

Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

II - Actualité législative et réglementaire

Fesco. Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières et Comité européen des valeurs mobilières.

Décision de la Commission européenne du 6 juin 2001, JOCE du 13 juillet 2001, L. 191/43 et suiv.

Fesco est mort, vive le CERVM ! L'apostrophe lancée a sans doute moins de panache que la transmission des pouvoirs entre deux règnes lors du décès d'un roi de France, mais c'est bien une telle dévolution qui s'est opérée à la suite de la décision de la Commission européenne du 6 juin 2001. Pour en saisir les conséquences, il convient de rappeler en premier lieu les missions et le mode de fonctionnement du Fesco.

- Créé à la suite de la Charte du 7 décembre 1997 sur une base informelle entre toutes les Commissions européennes de valeurs mobilières, le Fesco constituait le premier réseau paneuropéen de régulateur. Il s'agissait d'un groupe technique tourné vers des sujets opérationnels liés au fonctionnement du marché unifié des services financiers et aux difficultés qu'il suscite. L'objectif premier du Fesco consistait à renforcer la coopération entre autorités de contrôles nationales dans le cadre de la mise en œuvre du système communautaire de reconnaissance mutuelle. Des positions communes étaient élaborées au sein du Fesco par les régulateurs qui assuraient leur transposition dans leurs droits nationaux. Le Fesco était né du constat de carence des organes communautaires pour accompagner réglementairement le développement des marchés financiers et leur intégration au sein du marché unique. Le Fesco n'était donc pas un organe communautaire. La Commission y siégeait d'ailleurs uniquement en tant qu'observateur. Les «règles» qu'il élaborait n'avaient pas

de force juridique contraignante et devaient être reprises dans l'ordre juridique communautaire ou directement transposées en droit interne. Ses réalisations en trois années d'existence n'en sont pas moins très importantes et le Fesco apparaissait comme le principal instrument opérationnel de l'amélioration du système de régulation européen. Dans cette perspective, le Fesco faisait office de substitut à la mise en place d'une procédure dite de «comitologie»¹ et constituait le vecteur d'une nouvelle forme de *soft law*.

- Consciente de ses propres faiblesses en la matière, la Commission a mis en place en 1999 un plan d'action sur les services financiers énumérant un certain nombre d'actions requises pour achever le marché unique des services financiers et soulignant la nécessité de créer un comité des valeurs mobilières chargé de contribuer à l'élaboration de la législation communautaire dans le domaine des valeurs mobilières². Lors de sa réunion à Lisbonne en mars 2000, le Conseil européen a demandé la mise en œuvre de ce plan d'action d'ici à 2005. La présidence et la Commission ont ainsi créé en juillet 2000 un «Comité des sages», présidé par M. Lamfalussy, afin d'analyser la régulation des marchés boursiers européens. Le Comité Lamfalussy a rendu son rapport sur la modernisation de la régulation européenne des marchés de valeurs mobilières au début du mois de février 2001³. En premier lieu, le rapport s'attache à analyser les insuffisances du cadre réglementaire européen existant ; ainsi, 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 cadre décisionnel en place 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. De plus, sous la pression des États membres, soucieux de «subsidiarité», la Commission a eu tendance à proposer des directives plutôt que des règlements, ce qui 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. Globalement, le système en place présentait un certain nombre de lacunes majeures : 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) ; 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) ; 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) ; ne fait pas de distinction entre des principes cadres essentiels et durables et les mesures d'exécution pratiques, appelées à être appliquées au quotidien, ce qui conduit à des directives trop détaillées et qui ne peuvent être adaptées rapidement.

- Le rapport préconisait l'adoption d'un système à quatre niveaux. Le premier niveau est réservé à la définition des principes fondamentaux, des «principes essentiels» de la régulation européenne⁴. A ce stade, les instruments classiques du droit communautaire dérivé sont utilisés selon les procédures habituelles : proposition de directive ou de règlement par la Commission, approbation par le Parlement et adoption par le Conseil Ecofin. Des principes cadres ainsi que la nature et la portée des mesures exécutoires à déléguer sont adoptés à ce stade. Le niveau deux prévoit le travail en réseau des régulateurs nationaux, de la Commission et de deux nouveaux Comités européens : le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) doté d'une fonction réglementaire et le Comité des régulateurs européens des marchés des valeurs mobilières (CERVM) doté d'une fonction de conseil. 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. Le niveau trois a pour objet l'élaboration par le CERVM des recommandations interprétatives communes, des lignes directrices cohérentes et des standards communs ainsi que l'organisation des évaluations réciproques et la comparaison des pratiques réglementaires en vue d'assurer une mise en œuvre et une application cohérente des règles. Enfin, au niveau quatre, la Commission s'assure

que les États membres sont en conformité avec la législation européenne. Le rapport du Comité des Sages consacre la procédure de «comitologie» évoquée par la Commission dans son plan d'action. Il consacre également l'utilité et l'efficacité du Fesco en prévoyant la mise en place d'un comité similaire mais bénéficiant d'un statut et d'un rôle mieux définis. Le rapport dresse un constat sévère, insistant largement sur les carences du système actuel et la nécessité d'agir au plus vite pour y remédier. Il ne préconise pas pour autant l'adoption de mesures véritablement radicales telles que la mise en place d'une autorité de régulation communautaire, véritable sujet sous-jacent à toutes ces discussions⁵. La philosophie du rapport respecte l'organisation actuel en réseau qui permet l'exercice d'un contrôle permanent au plus près des marchés.

- La nouvelle architecture institutionnelle distingue ainsi deux Comités : le CEVM et le CERVM. Le CEVM fait fonction d'organe de consultation et de réflexion au niveau des représentants de États membres (9^e considérant de la décision du 6 juin) ; ainsi, il est 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 assiste 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 remplace l'actuel Comité des autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières). Enfin, il conseille la Commission sur les mandats confiés au CERVM, au niveau 2. Le CERVM, pour sa part, fait fonction d'organe indépendant de réflexion et de débat en conseillant la Commission dans le domaine des valeurs mobilières (8^e considérant de la décision du 6 juin 2001) ; il doit en outre contribuer à une mise en œuvre cohérente et en temps voulu des règles communautaires dans les États membres (9^e considérant). Ainsi, le CERVM assiste au niveau 2 la Commission en qualité de comité consultatif ; au niveau 3, il agit de manière totalement autonome, en tant que Comité des régulateurs nationaux, pour assurer une application plus cohérente du droit communautaire.

- La nouvelle méthode de travail entre la Commission et les deux Comités peut être présentée de la manière suivante : sans préjudice de son droit d'initiative, la Commission, après avoir consulté le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) et à la lumière des résultats de la procédure de codécision du niveau 1, invite le comité européen 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. Le CERVM, après une consultation approfondie et ouverte des marchés et des utilisateurs finaux organisée suivant une procédure prescrite et le calendrier fixé, transmet son avis technique à la Commission en temps voulu. La Commission, sans préjudice du droit d'initiative que lui confère le traité, examine cet avis. La Commission transmet alors au Comité des valeurs mobilières une proposition qui tient compte des travaux du CERVM. Elle veille également à ce que le Parlement européen soit pleinement informé de toute proposition en cours d'élaboration – elle lui transmet les ordres du jour et les documents nécessaires, tant au stade préliminaire qu'au stade final, conformément à

l'accord inter-institutionnel. Le Comité des valeurs mobilières se prononce 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 vient à approuver à la majorité qualifiée la proposition de la Commission, cette dernière peut décider de promulguer la mesure législative. Compte tenu de la nouveauté apportée par ce système de décision, la Commission se donne jusqu'à 2004 pour analyser son efficacité.

• C'est dans ce cadre institutionnel que se situe l'accord relatif à la Charte du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières. Celle-ci prévoit les modalités suivantes :

- chaque Etat membre désigne un représentant de « haut rang » issu des autorités compétentes dans le domaine des marchés de valeurs mobilières (c'est-à-dire vraisemblablement au niveau des présidents ou directeurs généraux) pour participer aux réunions du Comité. Celui-ci est présidé par l'un de ses membres, élu pour deux ans, et assisté d'un vice-président. Doté de moyens tant humains que matériels, ceux-ci seront dirigés par un secrétaire général placé sous la responsabilité du président. Pour une meilleure efficacité des travaux, le Comité entretient des relations opérationnelles étroites avec la Commission européenne : ainsi, un représentant de la Commission participe à tous les débats, sauf lorsque le Comité délibère sur des affaires individuelles. De même, le président du CERVM participe aux réunions du CEVM en qualité d'observateur. Le Comité établit chaque année un rapport au Parlement européen, au Conseil et à la Commission européenne ;

- le Comité se réunit au moins quatre fois par an et constitue des groupes permanents et/ou d'experts. Il doit travailler de manière ouverte et transparente⁶. Il est ainsi prévu que le Comité mettra en œuvre tous les moyens appropriés pour consulter (tant a priori qu'a posteriori) les acteurs du marché, notamment par des rapports problématiques, documents consultatifs, auditions publiques, tables rondes, consultations écrites, diffusion écrite et résumée des commentaires reçus, consultations ciblées nationales et/ou européennes. Enfin, le Comité peut mettre en place des groupes de travail consultatif.

L'ambition de cette nouvelle charte est à la hauteur des défis à relever. 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. Puisse l'ensemble des acteurs des marchés financiers favoriser l'émergence d'une régulation efficace pour le bon développement de ces derniers.

¹ La Comitologie est le mode de régulation qui consiste à ce que la Commission délègue à des Comités ad hoc la mise œuvre de décision communautaires. Une première décision en ce sens avait déjà été adoptée en 1987 ; la nouvelle décision de comitologie a été adoptée le 28 juin 1999 en exécution à la déclaration adoptée à la suite de la conférence inter-gouvernementale de 1996 ; cette décision est entrée en vigueur le 18 juin 1999 : « La comitologie : l'exercice de la fonction exécutive dans la Communauté européenne », in From Luxembourg to Maastricht, Institutional Change in the European Community after the Single European Act, Europa Union Verlag, 1992, p. 89 et s.

² COM (1999), 232 final, du 11 mai 1999 : www.europa.eu.int. Rubrique « marché intérieur/services financiers ».

³ Rapport final du comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 15 février 2001 : www.europa.eu.int. Rubrique « marché intérieur/services financiers » (le rapport intégral figure dans la section « affaires générales »).

⁴ 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. Quel sens donner à « essentiel » (et, implicitement, à « non essentiel ») ? Cela n'a jamais été précisé. Néanmoins, l'accord inter-institutionnel 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 ».

⁵ Voir notamment la position de Karl Lannoo du Centre for European Policy Studies : www.ceps.be

⁶ Il est ainsi prévu une implication des participants du 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, dans le cadre d'un processus ouvert, recourant notamment à l'internet, tout en prenant en compte l'opinion des utilisateurs finaux. S'il convient d'appuyer toute forme de transparence, l'expérience fait toutefois craindre que la place donnée systématiquement aux professionnels et utilisateurs finaux soit l'occasion d'un lobbying plus fort des groupes de pression.