tutelle nationales opéreraient toujours leur propre surveillance alors que la CEMV se concentrerait sur la politique d'ensemble et la surveillance des marchés en Europe. Il est probable que le meilleur exemple en la matière serait le modèle anglo-saxon.

Ainsi que nous l'avons montré dans cet article, il est relativement facile d'établir un parallèle entre la situation aux Etats-Unis avant 1934 et celle de l'Europe aujourd'hui. Une étude comparée des différentes réglementations s'appliquant par exemple en matière de stabilisation, de *market making* et d'opérations hors marché en France, en Allemagne et au Royaume-Uni (pour ne citer que ces trois pays) devrait pouvoir convaincre les esprits les plus sceptiques de la validité du parallèle suggéré par cet article.

Cette fragmentation réglementaire qui empêcha les autorités américaines de prévoir la crise de 1929, est au centre d'un débat sur lequel les états membres de l'Union européenne ainsi que tous les intervenants des différents marchés devraient se concentrer. Il est possible que la mise en place d'une CEMV pour la zone euro soit difficile, mais les leçons du passé devraient en montrer l'impérieuse nécessité. Mis à part les problèmes politiques et nationaux dont on peut penser qu'ils seront sérieux, la création d'une CEMV est une conséquence nécessaire de l'union monétaire et est indispensable à la préservation de la stabilité et de la crédibilité de celle-ci. ■

(1) «EMU - Business as Usual in Financial Markets : A legal analysis of the impact of EMU on financial obligations», Charles Proctor and Gilles Thieffry, Norton Rose briefing September 1996.

(2) «Regulation of the Securities Markets and the Euro», Gilles Thieffry, European Single Financial Market September 1998 p. 6-9 and «Regulation and the Euro», Gilles Thieffry, *The London Financial News* 23-29 June 1997 p. 7.

(3) Voir *International Financing Review* 3 juillet 1999, en utilisant un taux de change de 0.93 euros pour 1 US dollar.

(4) Par exemple, voir les commentaires concernant le Liffe dans le *Sunday Time* du 01.08.1999 et *The Guardian* du 15.06.1999.

(5) Par exemple, voir le *Sunday Times* du 1^{er} août 1999 concernant les rumeurs indiquant que les discussions entre la Bourse de Londres et la Deutsche Bourse avaient été formellement démenties par le Président de la Bourse de Londres ; voir aussi le *Guardian* du 16.07.1999 et l'article «One Continent: one stock market?», James Rutter, *Euromoney*, May 1998, p. 90-97.

(6) Voir «No SECs please, we're European». *The Economist*, 21 Août

1999, p. 70-71.

(7) Directive portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs n° 80-390 du 17 mars 1980 et Directive portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre public de valeurs mobilières n° 89-298 du 17 avril 1989.

(8) Directives n° 79-279 du 5 mars 1979 et n° 82-148 du 3 mars 1982.

(9) «Should there be a European Securities Commission? A Framework for Analysis», Rubin Lee, *European Business Law Review*, April 1992.

(10) European Company Law Harmonisation: a study, James Kirkbride [1994] ICCLR 280.

(11) The First Weeks in Euroland; *Karel Lannoo Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*/March 1999, 81.

(12) «Thinking the Unthinkable - The Break-up of Economic and Monetary Union». Norton Rose briefing, March 1998, Gilles Thieffry.

(13) Le rôle de la Banque centrale européenne est limité au domaine monétaire.

(14) Alain Couret dans «l'Europe boursière», *JCP Ed. Ent.* 1993 Suppl. n° 2.

(15) Howard Davies dans «Euro-Regulation» *European Financial Forum Lecture* 8 avril 1999.

(16) «From Harmonisation to Integration in the European Securities Markets», Eddy Wymeersch, *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* 3 (1981) 1-29.

(17) Avis n° 2/94 du 28 mars 1993 (Rec. 1996, p. I 1759).

(18) «The European Community cannot accede to the DCHR», Paul Beaumont, *ELR* 1 p. 235-249.

(19) Dans la mesure où l'article 95 (1) du traité instituant la Communauté européenne du charbon et de l'acier contient une référence expresse aux articles 2, 3 et 4, les objets auxquels il est fait référence doivent être exclusivement pris dans le cadre de ces articles.

(20) «The Foundations of European Community Law», *Hartley*, (1998) p. 104.

(21) L'article 2(2) du Traité semble établir une distinction entre les deux concepts.

(22) «The Limits of European Community Powers», *Dashwood*, (1996) 21 *ELRev.* 113, at 123 cité par *Hartley*, voir ci-dessus p. 105.

(23) Ce principe a été développé en droit administratif et en droit constitutionnel tant aux Etats-Unis qu'en Angleterre et est désormais reconnu au niveau international – voir Cour internationale de justice, Consultation concernant les dommages et intérêts pour dommages subis au service des Nations Unies [1949] ICJ 174, 182.

(24) La jurisprudence mentionnée relative à l'immigration de travailleurs ressortissants de pays non membres de la Communauté reflète parfaitement le raisonnement que la Cour européenne de justice adoptait en matière de compétence législative des institutions communautaires. Dans l'affaire République fédérale d'Allemagne c/Commission, la Commission prit une décision en application de l'article 118 dans le domaine de la politique migratoire. Un certain nombre d'Etats remirent en cause cette décision, sur le fondement du même article 118 (qui concerne la coopération dans le domaine social) en arguant que cet article ne précisait pas de manière expresse que la Commission avait des pouvoirs de décisions en la matière. Bien que la lecture littérale de l'article 118 abondait dans le sens des Etats, la Cour décida que ces pouvoirs pouvaient être conférés dans la mesure où toute autre lecture de l'article rendrait son application inefficace.

(25) Voir à titre d'exemple *Sunday Times v UK* (1979) EctHR Series A cité par Paul Beaumont, «The European Community cannot accede to the ECHR», *ELR* Vol 1 p. 125-149 (1975).

(26) Paul Beaumont, op. cit. p. 242.

(27) Paul Beaumont, op. cit. p. 246.

(28) Réglementations introduites par l'Acte unique européen (17 et 28 février 1986) et par le traité de Maastricht sur l'Union européenne (7 février 1992).

(29) Voir la publication DTI anglais «The Single Market : Company Law harmonisation» (Mars 1993).

(30) Règlement européen 2137/85 (*JOL* 199).

(31) Règlement européen 724/75 (*JO* 1975 L73/1) Résolution du Conseil du 5 décembre 1978, *Bulletin CE* 1978 n° 12 point 1.1.11.

(32) Règlement européen (*CEE*) n° 3181/78 du 18 décembre 1978.

(33) Op. cit. Préambule.

(34) «The Transformation of Europe», J. Weiler, (1991) 100 *Yale LJ* 2403 à 2445-6.

(35) Howard Davies, op. cit. 8 avril 1999.

(36) «Implementing the Framework for Financial Markets : Action Plan», *The European Commission* ; Mai 1999 p. 1.

(37) Op. cit. p. 14.

(38) Cette opinion est partagée par Jeremy Jennings de Arthur Anderson et président de la chambre de commerce Britannique en Belgique). Il a notamment indiqué : «*European Union Tax Harmonisation can be exaggerated by the tabloids but with the single currency we will get a single stock exchange [...]. there will be an umbrella of common rules and procedures, which might give rise to a European equivalent of the Securities and Exchange Commission. This is a good thing. Financial regulation and auditing are becoming global. It is not appropriate for the US to dominate such important issues*» (La presse exagère sans doute l'harmonisation fiscale européenne mais avec une monnaie unique, nous disposerons d'une bourse unique [...] un ensemble de règles et de procédures communes à instituer pourrait donner naissance à l'équivalent européen de la «Securities and Exchange Commission». C'est une bonne chose. La réglementation et le contrôle financier sont sur le point de se globaliser. Il n'est pas opportun que les Etats-Unis aient une position dominante sur des questions si importantes).

(39) «The Federal Regulation of Stock Exchanges», John Hanna, *Southern California Law Review* Volume V 1931-32.

(40) Au début des années 20, une série de décisions concernant la législation fédérale en diverses matières telles que le pouvoir de taxation ou le

travail des enfants (par exemple dans l'affaire Bailey 259 US 20 42 up Ct 449, il a été indiqué qu'une législation fédérale dont le seul but était de prendre des décisions qu'un Etat pouvait prendre était anticonstitutionnelle). Le Future Trading Act de 1923 fut déclaré anticonstitutionnel dans la décision Hill c. Wallace 259 US 44 42 Sup Ct 453.

(41) En 1923, le Future Trading Act fut à nouveau promulgué sous le nom de Grain Futures Act. En réalité, les deux législations étaient similaires excepté que la seconde rédaction du texte se fondait sur les pouvoirs octroyés par la Constitution au Congrès en matière de commerce plutôt que sur son pouvoir en matière de taxation. La jurisprudence de la Cour suprême confirma ce pouvoir dans la décision Chicago c/Olsen 262 US 1,37, 43 Sup Ct 470.

(42) «Early Regulatory Actions by the SEC, An Institutional Theory Perspective on the Dramaturgy of Political Exchanges», Bealing, Dirmith and Fogarty, *Account Organisations and Society*, Vol 21,n° 4 p. 317-338 (1996).

(43) Statement of Hon. Edward E. Denison, Representative of Congress from the State of Illinois, Subcommittee of the Committee on Interstate Commerce, Wednesday December 6, 1922, at p. 2.

(44) Op. cit. p. 3.

(45) La proposition était fondée sur l'idée que seul le gouvernement fédéral pouvait aisément régler ce commerce et qu'un gouvernement fédéral se devait de coopérer avec les différents Etats. Bien que le projet de loi fut approuvé par la Commission exécutive du National Association of State Securities Commissioners, l'Investment Bankers' Association refusa d'accepter ces critères trop restrictifs. Ce projet de loi fut abandonné.

(46) Congressional Records, House 1934 p. 7927.

(47) Congressional Records, op. cit. p. 7927.

(48) Congressional Records, op. cit. p. 7927.

(49) Senate Report n° 792 of 73 D Congress 2d Session on the Federal Securities Exchange Act of 1934. Senator Fletcher, p. 4.

(50) The contention of stock exchange authorities that internal regulation obviates the need for governmental control seems unsound for several reasons. In the first place, however zealously exchange authorities may supervise the business conduct of their members, the interests with which they are connected frequently conflict with the public interest. Secondly, the securities exchanges have broadened the scope of their activities to the point where they are no longer isolated institutions, but have become an important element in the credit structure of the country that regulation, to be effective, must be integrated with the protection of our entire financial system and the national economy. Thirdly, the control exercised by stock exchange authorities is admittedly limited to their own members, and they are unable to cope with those practices of their non-members which they deplore but cannot prevent. Fourthly, the attitude of exchange authorities toward the nature and scope of the regulation required appears to be sharply at variance with the modern conception of the extent to which the public welfare must be guarded in financial matters. Their adherence to the view that manipulation, pool activities, and the creation of illusory «price mirages» are proper and legitimate, except where certain technical violations of their rules are involved, is inconsistent with the type of regulation the public interest demands. Federal Securities Act of 1934 : Fletcher Report from Committee of Banking and Currency April 17 1934, 73D Congress 2D session p2 (La contestation des autorités boursières selon laquelle une réglementation interne rendrait inutile un contrôle gouvernemental semble spécieuse pour plusieurs raisons. Tout d'abord, quelque soit le zèle avec lequel les autorités boursières contrôlent la conduite des opérateurs sur le marché, leurs intérêts entrent naturellement en conflit avec l'intérêt public. Ensuite, les autorités boursières ont beaucoup étendu le champ de leurs activités et celles-ci ne constituent plus désormais une institution isolée mais sont devenues un élément important de la structure financière du pays, à un point tel que la réglementation, pour être efficace, doit être intégré à la protection de l'ensemble de notre système financier et de l'économie nationale. De plus, le contrôle exercé par les autorités boursières se limite à leur propres membres et elles ne peuvent affronter les pratiques de ceux qui ne sont pas membres, elles peuvent les déplorer sans toutefois les empêcher. Enfin, ce que les autorités boursières estiment devoir être la nature et la portée de la réglementation semble en totale contradiction avec la conception moderne du degré nécessaire de protection de l'intérêt public dans le domaine financier. Leur adhésion à l'idée selon laquelle les ententes et la création de «prix illusoire» est incompatible avec le type de règlement nécessaire à la protection de l'intérêt public).

(51) Traduit par l'auteur, op. cit. p. 2.

(52) «The SEC : An Examination of its Structure, Powers and Procedures», Rowan Bosworth Davies 20 August 1993.

(53) Citation de Alistair Darling telle que citée par M. Davies, op. cit. p. 32 en 1992 dans une interview du magazine Money Management du 10 décembre p. 25.