



LA CONSTRUCTION D'UN MARCHÉ FINANCIER INTÉGRÉ : LE RÔLE DU PARLEMENT EUROPÉEN

PERVENCHE BERÈS *

Le traité de Maastricht ne définit pas d'objectif particulier ni d'outil juridique spécifique pour la construction d'un marché financier intégré. Pourtant, après le passage à l'euro, la construction d'un tel marché s'est imposée. L'articulation entre l'euro et les marchés financiers est d'autant plus importante que ceux-ci sont la matière première de la politique monétaire. La question était alors : comment élaborer une réglementation dans ce domaine important pour le fonctionnement global de l'économie en tenant compte de ses enjeux particuliers, à savoir une grande complexité et la difficulté d'en faire un sujet de débat susceptible d'intéresser le grand public. L'approche choisie, la procédure Lamfalussy, remplit le premier des objectifs énoncés sans parvenir à la création d'une Bourse européenne. En revanche, afin que le citoyen profite pleinement des avancées de l'intégration, il y a encore de grands manques comme la création en cours de l'espace commun des paiements en euros ou la création d'un marché européen de détail. Si nous n'y parvenons pas, seuls les grands acteurs de marché profiteraient de l'intégration. Si nous ne tenons pas compte des structures particulières qui existent dans certains États nous risquons de détruire - au lieu d'améliorer - certaines infrastructures de paiement et de crédit diversifiées ou de proximité dont le citoyen et l'économie tout entière ont besoin.

* Présidente de la Commission économique et monétaire du Parlement européen.

Alors que la financiarisation de l'économie fait des marchés financiers des éléments déterminants de l'évolution macroéconomique, la réactivité des marchés financiers aux évolutions de la politique monétaire est garante de son efficacité. La monnaie unique facilite la mise en place d'un marché financier intégré, même si le cadre géographique des États membres participant aux différentes étapes de la construction de l'Union est à géométrie variable, caractéristique peu prise en compte, que l'on ait sous-estimé l'impact de cette situation ou que l'on ait, à l'époque, préféré l'ignorer.

La nature de cette construction fait parfois l'objet de qualifications différentes, ainsi certains parlent de « marché financier unique », par analogie avec le marché unique. Pourtant, le terme le plus utilisé, celui que l'on retiendra ici, et cela n'est pas un hasard ou une pure question de vocabulaire, est celui de « marché financier intégré ». Au regard de l'expérience acquise et, en particulier, du travail législatif considérable de création du marché unique, le Conseil a lancé en juillet 2000, sous la présidence française, une initiative devant conduire à la définition du Plan d'action des services financiers (PASF) et à l'invention d'une méthode originale répondant aux particularités du secteur concerné. La question de la participation du Parlement européen à l'intégration des marchés financiers doit donc être examinée tant du point de vue de la méthode retenue que du contenu de l'action entreprise.

*UNE MÉTHODE ORIGINALE QUI PERMET
DE FAIRE ÉVOLUER LE PROCESSUS LÉGISLATIF
MAIS DONT L'ÉVALUATION EST ENCORE EN COURS*

Une méthode originale : la procédure Lamfalussy

Le succès de toute ambition communautaire est directement lié à l'adéquation qui existe entre la nature du projet défini et la méthode retenue pour y parvenir. À l'origine, la méthode communautaire aura permis la politique agricole commune et la politique commerciale. Lors de l'adoption de l'Acte unique européen et de l'objectif de création d'un grand marché, les États membres ont mis en place un nouveau développement de la méthode permettant d'adopter la législation nécessaire sur une base ouverte, transparente et démocratique, c'est la procédure de codécision qui met le Conseil et le Parlement européen à égalité de pouvoir. Le passage à l'Union économique et monétaire a été possible grâce à la définition de critères de convergence. En revanche, la stratégie de Lisbonne n'a jusqu'ici pas été couronnée du succès attendu en grande partie parce que la « méthode ouverte de coordination » adoptée s'est avérée inefficace. Dans le domaine des services financiers,

l'utilisation de la codécision risquait de se heurter à deux types d'obstacles. D'abord, cette procédure, compte tenu de la nécessité de parvenir à un accord complet entre les deux branches de l'exécutif, peut conduire à un processus long d'adoption des textes comme en témoigne l'élaboration des textes sur la société européenne ou sur les OPA. D'autre part, il s'agit de domaines complexes où les législations et les pratiques nationales peuvent être très divergentes et où l'évolution des techniques et donc des problèmes rencontrés est très rapide. Le principe classique d'élaboration du droit communautaire par l'harmonisation rencontrait ici des obstacles que l'on retrouve dans d'autres domaines dès lors que, au-delà de la simple construction du grand marché, on touche à des législations complexes qui ont un effet d'entraînement sur d'autres droits, par exemple le droit de la propriété, la fiscalité, le droit des contrats ou celui des consommateurs. La technique de la reconnaissance mutuelle n'était pas non plus directement utilisable ici car derrière des législations et des pratiques nationales différentes s'arbitrent des enjeux lourds en termes de concurrence et de compétitivité. Il fallait pouvoir associer étroitement les régulateurs nationaux et les acteurs de marché si l'on voulait que la législation adoptée soit en phase avec la réalité du marché, mais aussi que les acteurs eux-mêmes appliquent la législation en question. Il fallait aussi faire émerger un certain degré de coopération entre les régulateurs nationaux.

C'est en partant de ces considérations que le Conseil a mis en place un Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières qui avait pour mandat de proposer une procédure simple, claire et cohérente pour l'adoption des textes législatifs dans le domaine des services financiers. Ce comité sera présidé par M. Alexandre Lamfalussy, premier président de l'Institut monétaire européen. Sur la base des propositions ainsi formulées, le Parlement européen, après négociation avec le Conseil et avec une déclaration de la Commission, a accepté le 5 février 2002¹ une procédure législative simplifiée. À l'origine cette procédure, à laquelle le président du Comité donnera son nom, ne concerne que les textes relatifs aux marchés des valeurs mobilières ; elle repose sur une architecture à quatre « niveaux ». À chaque niveau, la procédure doit répondre à un principe de transparence : ainsi, des consultations permettent de recueillir l'avis du public et en particulier des professionnels, intermédiaires, investisseurs institutionnels, acteurs des infrastructures boursières et utilisateurs.

Le premier niveau : les dispositions législatives

Le premier niveau conduit à arrêter les principes cadres en « codécision » entre le Parlement européen et le Conseil. Ce sont les



dispositions législatives, c'est-à-dire les directives, qui définissent la législation de base.

L'initiative du projet d'acte législatif relève de la Commission, généralement après une ou plusieurs consultations publiques, et peut être adoptée en première lecture (directive sur la Transparence par exemple) ou en deuxième lecture (directive sur les Services d'investissements). Si le Parlement et le Conseil ne parviennent pas à un accord, il existe une procédure de conciliation, qui, s'agissant des services financiers, n'a encore jamais été utilisée.

Au Parlement, comme pour la procédure législative classique, le travail préparatoire est réalisé au sein de la commission spécialisée compétente qui, pour les services financiers est la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON). Cette commission a examiné l'ensemble des directives du PASF et a été directement impliquée dans l'étude, par exemple, des directives sur les Prospectus d'information financière, les Abus de marché, la Transparence et la directive sur les Services d'investissement. C'est en commission que s'expriment les différents points de vue politiques et que l'élaboration du texte est réellement réalisée, grâce à des débats, des consultations d'experts et des auditions publiques. Des amendements sont présentés, éventuellement adoptés et le projet ainsi modifié est ensuite proposé au vote en séance plénière. Le texte adopté en séance plénière, moyennant d'ailleurs parfois le vote de nouveaux amendements, reflète la position du Parlement européen. C'est le texte qui, après accord avec le Conseil, en une ou deux lectures, deviendra le texte législatif de base ou texte de niveau 1. Sur proposition de la Commission, le Parlement et le Conseil s'accordent donc sur les grands principes de la législation et définissent la nature et la portée des mesures techniques d'exécution à arrêter par la Commission au niveau 2. Ainsi, dans le cadre de la directive sur les Services d'investissement dite MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) le principe de la transparence des négociations des ordres de Bourse relève du niveau 1, son contenu détaillé du niveau 2.

Le deuxième niveau : les mesures d'exécution

Le deuxième niveau confie à la Commission le soin d'établir les « mesures d'exécution », actes de législation déléguée ayant la même portée juridique que ceux adoptés au niveau 1. La Commission, après avoir consulté le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) composé de représentants des États membres, mandate le Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CERVM, plus connu sous l'acronyme anglais : CESR, Committee of European

Securities Regulators) pour qu'il rende un avis technique sur les projets de mesures d'exécution dans le cadre prévu dans le texte de niveau 1. Le CESR élabore cet avis en organisant la concertation entre les régulateurs nationaux, mais également en consultant les différents acteurs du marché (opérateurs, utilisateurs finaux, consommateurs, émetteurs). La Commission est libre de ne pas tenir compte de l'avis du CESR. Sur la base des principes définis au niveau 1 et des avis ainsi rendus, elle adopte un ou des projets de directives - à transposer - ou un ou des projets de règlement - directement applicables dans les États membres. Une fois le projet de directive ou de règlement de niveau 2 rédigé, la Commission le soumet au vote du CEVM et pour information simple au Parlement européen. Si le CEVM rejette le texte, il revient au Conseil Ecofin de trancher ; si le CEVM l'adopte, au besoin en l'amendant, le texte est adopté par la Commission. Ainsi, la directive sur les Abus de marché a donné lieu à l'adoption par la Commission de trois directives et d'un règlement.

Parce qu'il s'agit ici plus de législation déléguée que de « mesures techniques d'exécution », l'entrée en vigueur de cet aspect de la procédure Lamfalussy a conduit à faire évoluer considérablement la question de la « comitologie » et donc des droits du Parlement européen lorsque la Commission arrête des mesures d'exécution avec des comités formés de représentants des États membres.

Le troisième niveau : la mise en œuvre cohérente des mesures nationales

Le troisième niveau concerne la coopération entre les régulateurs nationaux des valeurs mobilières regroupés au sein du CESR pour la mise en œuvre cohérente des mesures nationales. Au niveau 3, contrairement aux niveaux 1 ou 2, il n'est pas prévu d'élaboration de textes normatifs, mais la définition de lignes directrices et de normes communes. Le succès du PASF passe par une coopération effective, une interprétation, une application et des décisions coordonnées des différents régulateurs et superviseurs et donc par un bon fonctionnement du niveau 3. Les travaux de niveau 3, sous l'égide du CESR, sont amorcés en ce qui concerne les directives Prospectus, Abus de marché et Services d'investissement.

Le quatrième niveau : la mise en œuvre

Enfin, le quatrième niveau concerne la mise en œuvre. À ce stade, il incombe à la Commission de vérifier que la législation adoptée aux niveaux 1 et 2 a été, correctement et en temps voulu, transposée dans les États membres et d'agir à l'égard des États membres qui ne respectent pas la loi communautaire.

Cette procédure, initialement conçue pour les seuls marchés des

valeurs mobilières, a été étendue aux secteurs de la banque et de l'assurance². Cette extension s'est accompagnée de la création de nouveaux comités, pendant pour ces secteurs du CEVM et de CESR. Le Comité bancaire européen (CBE) et le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB ou CEBS en anglais - Committee of European Banking Supervisors) ont été créés pour la banque et le Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (CEAPP) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP ou CEIOPS en anglais - Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors) pour l'assurance et les fonds d'investissement collectifs. Ainsi, l'ensemble du secteur des services financiers est à présent couvert par la procédure Lamfalussy. Le Parlement européen a donné son accord à cette évolution qui *a priori* va dans le sens d'une plus grande efficacité, sous réserve que les négociations sur la consolidation de ses droits dans la procédure se poursuivent. Cependant, l'existence de cette procédure n'interdit pas d'utiliser la méthode classique d'élaboration de la législation communautaire dans ces domaines. C'est, par exemple, le cas s'agissant des OPCVM (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières), des fonds propres des banques (Bâle II) ou des textes relatifs au marché de détail que ce soit le crédit à la consommation, le crédit hypothécaire ou les services de paiement. Un des enjeux de la négociation est d'ailleurs parfois de savoir dans quelle mesure une législation va être « lamfalussée ».

	Valeurs mobilières (y compris OPCVM)	Secteur bancaire	Assurances et retraites professionnelles
Comités de réglementation	Comité européen des valeurs mobilières (CEVM)	Comité bancaire européen (CBE)	Comité européen des assurances et pensions professionnelles (CEAPP)
Comités de superviseurs	Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM ou CESR)	Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB ou CEBS)	Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP ou CEIOPS)

Le contrôle démocratique du Parlement européen : l'enjeu de la comitologie

Ce mode d'élaboration de la loi européenne modifie le rôle des acteurs et leur place dans le processus. Ainsi, la Commission européenne exerce-t-elle son droit d'initiative en relation étroite avec CESR. Pour

le Parlement européen, et singulièrement sa commission compétente, accepter cette nouvelle façon de faire la loi conduisait à renoncer à la plénitude de l'exercice de son pouvoir de codécision dans le domaine de la construction des marchés financiers, alors que parmi les sujets économiques et monétaires c'est celui où il disposait du plus de pouvoir. Le Parlement, animé par un souci d'efficacité européenne l'a fait sous certaines conditions. La négociation de ces conditions était importante car lorsque l'on est « en comitologie », et donc dans le suivi et le contrôle des mesures d'application pour l'élaboration desquelles la Commission est assistée de comités composés de représentants des États membres, les droits du Parlement européen n'étaient pas les mêmes que ceux du Conseil. En effet, le Conseil pouvait s'opposer aux mesures de comitologie proposées par la Commission, alors que le Parlement européen ne le pouvait pas.

Idéalement, le Parlement européen aurait souhaité qu'à l'occasion de l'entrée en vigueur de la procédure Lamfalussy, la décision du 28 juin 1999³ qui régit les questions ayant trait à la comitologie entre les institutions puisse être modifiée pour tenir compte du passage de mesures d'exécution à de la législation déléguée ou à des mesures quasi-législatives selon les expressions utilisées. Une telle demande heurtait de front la position de nombreux États membres hostiles à une augmentation du pouvoir du Parlement européen à ce stade du processus d'élaboration des textes communautaires. Elle heurtait également la Commission, jalouse de conserver ce qu'elle estimait relever de son droit d'initiative dans un domaine où elle voit déjà les Comités des régulateurs (CESR, CEIOPS et CEBS) jouer un grand rôle.

Parce qu'avec l'ouverture des travaux de la Convention européenne la perspective d'une modification des textes de références des traités existants (article 202 et 211 du TCE) était en cours, l'argument a été avancé que les demandes du Parlement européen devraient être examinées dans ce cadre global et que dès lors, il n'y avait pas lieu d'engager une modification particulière de la décision de 1999. En attendant, le Parlement obtenait, après d'importantes négociations, une déclaration solennelle du Président de la Commission faite en séance plénière du Parlement européen le 5 février 2002, au moment où celui-ci donnait son accord sur la méthode Lamfalussy. Par la « déclaration Prodi », la Commission :

- prend note de l'intention du Parlement européen de limiter à 4 ans renouvelables la durée d'une délégation de compétences d'exécution (*sunset clause*),
- veille à octroyer un délai de trois mois au Parlement pour examiner les mesures proposées,



- rappelle « sa volonté politique de s'efforcer que le Parlement bénéficie d'un traitement équivalent et réaffirme son engagement, pour assurer une coopération efficace entre les institutions, de tenir le plus grand compte de la position du Parlement et des résolutions qu'il pourrait adopter à propos des mesures d'exécution qui excéderaient les compétences prévues dans l'acte de base et son ambition de parvenir, dans ces cas, à une solution équilibrée ».

C'est dans le cadre de cet accord que le Parlement européen a négocié et voté les directives du PASF.

Les travaux de la Convention et l'article I-36 du projet de Constitution européenne offraient le cadre permettant *a priori* de résoudre cette question⁴. L'incertitude sur l'avenir de ce texte a conduit le Parlement européen, et en particulier sa Commission économique et monétaire, à engager une bataille pour consolider ses droits en menaçant de bloquer l'adoption de tous nouveaux textes dans le domaine du PASF à commencer par la directive dite « Bâle II » relative aux fonds propres des banques. Ouverte sous présidence britannique en octobre 2005, cette négociation s'est traduite par un accord interinstitutionnel conclu sous présidence autrichienne le 13 juin 2006 et une modification de la décision de 1999. Cet accord prévoit six modifications importantes à la procédure de comitologie :

8

1) *le droit d'opposition du Parlement européen*. Jusqu'à présent, le Parlement pouvait s'opposer aux mesures proposées, mais la Commission n'était pas obligée de tenir compte de cette opposition même lorsque l'acte de base avait été adopté en codécision. Selon le compromis adopté, le Parlement peut s'opposer aux mesures de niveau 2 (dites mesures « quasi-législatives ») en motivant sa décision par le fait que : « les mesures proposées dépassent les compétences d'exécution prévues dans l'instrument de base ou ne sont pas compatibles avec le but ou le contenu de l'instrument de base ou ne respectent pas les principes de subsidiarité ou la proportionnalité ». Ce pouvoir place le Parlement européen sur un pied d'égalité avec le Conseil. Dans ce cas, la Commission ne peut pas adopter la mesure. Elle peut proposer une nouvelle mesure de comitologie ou une nouvelle législation en codécision (niveau 1 de la procédure) ;

2) *le temps disponible pour exercer le droit de contrôle*. Jusqu'à présent, le Parlement disposait d'un mois pour examiner les mesures d'exécution adoptées dans le cadre de la procédure de comitologie, trois mois dans la procédure Lamfalussy. Les trois mois après le vote en comité constituent désormais la règle pour toutes les procédures de comitologie, prorogables à quatre mois si nécessaire ;

3) *la traduction dans les langues officielles*. Le compromis acte le fait que le délai pour l'exercice du droit de contrôle par le Parlement européen ne

courre qu'à partir du moment où la proposition aura été transmise par la Commission dans toutes les langues officielles de l'Union ;

4) *l'information du Parlement*. Selon la pratique développée par la Commission des affaires économiques et monétaires, le nouvel accord prévoit que la Commission s'engage à développer un système d'information détaillé et régulier sur l'élaboration des propositions de mesures d'exécution afin de permettre au Parlement d'exercer son pouvoir de contrôle le moment venu. Sur ce point, la Commission économique et monétaire souhaitait aller plus loin et disposer de postes d'observateurs au sein des comités ;

5) *la rétroactivité*. La nouvelle procédure s'appliquera à toute nouvelle proposition, mais aussi rétrospectivement à 25 textes déjà adoptés selon une liste établie par le Parlement lors des négociations. Cette liste comprend l'ensemble des directives du PASF. De plus, la Commission s'est engagée à aligner sur cette procédure tous les actes législatifs (près de 150 actes) avant la fin 2007 ;

6) *la « sunset clause »*. La déclaration adoptée par le Parlement, le Conseil et la Commission prévoit la suppression des *sunset clauses*. Pour les autres institutions, cette suppression de la clause de rendez-vous était motivée par le fait que le Parlement européen se voit reconnaître le droit de s'opposer à une proposition de mesure d'exécution ou mesure quasi législative. Toutefois, le Parlement a insisté avec succès pour conserver la possibilité d'utiliser, à titre exceptionnel, une clause de ce type. Le droit de révoquer la délégation de pouvoir, tel qu'il était défini à l'article I-36 de la Constitution restera une revendication du Parlement européen dans la perspective de la reprise des travaux sur les institutions de l'Union.

Cette nouvelle procédure qui devrait prendre le nom de « procédure de réglementation avec contrôle » a été approuvée par le Parlement européen le 6 juillet et décidée par le Conseil le 17 juillet 2006⁵. Le point majeur de cet accord réside dans l'abandon du dogme selon lequel lorsque le pouvoir législatif du Parlement et du Conseil est délégué à la Commission, il peut être exercé sans le contrôle du Parlement. Ce nouvel accord interinstitutionnel marque une victoire des trois institutions, mais surtout du Parlement européen dont les droits de contrôle démocratique sur l'ensemble des mesures prises en comitologie sont pleinement reconnus. Ici, le rôle du Parlement européen dans la construction d'un marché financier intégré aura servi d'aiguillon pour renforcer le rôle de l'institution dans tous les domaines où la comitologie est utilisée. Cela était essentiel pour dépasser les risques de blocage interinstitutionnel, mais aussi parce que l'expérience acquise dans le domaine des marchés financiers pourrait bien servir demain d'exemple pour l'utilisation de la procédure Lamfalussy dans d'autres domaines où



les enjeux en termes d'harmonisation et d'association des acteurs de marché sont aussi importants.

L'évaluation de la méthode reste à faire

Sur l'ensemble de cette négociation, certains acteurs de marché ont parfois porté un regard critique sur ce qu'ils ne percevaient que comme une bagarre d'ego institutionnel et exprimé la crainte que soit ainsi retardé le processus de décision. L'intervention du Parlement européen est la garantie d'une législation élaborée dans une transparence qui permet d'enrichir le dispositif législatif, de confronter et de tenir compte de l'ensemble des points de vue. La critique qui émane ainsi d'acteurs de marché doit être analysée dans les contradictions qu'elle comporte dans la mesure où ceux-là mêmes qui critiquent les risques de ralentissement du processus législatif sont aussi souvent les premiers à interpeller les parlementaires lorsque les propositions de la Commission ou les accords obtenus au Conseil ne les satisfont pas.

Au-delà de l'appréciation que le marché peut porter sur les négociations entre les institutions, il faut déterminer si la procédure Lamfalussy permet d'optimiser le processus législatif et en quoi il pourrait être amélioré. En effet, il est frappant de voir que cette procédure imaginée pour permettre une plus grande souplesse et une meilleure consultation des acteurs de marché n'empêche pas ces derniers de chercher tous les moyens d'éviter le processus législatif dès lors qu'ils ne l'imaginent pas conforme à leurs intérêts. C'est ainsi que les acteurs de marché londoniens ont voulu une nouvelle législation sur les services d'investissement et qu'ils paraissent freiner des quatre fers au regard d'une législation sur le règlement-livraison. D'une certaine manière on peut penser que ceux de la place de Paris sont exactement dans la situation inverse. Quelle que soit l'évaluation que l'on fait des positions des uns ou des autres, cela signifie tout de même que jusqu'ici la procédure Lamfalussy ne s'est pas imposée comme une procédure incontestée permettant de dépasser les réticences des acteurs de marché et de convaincre l'ensemble des États membres. Pour évaluer ce dispositif et arbitrer sur la façon de le faire évoluer, les trois institutions (Parlement européen, Conseil et Commission) ont mis en place un Interinstitutional Monitoring Group (IIMG) au sein duquel elles ont chacune désigné deux experts⁶. Ce groupe doit rendre son rapport fin 2007, mais d'ores et déjà, certaines conclusions peuvent être tirées.

Une frontière entre les niveaux 1 et 2 imprécise

Tout d'abord, il faut reconnaître que la distinction entre ce qui relève de la législation de base ou des mesures d'exécution et donc des niveaux 1 ou 2 ne répond pas toujours à une frontière précise. C'est ainsi que lors

de la négociation de la directive Prospectus, devant la difficulté de définir certains seuils et donc le champ d'application de la future directive, certains voulaient renvoyer cette discussion au niveau 2, y compris parce qu'ils pensaient que le rapport de force leur y serait plus favorable. À l'inverse, lors de la discussion sur les mesures de niveau 2 de la MiFID, certains ont cherché à remettre en cause les seuils alors qu'il s'agissait d'un point d'équilibre de la conclusion de la négociation au niveau 1 entre ouverture à la concurrence et transparence du marché. La difficulté tient au fait que comparé, par exemple, à la distinction entre la loi et le règlement en droit français, la frontière est ici difficile à définir ; elle a tendance à devenir un des enjeux de la négociation et des stratégies des parties.

Les délais

La deuxième question qui doit être soulevée est celle des délais. Lorsque le Parlement européen a été mis sous pression pour accepter la procédure Lamfalussy et de ne légiférer que sur les principes de base, l'argument de temps et donc de l'efficacité du processus de décision au regard des évolutions du marché était essentiel. De fait, depuis l'entrée en vigueur du processus, le Parlement a fait preuve de sens des responsabilités et a mené son travail dans des délais très contraints tout en acceptant au niveau 1 de travailler à la recherche d'accords avec le Conseil en première lecture et au niveau 2 de rechercher un terrain d'entente avec la Commission. Or de façon surprenante il existe dans le débat public l'idée que l'examen par le Parlement serait source de débordement de calendrier. Non seulement il n'en est rien, mais le Parlement est en droit de poser la question du respect des délais par les autres parties. La plupart des retards résultent en réalité des délais supplémentaires demandés par l'industrie pour se préparer, les États membres pour transposer et les comités de niveaux 3 pour mener à bien les processus de consultation. C'est ainsi que la MiFID n'entrera en vigueur que le 1^{er} novembre 2007, la date initialement prévue ayant été repoussée de dix-huit mois à la demande des États membres et du CESR. Quant aux propositions de mesures de niveau 2, elles n'ont été rendues publiques par la Commission qu'en février 2006 et uniquement en anglais, alors que celle-ci les avait annoncées pour le mois de septembre 2005. Dans le cas de la directive Transparence, la Commission prendra un an avant de faire ses propositions après que CESR ait répondu au mandat qu'elle avait élaboré, mettant ainsi l'ensemble de la chaîne de décision au pied du mur, la directive devant entrer en vigueur au 20 janvier 2007. Le temps gagné au niveau 1 de l'élaboration des textes pourrait bien être réduit à néant par celui nécessaire à l'intervention du niveau 3. Ceci pourrait être aggravé par un processus de



renationalisation à travers des batailles d'experts qui font craindre que s'agissant, par exemple, de la directive Prospectus, on ne parvienne pas *in fine* à un degré suffisant d'harmonisation.

*Une intervention des États membres et des acteurs de marché
à tous les stades du processus de décision*

Un des objets de la procédure Lamfalussy était aussi de convaincre les États membres et les acteurs de marché qu'ils pouvaient avoir intérêt à une législation européenne élaborée dans des conditions qui les laissent intervenir à tous les stades du processus de décision. Sur ce point, le cas du post-marché est un bon exemple des manœuvres de contournement qui peuvent être utilisées par les adversaires d'une législation. Alors que pour plaider en faveur d'une nouvelle directive sur les Services d'investissement la question de la mise en concurrence était au cœur de l'argumentation, ici le Traité est considéré par certains comme constituant une base suffisante pour organiser la mise en concurrence ! Les barrières dites Giovannini, du nom du responsable du groupe de travail chargé d'identifier les obstacles à l'existence d'un marché européen du règlement-livraison, sont connues depuis novembre 2001 et avril 2003, dont certaines clairement identifiés comme étant de nature législative. Après avoir voulu dissocier cette négociation de celle sur les services d'investissement, les mêmes ont ensuite argué qu'une législation serait trop longue à élaborer et qu'il fallait laisser faire le marché. Entre-temps de nombreuses années qui auraient pu être utilement utilisées pour élaborer ladite législation ont été perdues. Le commissaire McCreevy vient malheureusement de conforter ces acteurs de marché en juillet 2006, en les enjoignant d'élaborer entre eux un code de conduite, la perspective d'une législation étant brandie comme une menace.

La responsabilité démocratique des comités de niveau 3

Le dernier point sur lequel la réflexion doit encore être développée est celui de la responsabilité démocratique des comités de niveau 3, CESR, CEIOPS et CEBS. Ces comités prévus par la procédure Lamfalussy ont été juridiquement créés par la Commission pour la seconder dans l'exercice de son droit d'initiative lors de l'élaboration des propositions de texte et pour être les acteurs principaux au niveau 3. Jalouse de ses prérogatives, la Commission voit d'un œil critique le développement de relations direct entre ces comités et le Parlement européen. Pourtant, celui-ci n'a pas hésité à les développer. Lors de l'examen des propositions de texte émanant de la Commission, le Parlement a souhaité dialoguer avec ces comités afin de confronter les points de vue, d'élargir le débat et de se faire son propre jugement là où la Commission ne suit pas leurs

avis. Ceci est particulièrement vrai, compte tenu du stade de développement des législations communautaires, des relations avec CESR à l'occasion de l'examen des directives MiFID et transparence. À l'avenir, le Parlement se préoccupera des conditions d'application et de transposition au niveau 3 des textes qu'il a voté. À l'inverse, ces jeunes comités en quête de légitimité sont friands de la tribune que peut leur offrir, au-delà des fréquentes réunions ad hoc, une audition annuelle ou bisannuelle devant la Commission économique et monétaire. Cette discussion est directement liée aux perspectives d'évolution de la consolidation du rôle des superviseurs. Dans les systèmes nationaux, le régulateur est enserré dans un dispositif institutionnel clair qui lui donne sa légitimité, autorité de tutelle, désignation par telle ou telle autorité avec ou sans participation du Parlement. À l'échelon européen, il n'en est rien puisque pour l'instant ces comités sont la simple émanation des autorités nationales. Il est vraisemblable que leur rôle soit à l'avenir appelé à se développer et à évoluer vers des pouvoirs plus normatifs et décisionnaires. Cela ne pourra se faire qu'avec une légitimité accrue et une harmonisation des pouvoirs des autorités nationales.

L'IMPORTANTE ŒUVRE LÉGISLATIVE AINSI RÉALISÉE RESTE INACHEVÉE

13

À ce jour, la quasi-totalité des mesures législatives ou non législatives initialement prévues ont été adoptées. C'est dire le travail considérable qui a été accompli. En dépit des turbulences des marchés financiers, l'engagement des parties prenantes ne s'est pas démenti et le rythme d'adoption est demeuré soutenu tant du côté du Conseil que du côté du Parlement. Depuis 2002 et le lancement du PASF, le Parlement européen a été très actif dans son œuvre de législateur et a apporté une contribution importante à l'élaboration des principaux textes.

Le travail législatif réalisé est important

Le PASF s'était assigné l'objectif ambitieux de définir, avant la fin 2005, des principes généraux de fonctionnement des marchés, mais aussi de favoriser le développement des services financiers à l'échelle européenne et de renforcer les structures prudentielles. Les principaux textes adoptés ont vocation à changer significativement et durablement le paysage des services financiers en Europe. La directive sur les Abus de marchés⁷ doit limiter les possibilités de manipuler les marchés et de réaliser des opérations d'initiés. La directive sur les Prospectus⁸ vise à harmoniser et à améliorer l'information fournie aux investisseurs par les sociétés qui ont recours publiquement à l'épargne. La directive sur les

Services d'investissement (MiFID)⁹ devrait protéger les investisseurs, permettre aux entreprises d'investissement d'opérer à l'échelle de l'Union européenne et donc de rentrer en concurrence avec les Bourses tout en assurant un certain degré de transparence afin de préserver les mécanismes de formation des prix. La directive sur la Transparence¹⁰ cherche à définir les obligations d'information des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché réglementé. La directive sur l'Adéquation des fonds propres, dite Bâle II, a été adoptée par le Parlement le 28 septembre 2005¹¹.

Ce travail législatif considérable reste peu connu du grand public. Ceci s'explique sans doute en partie par le fait que jusqu'ici la législation a essentiellement concerné le marché des professionnels. Au Parlement, de nombreux observateurs extérieurs saluent l'existence d'un espace public de débat et pourtant y compris dans cette enceinte, le débat apparaît bien souvent comme une affaire de spécialistes de la Commission économique et monétaire suscitant des débats et négociations passionnées entre experts de la question, mais avec un faible impact sur les débats au sein des groupes politiques ou de la plénière. Or, le caractère technique des enjeux, comme souvent, ne devrait pas empêcher le débat public car, en son absence, les arbitrages risquent de laisser le champ libre à ceux qui voudraient mettre la législation au service de leurs intérêts particuliers, au détriment de la démocratie, de la prise en compte des intérêts de toutes les parties. L'intégration des marchés financiers ne saurait constituer un objectif en soi, tourné sur lui-même et désincarné. Il s'agit de promouvoir un meilleur fonctionnement des marchés pour permettre une meilleure allocation des ressources, favorable à la croissance et à l'emploi. Au-delà des enjeux les plus techniques, c'est l'achèvement de l'œuvre entreprise avec le passage à l'Union économique et monétaire qui est en jeu, c'est la question du financement de la stratégie de Lisbonne. C'est mettre l'économie au service des personnes qui doit être le moteur de nos préoccupations.

Les perspectives du post-PASF et le débat sur la pause réglementaire

Aujourd'hui, il appartient à chacun des acteurs du marché financier européen de digérer cet impressionnant éventail de mesures discutées et adoptées par le Parlement et le Conseil. Mais il existe encore des obstacles au bon fonctionnement de l'Europe des marchés financiers qui justifieraient des actions législatives. Ces actions devront être ciblées et viser des objectifs clairement définis pour convaincre des acteurs déjà sollicités par la mise en œuvre du PASF ou qui ont atteint leurs principaux objectifs. Chez beaucoup d'acteurs professionnels, avec la complicité du commissaire McCreevy, la mode semble être aujourd'hui de plaider en faveur d'une pause réglementaire. Mais en

réalité, si l'ensemble du secteur doit s'adapter à la nouvelle donne législative, tous ont par ailleurs des attentes particulières pour lesquelles des initiatives sont attendues. Leur somme pourrait bien définir le périmètre du post-PASF en y incluant la nécessaire consolidation de la supervision.

La mise en place d'un marché de détail

L'un des objectifs des nouvelles mesures devra être de contribuer à la mise en place d'un marché de détail. Beaucoup de progrès ont été accomplis dans le domaine des marchés européens et des services professionnels ; les marchés de détail demeurent cloisonnés et, en définitive, le consommateur individuel ne tire que peu de bénéfices de l'intégration financière. L'attention porte désormais sur une plus grande harmonisation dans le domaine des moyens de paiement ou dans celui des crédits aux particuliers (crédits à la consommation et crédits immobiliers). Le risque ici est de bousculer l'équilibre global des systèmes existant à l'échelle des États membres dans l'intérêt de quelques opérations transfrontalières. De ce constat et de la difficulté d'harmoniser les produits offerts au grand public est née l'idée d'un 26^{ème} régime qui serait proposé en addition des régimes des États-membres. Séduisante, cette idée présente pourtant deux difficultés. La première est qu'en réalité, ce régime suppose que l'essentiel des obstacles ait été résolu. La seconde est que pour être attractif, ce régime risque d'installer une catégorie de client privilégié dont le système serait difficilement applicable au plus grand nombre.

Les activités de post-marché

Alors que le législateur européen s'est engagé avec détermination sur l'ouverture à la concurrence du marché des titres, celui des activités de post-marché est le siège d'une bataille très significative sur la stratégie des acteurs. Les rapports Giovannini ont mis en lumière la fragmentation des activités et les obstacles ainsi rencontrés au regard d'un fonctionnement optimal. Dans une résolution non législative du 7 juillet 2005¹², le Parlement a réaffirmé sa volonté de voir se réaliser un marché efficace, intégré et sûr pour la compensation et le règlement-livraison des titres dans l'Union européenne. Il a souligné entre autre qu'un véritable processus d'intégration et d'harmonisation européenne nécessitera les efforts combinés des différents acteurs. Il y aurait une incohérence incompréhensible à laisser de côté ce pan entier des services financiers alors même que la configuration actuelle est, non seulement, source de surcoûts, d'inefficacité et de distorsion de concurrence, mais aussi et surtout, de risques pour la stabilité financière. Après de nombreuses années d'évitement, les acteurs en position dominante sur ce marché ont



obtenu, ainsi que le commissaire McCreevy l'a annoncé devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen le 11 juillet 2006, un répit pour la rédaction d'un code de conduite déjà évoqué ci-dessus. Parallèlement, la Banque centrale européenne (BCE) profitant du vide ainsi créé s'est, de son côté, lancée dans la création d'un système européen de règlement-livraison.

Les agences de notation et fonds d'arbitrage

D'autres sujets font l'objet d'évaluations divergentes quant à la nécessité d'élaborer un cadre législatif. On citera en premier lieu les agences de notation, même s'il s'agit d'un sujet à cheval avec les questions de gouvernance, elles jouent un rôle majeur sur le fonctionnement des marchés financiers. Ici, sur la base d'un rapport d'initiative, le Parlement européen avait voté le 10 février 2004 une résolution¹³ par laquelle il demandait à la Commission d'évaluer avant le 31 juillet 2005, la nécessité de légiférer. Jusqu'ici la réponse du Commissaire en charge est restée très en retrait. Du point de vue du Parlement européen, il est fort probable que le sujet sera à nouveau évoqué dans les mois qui viennent d'autant plus que le Congrès américain vient de prendre des initiatives.

16

La question des fonds d'arbitrage (*hedge funds*) et des *private equities* devrait également être évoquée. Jusqu'ici, le travail législatif engagé, notamment à propos des OPCVM, a laissé hors champ ces fonds. La Commission a mis en place un groupe de travail chargé d'évaluer la nécessité de réguler leur activité. De façon plus que significative, ce groupe n'était composé que de personnes de l'industrie intéressée et le Commissaire en charge semble enclin à en suivre les conclusions indiquant qu'il serait urgent de ne rien faire ! Au Parlement européen, au nom du groupe socialiste, nous avons, avec Poul Nyrup Rasmussen, Président du Parti socialiste européen et Ieke van den Burg, coordinatrice pour les questions économiques et monétaires, immédiatement réagi dans un communiqué de presse en considérant que ce serait une erreur. L'Union européenne devrait prendre l'initiative dans un domaine où le Congrès américain ouvre le débat et où la BCE cherche à comprendre quelle est la situation. Cette dernière, lorsqu'on l'interroge sur les initiatives à prendre, renvoie à la nécessité d'une solution à l'échelle internationale. De notre point de vue, cela n'interdit pas, bien au contraire, de prendre l'initiative à l'échelle européenne et d'influencer ainsi le débat international. C'est la raison pour laquelle, au sein du groupe socialiste, nous avons mis en place un groupe d'experts qui doit nous permettre d'analyser la situation et de faire des propositions. C'est notamment dans ce cadre que devra s'intégrer le débat ouvert sur l'actionnariat salarié.

L'organisation de la supervision

Avec le développement des marchés financiers à l'échelle européenne et leur intégration croissante, la question de l'organisation de la supervision doit être ré-ouverte. Jusqu'ici, dans ce domaine, l'organisation à l'échelle européenne a reposé sur la coordination des autorités nationales dans les trois branches d'activités (valeurs mobilières, banques et assurances) avec la particularité que, du fait notamment des traditions allemande et autrichienne dans le secteur bancaire, ce n'est pas la Banque centrale qui assure la supervision. Plusieurs facteurs devraient favoriser une évolution de ce paysage dans les années à venir. Les régulateurs eux-mêmes mesurent les limites et les risques pour le système d'une simple coordination de régulateurs nationaux dont les tutelles et les pouvoirs sont très variables. L'industrie de son côté cherche, à défaut d'une harmonisation maximale des produits, à bénéficier d'un marché européen plus intégré grâce à une fluidité plus grande des mécanismes de régulation. C'est dans ce contexte que va s'ouvrir le débat sur la base notamment du rapport du Conseil et avec le soutien de la présidence finlandaise. Au Parlement européen, chacun à en tête les débats passionnés qui avaient eu lieu lors de la mise en place de CESR, mais à plusieurs reprises nous avons déjà ré-ouvert le débat, notamment autour de la question du *lead supervisor* à défaut d'imaginer dès demain l'installation d'un superviseur européen.

Beaucoup d'autres thèmes mobilisent les parlementaires européens afin de parvenir à une intégration utile des marchés financiers. Outre les questions fiscales ou d'assurances (« Solvency II »), mentionnons pour mémoire la question du développement du microcrédit, l'application de la politique de la concurrence dans ce secteur ou l'élaboration des normes comptables.

Les enjeux internationaux et l'internationalisation des mouvements de capitaux

Parmi les thèmes qui émergent avec une importance croissante dans nos débats relatifs à l'intégration des marchés financiers, il faut encore mentionner deux questions. La première est liée à la dimension internationale des enjeux et, en particulier, transatlantique ainsi que l'ont montré les négociations avec nos partenaires américains, japonais et canadiens pour la reconnaissance mutuelle et la convergence des normes comptables (US, Japanese et Canadian GAAPS) vers les normes internationales IFRS (International Financial Reporting Standards) ou les conditions d'application de Bâle II outre-atlantique. C'est dans cet esprit qu'à l'occasion de l'examen par le Parlement européen de l'application aux directives Prospectus et Transparence des résultats de



la négociation menée par la Commission avec les autorités américaines pour définir une feuille de route sur la convergence des normes comptables nous avons voulu, jusqu'ici sans succès, organiser un dialogue direct avec nos homologues du Congrès américain. Notre objectif était de nous prémunir contre le risque de les voir intervenir en bout de course et de tout bloquer alors que les Européens auraient déjà fait toutes les concessions nécessaires à un accord. Beaucoup au Parlement européen estiment également qu'une réflexion de fond devra être menée sur le contrôle démocratique des organismes publics ou privés, tel que l'IASB (International Accounting Standards Board), qui élaborent les normes internationales applicables dans le domaine et conduisent ensuite à l'élaboration des directives ou règlements. Comment instaurer un contrôle démocratique sur ce type d'organismes et notamment sur la politique qu'ils entendent initier ? Dans tous les cas, il semble important de réfléchir à des principes de gouvernance clairs et d'instaurer une transparence dans le processus décisionnel de tels organismes. Le cas de l'IASB n'est pas isolé et ce sujet devra nécessairement faire l'objet dans les prochains mois d'une vraie réflexion pour trouver une réponse appropriée.

18

Enfin, l'internationalisation des mouvements de capitaux, la désintermédiation croissante du financement de l'économie et le développement d'un marché financier européen de détail doivent conduire à développer le conseil et l'éducation financière, cela concerne tant la relation conseil-client que les salariés ou les jeunes. La responsabilité principale relève de chaque système national et, en ce sens, la création de l'Institut pour l'éducation financière du public, parallèlement à la publication du rapport de Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers, sous l'égide de l'Autorité des marchés financiers (AMF), est une bonne nouvelle, la Commission commence à juste titre à s'y intéresser¹⁴ et le Parlement européen y est très sensible. C'est ainsi que lors de l'examen des mesures de niveau 2 de la directive MiFID, les Socialistes ont beaucoup plaidé pour le renforcement des obligations de conseil préalablement au placement des produits. Cela était d'autant plus important que cette directive va jouer un rôle cadre pour l'ensemble des produits financiers, y compris des produits d'épargne grand public. Dans le même esprit, les autorités publiques devraient se mobiliser pour informer les citoyens des conséquences du bouleversement que va introduire dans les systèmes de paiement la mise en place du SEPA (Single Euro Payment Area).

En conclusion, au Parlement européen se joue une partie très publique du débat sur les conditions d'intégration des marchés

financiers européens. On retrouve dans cette enceinte l'expression des différents intérêts en jeu que ce soit en termes de stratégie ou de position compétitive des acteurs de marché ou des États membres. Notre action doit être guidée par le triple objectif d'éviter les risques systémiques, de permettre un financement optimisé de l'activité économique et de protéger l'épargnant. Le Parlement européen permet l'organisation d'un débat politique, même si les comportements nationaux ne sont jamais totalement absents. Il est de ce point de vue éclairant d'analyser la nationalité des rapporteurs sur les différents textes. Le passage à l'euro a permis ce débat sans en définir le contour et les objectifs. L'exemple offert par les négociations en cours autour des fusions de Bourses où l'émergence d'une solution européenne se heurte au poids des intérêts particuliers est éclairant. L'euro n'aurait pas existé si l'on avait laissé faire le seul marché. Il faut donc que les acteurs politiques au plus haut niveau s'investissent dans ce débat. La construction d'un marché financier est une affaire trop sérieuse pour être laissée aux seuls acteurs du marché.

NOTES

1. JO C 284 E du 21 novembre 2002, p. 115.
2. Directive 2005/1/EC, JO L 79 du 24 mars 2005.
3. Décision 1999/468/CE du Conseil du 28 juin 1999, JO L 184 du 17 juillet 1999, p. 23.
4. Article I-36.2 : « Les lois et lois-cadres européennes fixent explicitement les conditions auxquelles la délégation est soumise, qui peuvent être les suivantes :
a) le Parlement européen ou le Conseil peut décider de révoquer la délégation ;
b) le règlement européen délégué ne peut entrer en vigueur que si, dans le délai fixé par la loi ou loi-cadre européenne, le Parlement européen ou le Conseil n'exprime pas d'objections ».
5. Décision 2006/512/CE du Conseil du 17 juillet 2006, JO L 200 du 22 juillet 2006, p. 11.
6. Le Parlement a désigné MM. Karl-Peter Schackmann-Fallis (membre exécutif du Conseil d'administration de l'association des Caisses d'épargnes allemandes), et Freddy Van den Spiegel (chef économiste et directeur des Affaires publiques, Fortis Bank).
7. Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003, JO L 96 du 12 avril 2003, p. 16.
8. Directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003, JO L 345 du 31 décembre 2003, p. 64.
9. Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004, JO L 145 du 30 avril 2004, p. 1.
10. Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004, JO L 390 du 31 décembre 2004, p. 38.
11. Directives 2006/48 et 49/ du 14 juin 2006, JO L 177 du 30 juin 2006.
12. P6-TA (2005) 0301.
13. P5-TA (2004) 0080.
14. Livre blanc du 5 décembre 2005 sur la politique des services financiers (2005-2010).

