

PREMIER RAPPORT

DU

COMITÉ DES SAGES

SUR

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

Bruxelles, 9 novembre 2000

LE COMITÉ DES SAGES

Président : Alexandre LAMFALUSSY

Cornelius HERKSTRÖTER

Luis Angel ROJO

Bengt RYDEN

Luigi SPAVENTA

Norbert WALTER

Nigel WICKS

Rapporteur : David WRIGHT

Secrétariat : Pierre DELSAUX

TABLE DES MATIÈRES

Page

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

PRÉAMBULE

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

Premier rapport

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

Les 3 principaux éléments du mandat

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

Le rapport est centré sur les marchés européens des valeurs mobilières

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

Remerciements

Le comité souhaiterait que s'ouvre un large débat sur ses premières conclusions au cours de la courte période précédant la publication de son rapport final à la mi-février 2001, avant le Conseil européen de Stockholm des 23 et 24 mars. Les commentaires éventuels peuvent être envoyés au comité à l'adresse électronique suivante: pierre.delsaux@cec.eu.int ou par fax au n° 00.32.2.2955606

Un large débat sur les conclusions du premier rapport est encouragé

INTRODUCTION

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

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

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

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

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

Un processus de régulation efficace est crucial

Le comité est conscient du parallèle historique entre les réformes nécessaires aujourd'hui au niveau européen pour créer un marché des capitaux et des services financiers entièrement intégré et celles qui ont permis la construction du marché intérieur "1992". Le parallélisme entre le programme de la Commission européenne de 1992 et le Plan d'action pour les services

Le parallèle entre les réformes nécessaires pour créer un marché financier européen

financiers est manifeste. L'objectif commun est de créer un espace économique unique. Les deux cas requiert une régulation efficace selon un calendrier précis au niveau européen. C'est une condition *sine qua non* pour assurer un meilleur fonctionnement des marchés européens et la réalisation d'un niveau élevé d'intégration. À cet égard, il est essentiel de veiller à ce que la législation européenne adoptée soit convenablement appliquée et respectée.

intégré et celles qui ont permis la réalisation du marché intérieur "1992" est manifeste.

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

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

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

Le champ d'application du premier rapport

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

Le temps presse pour retirer les profits escomptés

CHAPITRE I – AVANTAGES DE L'INTÉGRATION FINANCIÈRE EUROPÉENNE

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

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

I. Optimisation de l'affectation des capitaux dans l'économie européenne:

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

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

II. Une intermédiation plus efficace entre l'épargne européenne et les investissements:

- une intensification de la concurrence entre marchés financiers et entre intermédiaires;
- des économies d'échelle d'envergure et une réduction des inefficacités;
- un renforcement de la cohésion économique.

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

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

(i) Avantages pour les citoyens européens

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

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

Des fonds de placement européens de plus grande taille

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

Des performances améliorées

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

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

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

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

En raison des tendances démographiques en Europe, les régimes privés de retraite par capitalisation sont appelés à gagner considérablement en importance. Les avantages exposés ci-dessus seront donc décisifs. En outre, le fonctionnement efficace des marchés des capitaux européens devrait entraîner une amélioration de la performance macroéconomique

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

globale, avec une croissance plus dynamique avec des effets positifs sur la création d'emplois et la productivité.

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

Certaines conditions doivent être remplies

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

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

Il est essentiel de renforcer la confiance du public

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

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

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

Au cours des délibérations du comité, des opinions divergentes ont été émises quant à l'impact de l'intégration des marchés financiers européens

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

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

Les opinions divergent

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

(iii) Avantages pour les grandes sociétés

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

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

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

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

(iv) Stimuler la concurrence et l'innovation

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

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

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

Des économies importantes sont réalisables en matière de compensation et de règlement

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

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

(v) **Ampleur des avantages attendus**

Il n'est pas facile d'estimer le montant net de ces avantages, mais il est potentiellement élevé. L'examen récent de données transfrontalières montre qu'il existe une corrélation étroite entre la taille et la croissance des marchés financiers, d'une part, et la croissance de la production,

d'autre part. En outre, il apparaît que cette croissance est essentiellement le produit, non pas d'une accumulation plus rapide de capitaux, mais d'une augmentation de la productivité, comme l'ont montré des travaux universitaires récents (cf. annexe 4).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

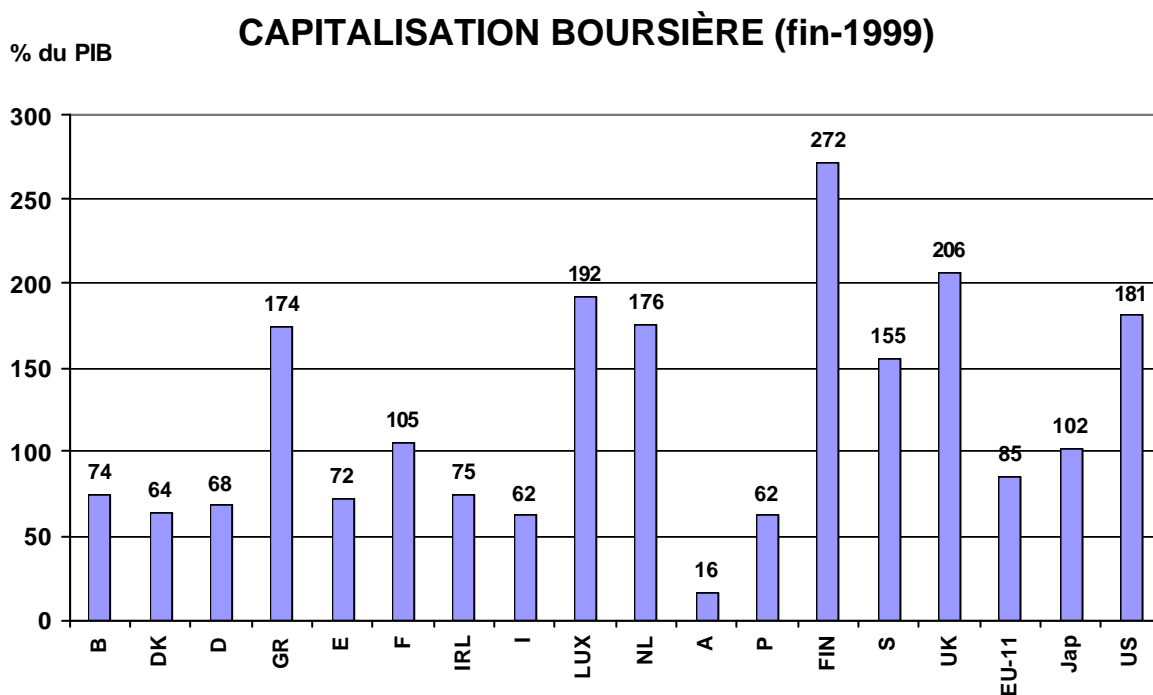
CHIFFRES POUR EUR-15

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

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

Source: Bulletin mensuel de la BCE, juillet 2000

Figure



1

Source: BRI, FIBV (2000).

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

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

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

Les investisseurs institutionnels s'orientent-ils davantage vers les marchés des actions

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

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

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

Malgré cette interconnexion croissante, les marchés primaires et secondaires de l'UE conservent un caractère national marqué. Cette situation résulte en

partie de l'inertie des comportements d'investissement. Elle s'explique aussi par le fait que l'émission, la négociation et les règlements transfrontaliers se heurtent encore à nombre d'obstacles juridiques et techniques.

Mais un caractère national marqué subsiste

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

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

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

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

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

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

Des changements importants sont en cours dans les bourses européennes

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

Le rythme des fusions et des alliances s'accélère

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

Bon nombre de bourses européennes sont à la frontière technologique

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

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

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

La tendance gagne les marchés des titres à revenu fixe et des instruments dérivés

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

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

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

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

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

Intégration horizontale ou verticale?

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

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

Un "service collectif" contribuant à réduire les coûts (et le risque systémique)?

Cinquième tendance: une volatilité accrue des cours des actifs financiers

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

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

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

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

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

Résumé

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

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

LE CADRE REGLEMENTAIRE COMMUNAUTAIRE...

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

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

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

... N'EST PAS SUFFISANT

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

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

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

- **le passeport européen** n'est pas encore une réalité pour eux. Les entreprises souhaitant lever des capitaux dans d'autres États membres que le leur doivent se conformer à des exigences différentes ou supplémentaires de celles de leur pays d'origine pour obtenir l'aval des autorités de réglementation de l'État d'accueil. Il n'existe même pas de définition commune de la notion d'offre au public de valeurs mobilières, avec pour résultat qu'une même opération est considérée comme un placement privé dans certains États membres, mais pas dans d'autres. Le système actuel dissuade les entreprises de lever des capitaux à l'échelle européenne. Il les empêche donc d'avoir accès en pratique à un marché financier vaste, liquide et intégré;

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

- **les règles concernant la diffusion des informations influant sur les cours et des informations requises concernant les marchés et les entreprises** varient considérablement d'un État membre à l'autre. **Les règles comptables ne sont toujours pas harmonisées.** Les informations les plus complètes sur les sociétés européennes se trouvent souvent aux États-Unis plutôt qu'en Europe;

Les règles de diffusion et autres exigences en matière d'information varient considérablement d'un État à l'autre

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

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

De multiples réglementations coexistent encore pour les investisseurs...

Des réglementations différentes protègent le consommateur

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

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

- il n'existe pas de **passeport unique pour les marchés organisés et les systèmes de négociation** (ceux-ci n'ont pas le droit de fournir directement des services de manière transfrontalière);
- **les marchés de gré à gré (OTC)** échappent pour l'essentiel au champ

Pas de passeport unique pour les marchés organisés

d'application des directives communautaires - de sorte que, par exemple, certaines opérations de gré à gré doivent être déclarées dans certains États et pas dans d'autres;

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

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

Les entreprises d'investissement sont soumises à des obligations différentes D'un Etat membre à l'autre

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

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

UNE PREMIERE INITIATIVE: LA CREATION DU FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS (FESCO)

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

Le FESCO contribue à l'élaboration de standards

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

Et des protocoles d'accord sont échangés

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

Mais le FESCO présente certaines faiblesses

UNE DEUXIEME INITIATIVE: LE PLAN D'ACTION POUR LES SERVICES FINANCIERS DE LA COMMISSION EUROPEENNE ("PASF")

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

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

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

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

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

LA PRINCIPALE DIFFICULTÉ: LE FONCTIONNEMENT DU CADRE INSTITUTIONNEL

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

Cependant, le système de réglementation ne fonctionne pas assez efficacement

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

- **la procédure d'adoption des textes est souvent trop lente.** Même en l'absence de tout problème politique, il faut trois ans en moyenne pour faire adopter un règlement ou une directive. Ce délai est inacceptable si les textes en question sont censés apporter une réponse appropriée aux mutations d'un monde en plein mouvement. Par exemple, les propositions sur les OPCVM n'ont pas encore été adoptées plus de deux ans après leur dépôt par la Commission. Dans le pire des cas, le délai peut être beaucoup plus long: plus de onze ans pour la directive sur les

Le processus communautaire est trop lent

offres publiques d'acquisition, qui n'a toujours pas été adoptée. Cependant, certains exemples (en dehors du domaine des services financiers) montrent toutefois qu'une proposition peut être adoptée et mise en œuvre rapidement au niveau européen (dans quelques cas extrêmes, l'adoption est intervenue en moins de huit mois), lorsque la volonté politique existe;

- la recherche du consensus politique mène parfois à l'adoption **de textes ambigus** ou offrant un degré d'harmonisation tellement réduit qu'ils n'aboutissent à aucune intégration réelle, comme l'article 11 de la directive sur les services d'investissement. Celui-ci n'indique pas assez clairement quelles règles de conduite doivent s'appliquer sur les marchés de gros. Les mêmes dispositions sont souvent interprétées et appliquées de manière très variable par les différents États membres. À défaut de sécurité juridique, aucun mécanisme efficace ne garantit une mise en œuvre uniforme;

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

Les procédures d'infraction visant des États membres ont été rares
- **certains sujets importants ne sont toujours pas correctement réglementés au niveau communautaire** (par exemple: les fonds de pension, les normes comptables internationales, le statut de la société européenne...), alors que dans d'autres domaines des textes clairement obsolètes sont laissés inchangés. Ainsi, plus de vingt ans se sont écoulés depuis l'adoption des textes concernant les prospectus d'émission et d'admission à la cote. Cela s'explique en partie par le caractère politiquement très sensible de certaines questions;

Certains domaines sensibles ne sont pas du tout réglementés
- il n'existe **aucun mécanisme permettant l'adaptation rapide des directives communautaires** aux évolutions du marché;

Pas de mécanisme d'actualisation rapide des règles
- **les obligations de coopération ainsi que les procédures de notification et d'échange d'informations actuellement en vigueur sont insuffisantes** et n'assurent pas assez de prévisibilité dans la mise en œuvre (un facteur essentiel pour tous les acteurs du secteur financier).

Les obligations en matière de coopération ne suffisent pas

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

- une lenteur excessive;
- une rigidité excessive;
- une ambiguïté excessive, source d'une mise en œuvre hétérogène;

Conclusions sur le système de réglementation actuel

- une tendance excessive à régler les détails dans la législation de base.

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

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

AUTRES OBSTACLES IMPORTANTS

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

Mais il subsiste une série d'autres obstacles importants

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

Comme les différences entre les systèmes juridiques nationaux

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

Diversité des régimes fiscaux

Les barrières culturelles jouent aussi un rôle

CHAPITRE IV - CONCLUSIONS PRÉLIMINAIRES

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

Le premier rapport montre que des réformes s'imposent

AVANTAGES ÉCONOMIQUES

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

Avantages économiques

ASPECTS COMMERCIAUX

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

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

VOLATILITÉ DES MARCHÉS

Dans un contexte où la volatilité des marchés risque d'augmenter, les autorités de réglementation devraient veiller davantage à ce que les intermédiaires et autres prestataires de produits financiers fournissent aux investisseurs, et notamment aux petits investisseurs, des informations fiables et claires qui sont

indispensables pour permettre à ces derniers de prendre leurs décisions en connaissance des risques encourus.

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

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

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

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

La mise en œuvre du PASF est essentielle

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

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

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

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

Les priorités du comité

RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE

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

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

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

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

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

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

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

Conditions juridiques et institutionnelles de base à respecter

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

Une solution envisageable

UNE SOLUTION ENVISAGEABLE

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

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

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

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

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

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

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

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

Niveau 3: Amélioration et renforcement de la transposition et de la mise en œuvre

Niveau 4: Application renforcée du droit communautaire

Le succès global de cette approche régulatrice à 4 niveaux sera tributaire de la volonté politique des États membres, du Parlement européen et de la Commission pour la mettre en œuvre. En cas d'adoption, le comité estime que tout devrait être fait pour qu'elle puisse être appliquée au plus tard à

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

la fin 2001. Tout aussi essentielle sera la volonté des autorités nationales de régulation de coopérer étroitement entre elles pour aider à produire le cadre législatif européen nécessaire à la création d'un marché intégré.

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

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

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

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

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

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

Réexamen complet aux alentours de 2004

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

Scénarios pour l'avenir

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

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

LE RÔLE DU SECTEUR PRIVÉ

La législation et la réglementation fournissent le cadre dans lequel le secteur privé opère. Dans ce contexte, le secteur privé a un rôle important à jouer pour contribuer à créer le marché unique. Il peut notamment contribuer à réduire

l'inefficacité des marchés financiers européens, par exemple en diminuant le coût excessif des transactions sur valeurs mobilières dans l'Union, et plus particulièrement les frais de compensation et de règlement/livraison. Les progrès en la matière devraient faire l'objet d'une évaluation.

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

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

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

METTRE LE CHANGEMENT EN ŒUVRE

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

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

DOMAINES APPELANT UNE RÉFLEXION PLUS POUSSÉE

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

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

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

Concurrence

Le comité estime qu'un renforcement de la concurrence entre les marchés des valeurs mobilières de l'Union facilitera le processus d'intégration. Les objectifs essentiels de politique publique qui doivent être poursuivis sont un accès libre et non discriminatoire aux marchés et aux systèmes de compensation et de

Importance essentielle d'une politique de concurrence dynamique

règlement/livraison. Parallèlement, les autorités en charge de la concurrence devraient veiller attentivement aux effets potentiellement préjudiciables des concentrations survenant sur les marchés financiers européens à mesure que l'intégration s'accélère. Le comité souhaite approfondir sa réflexion sur cette question.

Compensation et règlement/livraison

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

Compensation et règlement/livraison - de gros progrès sont nécessaires... ainsi qu'une réflexion approfondie

TRAVAUX FUTURS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

européenne.

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

Dans cette perspective, il reviendra au comité:

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

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

2. d'évaluer la capacité du dispositif de régulation des marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne à répondre aux évolutions en cours sur ces marchés, y compris la création de marchés résultant soit de l'alliance de bourses européennes (et non européennes), soit d'innovations technologiques (ATS), tout en garantissant un fonctionnement efficace et dynamique des marchés dans l'ensemble de l'Union européenne pour créer des conditions de concurrence équitables.
3. afin d'éliminer les obstacles, de proposer en conséquence des scénarios pour adapter les pratiques actuelles afin d'assurer une plus grande convergence et une meilleure coopération dans la mise en œuvre quotidienne et prendre en compte de nouveaux développements des marchés.

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

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

Le Conseil a nommé membres du comité les personnalités suivantes:

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

ANNEXE 2 – MÉTHODES DE TRAVAIL DU COMITÉ DES SAGES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ANNEXE 3 – RÉSUMÉ DES RÉPONSES AU QUESTIONNAIRE EN LIGNE DU COMITÉ DES SAGES

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

69 réponses

PRINCIPAUX OBSTACLES À L'ACHÈVEMENT D'UN MARCHÉ UNIQUE DES SERVICES FINANCIERS

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

Principaux obstacles dans un marché intégré

...

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

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

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

Transposition et mise en œuvre – ¾ des réponses les jugent insuffisantes.

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

Les raisons de ces insuffisances

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

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

Principaux obstacles à l'unification des marchés...

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

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

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

Soutien à l'autoréglementation et aux accords de marché

Evaluation des dispositifs de coopération existants

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

Insuffisance de la coopération européenne entre autorités nationales de surveillance

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Prospective sur les développements structurels

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

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

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

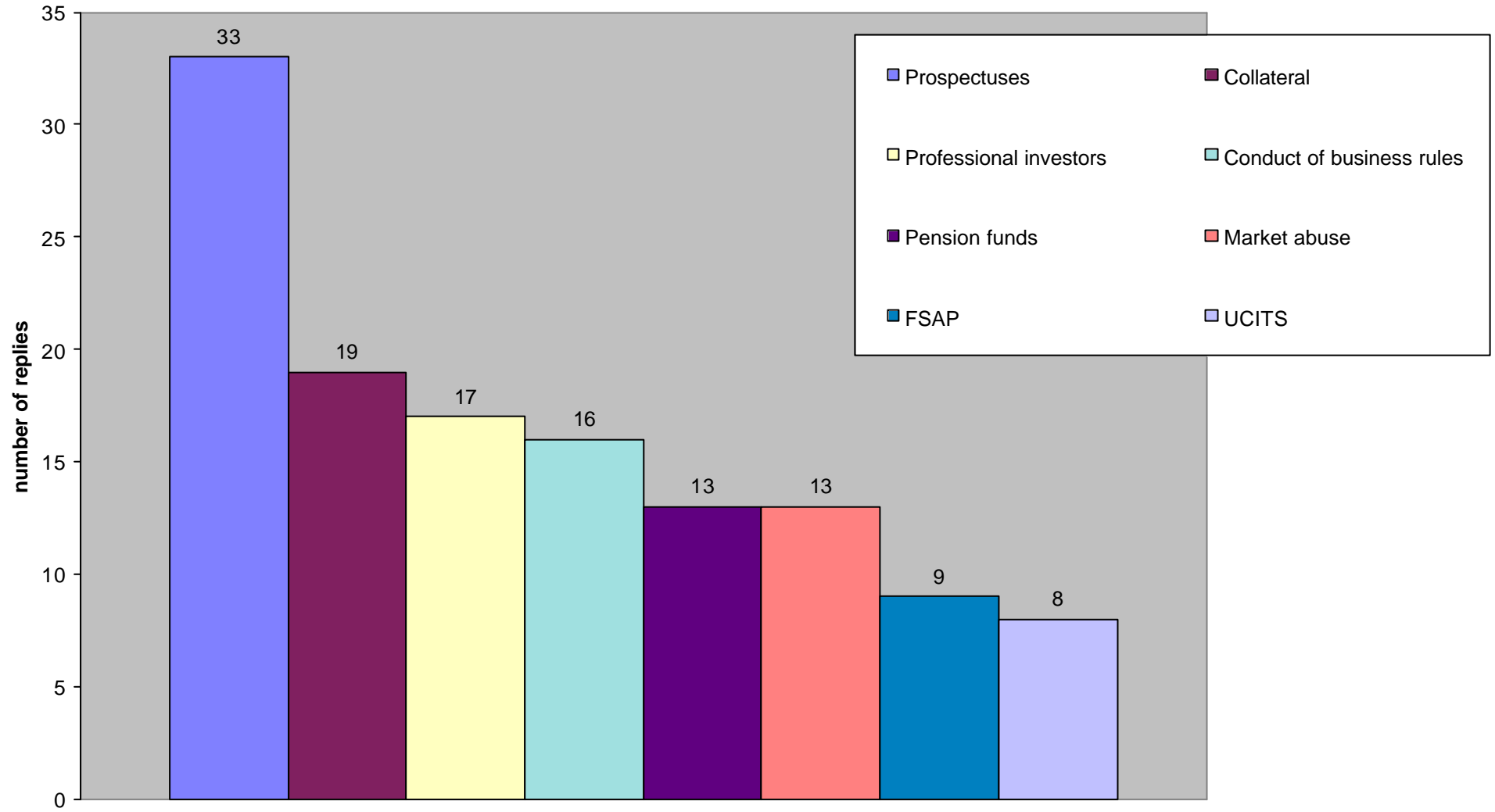
mobilières de définir le droit dérivé dans les détails, ce comité disposant de pouvoirs de comitologie suffisants pour réviser et actualiser la législation européenne. La grande majorité des réponses livrent un bilan satisfaisant du travail accompli par le FESCO. Néanmoins, elles insistent pour que son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

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

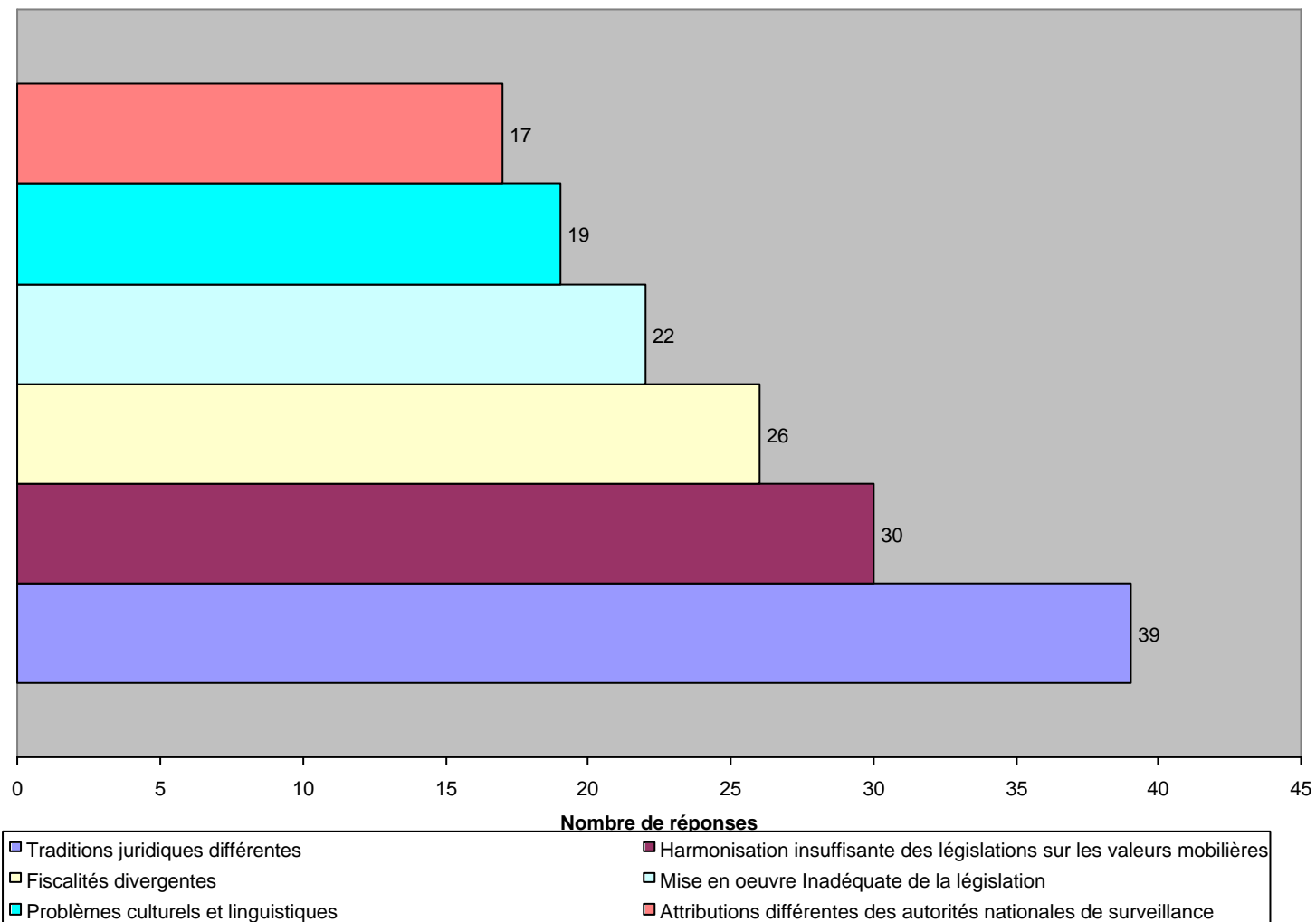
Pour ce qui est de la surveillance prudentielle, une étroite collaboration entre autorités nationales apparaît également nécessaire. Une plus grande convergence de leurs pouvoirs, obligations et compétences contribuerait à la réalisation de cet objectif. La création d'une autorité de contrôle européenne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

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

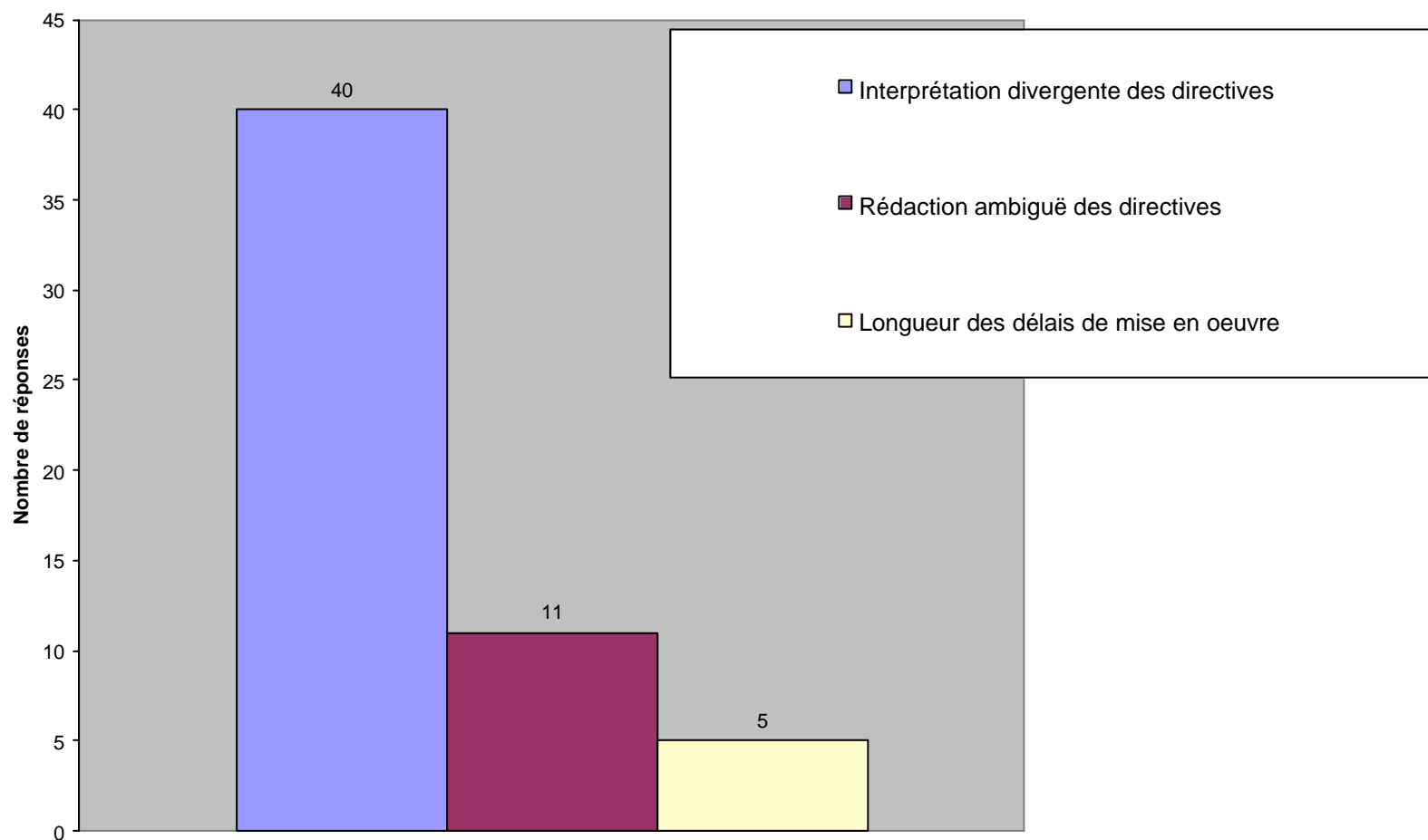
KEY ISSUES



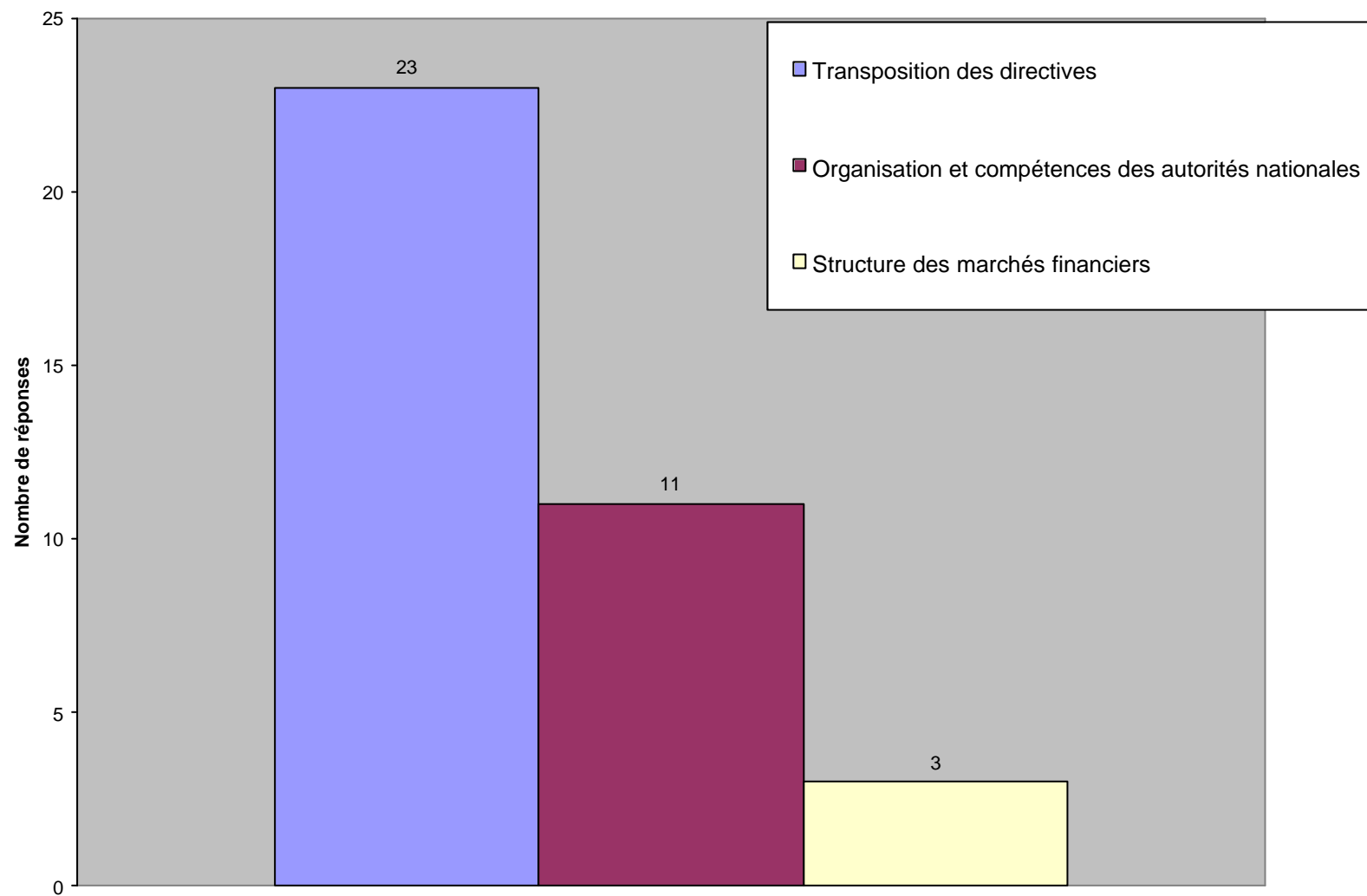
Principaux obstacles à l'intégration des marchés européens des valeurs mobilières



Raisons expliquant la mise en oeuvre inconséquente de la législation



Principales préoccupations



ANNEXE 4 – TRAVAUX UNIVERSITAIRES RÉCENTS SUR LA CORRÉLATION ENTRE TAILLE ET CROISSANCE DES MARCHÉS FINANCIERS, D'UNE PART, ET CROISSANCE DE LA PRODUCTION, D'AUTRE PART

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

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

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

Rajan et Zingales (1998),* pour éviter le débat sur la causalité inversée, concentrent leur réflexion sur le mécanisme théorique par lequel le développement financier se répercute sur la croissance économique. Ils soulignent en particulier que, selon les modèles théoriques, le développement financier favoriserait, de manière disproportionnée, la croissance des entreprises ou secteurs traditionnellement dépendant de sources de financement externes. Pour vérifier cette hypothèse, ils examinent un large panel d'industries et de pays, afin de déterminer si les industries qui sont plus tributaires de financements externes connaissent une expansion relativement plus rapide dans des pays qui, a

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

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

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

priori, sont plus développés sur le plan financier. Leurs résultats empiriques suggèrent que le développement *ex ante* des marchés financiers facilite substantiellement la croissance *ex post* de secteurs dépendant de financements externes.

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

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

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

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

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

Beck, Levine et Loayza (2000)* focalisent leurs recherches sur l'impact direct qu'a le développement financier non seulement sur la croissance économique, mais aussi sur les sources mêmes de cette croissance. Ils étudient, en particulier, l'influence du développement de l'intermédiation financière sur le taux d'épargne, l'accumulation physique de capitaux et la croissance globale de la productivité

des facteurs. Leurs travaux se fondent sur des données collectées dans soixante-trois pays, sur la période de 1960 à 1995.

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

ANNEXE 5 – PROCÉDURES DE COMITOLOGIE DE L'UNION EUROPÉENNE

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

1. QU'EST-CE QUE LA COMITOLOGIE?

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

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

L'objectif de la nouvelle décision comitologie est double:

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

2. LES DIFFÉRENTES PROCÉDURES DE COMITOLOGIE

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

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

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

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

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

DESCRIPTION DE LA PROCEDURE DE REGLEMENTATION

Base juridique

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

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

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

Comment fonctionne la procédure?

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

Le comité de réglementation fonctionne comme suit:

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

Rôle du Parlement européen

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

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

Lorsque le Parlement européen considère qu'un projet de mesures d'exécution

* Le comité émet un avis sur le projet dans un délai que le président (le représentant de la Commission) peut fixer en fonction de l'urgence de la question. Cet avis est émis à la majorité qualifiée dans le cas de décisions que le Conseil est appelé à prendre sur proposition de la Commission. Lors des votes au sein du comité, les voix des représentants des Etats membres sont pondérées de la manière définie dans le traité pour les votes au Conseil. Le président ne prend pas part au vote.

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

présenté par la Commission excède les compétences d'exécution prévus par l'acte de base, la Commission doit réexaminer sa proposition.

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