



LE DROIT COMMUNAUTAIRE DES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS ET ENJEUX

XAVIER TESSIER*

Le droit communautaire des marchés financiers n'a pas connu de grande évolution depuis la directive sur les services d'investissement de 1993. Le Conseil européen des chefs d'États qui s'est réuni à Vienne en juin 1999, en validant le plan d'action pour les services financiers approuvé par le Conseil Ecofin du 25 mai 1999, reconnaissait la nécessité d'une action spécifique dans ce domaine. Le mandat pour la rédaction du plan d'action avait été adressé à la Commission par le Conseil européen de Cardiff de juin 1998. Il fixait cinq objectifs :

- l'Union devait se doter d'un appareil législatif qui soit à la hauteur des nouveaux défis qui se posent en matière de régulation ;
- les dernières entraves à l'intégration des marchés financiers devaient être éliminées de manière à réduire le coût du capital sur les marchés européens ;
- les utilisateurs et prestataires de services financiers devaient avoir la possibilité d'exploiter librement le potentiel commercial offert par le marché financier unique, tout en bénéficiant d'un degré élevé de protection des consommateurs ;
- la coordination étroite entre autorités de surveillance devait être encouragée ;
- et, il fallait mettre en place une infrastructure intégrée européenne à même de soutenir le développement des transactions financières de détail et de gros.

Le constat dressé par le sommet de Cardiff portait non seulement sur les sujets qui devaient être traités de manière urgente mais également sur les problèmes de méthode et d'organisation de la régulation financière.

La réglementation financière communautaire demeure incomplète, et contribue ainsi à la fragmentation des marchés financiers de l'Union. En parallèle, les marchés financiers, les produits, les émetteurs, les intermédiaires sont traversés par un fort courant d'intégration. Les intermédiaires financiers sont entrés dans un vaste mouvement de

101

* C.B.

concentration, les marchés nouent des alliances. Le développement des technologies de communication modernes tel Internet, facilite ce processus en ouvrant des possibilités nouvelles, en facilitant les relations transfrontières. L'investisseur est sollicité de manière directe et en dehors des canaux traditionnels. Les acteurs des marchés bousculent le cadre dans lequel s'inscrit la réglementation. La réglementation doit prendre en compte ces évolutions. En réponse et en application du plan d'action, l'Union européenne a engagé un certain nombre de chantiers visant à renforcer la cohérence de cette réglementation, son adéquation aux nouvelles réalités, et à favoriser l'achèvement du marché unique. Au-delà des sujets à couvrir, ces évolutions conduisent à une réflexion de fond sur le contenu de la réglementation communautaire et ses modalités de mise en œuvre. En construisant, par le biais de directives horizontales, le cadre juridique des relations à distance et du commerce par Internet, les Etats membres sont invités à repenser la question de l'harmonisation.

LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE COMMUNAUTAIRE DEMEURE LARGEMENT INACHEVÉE

La directive sur les services d'investissement¹ organise le cadre européen de la prestation de services financiers. Le mécanisme est classique. La directive énumère un certain nombre de services qui, pour être fournis, doivent donner lieu préalablement à l'agrément du prestataire. Les conditions de l'agrément sont énumérées par la directive. En contrepartie, cet agrément est reconnu par les autorités de tous les Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen. Autrement dit, les entreprises d'investissement peuvent, sur simple notification, établir une succursale dans l'un des Etats membres, ou bien fournir des services à distance sans présence permanente, aussi appelée libre prestation. La directive sur les services d'investissement a fait émerger, ainsi que son corollaire la directive sur l'adéquation des fonds propres, un statut européen de l'intermédiaire financier, à l'image des directives bancaires.

Pour autant, l'exercice n'a pas été achevé. La directive, afin de prendre en compte des situations particulières à la structure de chaque marché national énumère dans son article 2 une liste d'exemptions. En application de cet article, des services d'investissement peuvent être fournis sans agrément ; cela est vrai en particulier pour le service de réception et transmission d'ordres. Si, à l'origine, ces exemptions avaient pour objet de préserver quelques particularités nationales historiques, elles contribuent à maintenir des sortes de *safe harbour* dans lesquels viennent se nicher des activités nouvelles qui échappent aux standards des directives. C'est à certains égards le cas des *Day Trading Centers*. En outre, la directive n'encadre pas de manière complète certaines activités qui, si elles sont accessoires à l'activité de services d'investissement, sont cependant essentielles. Ainsi en est-il de la

conservation pour laquelle il n'existe pas de passeport.

Enfin, la directive ne couvre pas certaines activités pourtant essentielles au bon fonctionnement des marchés, en particulier la compensation. Dans ce dernier cas, ceci conduit à un curieux paradoxe. Les intermédiaires membres des marchés sont soumis à une autorisation et un contrôle alors que les adhérents des chambres de compensation, pourtant garants de l'équilibre prudentiel et systémique des systèmes, peuvent n'être soumis à aucun statut ni contrôle.

En ce qui concerne les marchés réglementés, la directive pose également les bases de leur reconnaissance mutuelle et automatique, remplaçant en cela les processus compliqués de reconnaissance mis en place dans les différents Etats. Est marché réglementé, le marché qui remplit les conditions énumérées par la directive et, notamment, qu'il soit déclaré es qualité à la Commission européenne par son Etat d'origine. Conséquence de la reconnaissance mutuelle des marchés, les instruments financiers qui sont négociés à sa cote peuvent être commercialisés sur l'ensemble de l'EEE, et lorsqu'il s'agit d'un marché électronique, ce dernier est autorisé à déployer des écrans chez des entreprises d'investissement qui peuvent devenir membre à distance.

En parallèle, la directive a supprimé le *numerus clausus*. Le *membership* des marchés réglementés ne peut plus être limité, et toute entreprise d'investissement habilitée à fournir le service de négociation pour compte propre ou l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ne peut se voir refuser l'accès à un marché réglementé.

Cependant la directive sur les services d'investissement s'avère insuffisante. Pour ce qui est des marchés, les critères posés sont incomplets et peu contraignants ce qui conduit à faire figurer sur la liste des marchés réglementés des types de marchés très différents. En outre ni cette définition, ni celle des entreprises d'investissement n'offrent un cadre satisfaisant au développement des *Alternative Trading Systems* (ATS) qui vient perturber les frontières traditionnelles entre les différents acteurs.

Enfin, la DSI ne règle pas les relations entre un investisseur et son intermédiaire. Constatant l'incapacité des Etats membres à proposer une harmonisation élevée dans le domaine des règles de conduite, elle énumère dans son article 11 les grands principes en matière de règles de conduite. Il résulte de cette situation une absence relative d'harmonisation des règles de conduite dans les différents Etats de l'Union. En ce qui concerne leur application, la directive renvoie à la compétence du pays dans lequel le service est fourni. Cette règle de partage des compétences est d'application difficile. La détermination du pays dans lequel le service est fourni a été brouillée par le développement de la vente en ligne de services financiers. Lorsqu'un établissement français effectue une transaction sur un marché allemand dont il est membre à distance pour le compte d'un investisseur espagnol la question se pose de savoir



où le service est rendu et partant, quelles règles de conduite le prestataire doit respecter. L'interprétation de cette disposition est rendue d'autant plus complexe que l'article 18 contient dans son paragraphe 2, deuxième alinéa, une disposition qui demande à l'Etat membre de communiquer à une entreprise d'investissement qui envisage de proposer des services en libre prestation dans cet Etat : « *le cas échéant les conditions y compris les règles de conduite, auxquelles pour des raisons d'intérêt général, les prestataires des services d'investissement en question doivent se conformer dans l'Etat membre d'accueil* ». Dès lors, la question se pose de savoir si en libre prestation de services, le prestataire doit appliquer l'ensemble des règles de conduite du pays d'accueil, ou bien seulement celles qui peuvent être considérées comme d'intérêt général au sens que la Cour de justice des Communautés européennes a donné à ce terme ? Une réponse affirmative serait cohérente avec l'article 49 du Traité CE sur la libre prestation, mais pour autant elle s'accorderait difficilement avec la rédaction de l'article 11 et la manière dont il a été généralement transposé.

L'article 11 prévoit en outre que les règles de conduite sont mises en œuvre en tenant compte de la nature professionnelle de la personne à laquelle le service est rendu. Or, il n'existe pas en droit communautaire de définition harmonisée de l'investisseur professionnel. Certaines législations, dont la France, ne prévoient pas quel régime particulier de règles de bonne conduite s'applique aux investisseurs avertis.

Le même constat s'impose pour les produits. Pour ce qui concerne la gestion collective de portefeuille, si la directive de 1985 permet la commercialisation sans restriction des produits dits coordonnés, elle ne parvient pas à couvrir les nouvelles combinaisons issues de l'innovation en matière d'ingénierie financière. Les produits les plus sophistiqués ne peuvent être distribués dans l'ensemble de l'Union selon le principe de la reconnaissance mutuelle. Par ailleurs, cette réglementation ne couvre que les produits dits ouverts et non les fonds fermés pour lesquels il n'y a pas d'accord sur le point de savoir s'ils devraient par défaut relever de la directive sur les prospectus.

Pour les valeurs mobilières, la législation communautaire fonctionne sur la base de trois grands textes qui ont été révisés à de nombreuses reprises. Le premier est la directive du 5 mars 1979 qui organise les conditions d'admission des titres à la cote d'un marché². Ces conditions portent autant sur la société émettrice, sa nature juridique, sa taille, la durée de son existence (trois ans avec des possibilités d'exception) que sur les titres eux-mêmes, notamment leur négociabilité, les conditions de leur émission dans le public. La directive contient également des dispositions qui portent sur les titres de créances. La directive prévoit également les obligations que les sociétés émettrices sont tenues de remplir à l'égard de leurs actionnaires et du public, notamment en matière d'information (publicité des comptes, rapport annuel).

Une deuxième directive du 17 mars 1980 porte coordination des

conditions d'établissement de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs³. Ce texte harmonise le contenu des prospectus dans les différents Etats membres, afin de rendre plus homogène l'information due à l'investisseur et de faciliter en cela les investissements dans l'ensemble de l'Union européenne. A l'origine, un article 24 prévoyait une simple coopération entre Etats membres pour favoriser la circulation des prospectus. La modification de 1987 introduit leur reconnaissance mutuelle. Des modifications ont également été introduites pour prendre en compte la directive du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

Cette directive de 1989⁴ constitue le troisième volet de la législation communautaire en ce qui concerne les valeurs mobilières. Elle étend l'obligation de publier un prospectus aux valeurs mobilières qui, sans faire l'objet d'une admission à une bourse, sont proposées pour la première fois au public. La directive énumère les cas dans lesquels ces règles ne s'appliquent pas, que ce soit au regard du type d'offres (cercle restreint, prix de l'ensemble des valeurs mobilières inférieur à 40 000 ECU...) ou bien au regard du type de valeurs mobilières (montant minimum de la coupure de 40 000 ECU, cas des offres publiques d'échange ou des fusions...) Pour autant, la directive ne définit pas de façon positive le terme d'offre publique, dans toutes ses composantes. Elle prévoit, comme dans la directive de 1980, la reconnaissance mutuelle des prospectus. Dans les deux cas, l'Etat membre peut demander l'insertion dans le prospectus de renseignements spécifiques au marché du pays d'admission relatifs en particulier au régime fiscal des revenus, aux organismes financiers qui assurent le service financier de l'émetteur dans ce pays, ainsi qu'au mode de publication des avis destinés aux investisseurs. Des dispositions particulières sont prévues lorsque le prospectus a été approuvé avec dispense ou dérogation partielle.

Ces directives ont contribué à faire en sorte que les investisseurs puissent porter : « *un jugement fondé sur le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de ces émetteurs, ainsi que sur les droits attachés à ces valeurs mobilières* ». Elles n'offrent pas pour autant un réel passeport aux émetteurs. Le plan d'action constate que : « *les émetteurs demeurent obligés de produire de nombreuses catégories de documents officiels avant de pouvoir proposer leurs valeurs mobilières sur les marchandises dans d'autres Etats membres, ces procédures s'avèrent coûteuses et freinent incontestablement les activités pan-européennes. La persistance de contraintes nationales supplémentaires n'a pas permis de parvenir à une reconnaissance mutuelle des prospectus* ». Plus encore, ces directives autorisent les Etats membres à prévoir de nombreuses exemptions qui rendent la reconnaissance mutuelle difficile.

L'absence d'un droit européen des sociétés constitue également un obstacle aux opérations industrielles rendant compliqués la fusion des entreprises ou le transfert d'une entreprise d'un État membre vers un autre État membre. Il n'existe pas de statut de la société européenne, ni de directive sur les fusions transfrontalières des sociétés anonymes ou sur le transfert du siège social des sociétés. Alors que l'on observe des mouvements de concentration dans les différents secteurs, l'absence de ces textes nuit à la protection des actionnaires minoritaires et constitue autant de zones d'ombre sur lesquelles les autorités nationales peuvent être tentées de s'appuyer pour protéger leurs industries.

A cela s'ajoute l'absence de normes unifiées en matière comptable qui faciliteraient la fiabilité et la transparence de l'information financière. L'Union ne devant pas se concevoir comme un champ d'action fermé, la recherche d'une harmonisation de l'information financière doit prendre en compte les référentiels internationaux afin que les sociétés pan-européennes puissent lever des capitaux tant sur les marchés européens que sur les marchés internationaux.

LE BILAN PROVISOIRE DES RÉALISATIONS DU PLAN D'ACTION

106

Les initiatives du plan d'action en matière de réglementation des marchés financiers concernent le cadre général de la prestation de services, l'amélioration de la transparence en matière d'information financière, les propositions en matière de passeport européen des émetteurs. Par ailleurs, il intègre également les projets en cours relatifs à la gestion collective et la directive sur le droit des OPA.

Pour ce qui concerne le cadre de la prestation de services d'investissement, le plan d'action prévoit principalement la publication d'une communication de la Commission établissant une distinction entre investisseurs avertis et simples investisseurs et une proposition de directive sur la manipulation de marché, et un livre vert sur l'amélioration de la DSI.

La publication du projet de communication sur l'investisseur averti devait intervenir à la fin de 1999. Il n'a pas encore été publié. La Commission devrait dans le même temps résoudre les deux questions soulevées par les articles 11 et 18 de la DSI, la détermination du pays dans lequel le service est fourni et le lien entre règles de bonne conduite et règles d'intérêt général. Cet exercice, notamment au regard de la seconde question, pourrait conduire à distinguer les cas où les règles du pays d'accueil sont applicables selon que l'on se trouve en présence d'une relation entre un prestataire et un investisseur averti ou un prestataire et un simple investisseur. La Commission dispose cependant d'un projet du Forum européen des régulateurs (Fesco) qui a mis au point une classification. Ce projet, développé dans l'article de Fabrice Demarigny, vise à

proposer une transposition harmonisée de l'article 11 applicable dans les différents pays de l'EEE. Les travaux de Fesco reposent sur l'hypothèse qu'une harmonisation à un haut niveau des règles déontologiques rendrait moins sensible la question de la détermination des règles applicables et réduirait les incertitudes juridiques qui pèsent sur les prestataires.

La proposition de directive sur la manipulation de marché doit être adressée aux Etats membres d'ici la fin de l'année 2000. La Commission a constitué un *Forum Group* réunissant des professionnels. Ceux-ci ont élaboré un pré-projet, s'inspirant des travaux menés en parallèle par les régulateurs réunis au sein du Fesco. Ce projet devrait venir compléter la législation européenne en matière de manquement boursier en ajoutant au délit d'initié, la diffusion de fausse information et la manipulation de cours. Dans ces domaines, il conviendrait non seulement de définir les manquements boursiers mais encore de prévoir des mécanismes de coopération entre les autorités de régulation des Etats membres afin de faciliter la lutte contre la commission de ces manquements. Le projet de Fesco prévoit l'établissement de mesures préventives visant à encadrer les situations et les personnes sensibles. Ce projet devrait conduire à un débat sur les compétences des autorités nationales tant en matière de pouvoir d'enquête que de pouvoir de sanction. En ce qui concerne ce dernier, le développement de la jurisprudence sur l'article 6 de la convention européenne des droits de l'Homme, tant par les juridictions nationales que les juridictions européennes, orientera les solutions possibles.

Enfin, la Commission prévoit la publication d'un Livre vert sur l'amélioration de la DSI. Cette publication devrait intervenir avant la fin de l'année. De fait, la Commission a commencé un processus de consultation des ministères des Finances et des régulateurs nationaux. Cette consultation devrait traiter du périmètre des services d'investissement et en particulier de la manière de réglementer la compensation ainsi que le règlement et la livraison d'instruments financiers. Le développement des transactions transfrontières rend nécessaire une réflexion sur les conditions dans lesquelles ces services sont rendus, et pose la question de la nécessité de définir des normes communes et mettre en place une reconnaissance mutuelle des agréments. Par ailleurs, ce Livre vert va faire des propositions en ce qui concerne les marchés réglementés, afin non seulement de revoir la notion de marché réglementé mais surtout d'intégrer les nouveaux modes de réalisation des transactions, notamment les ATS. La suppression de la criée et son remplacement par des systèmes électroniques de transaction a modifié le *membership* des marchés et le rôle des prestataires en charge de l'exécution des ordres. En parallèle, se sont développés des systèmes alternatifs aux marchés réglementés. A l'origine, la question des ATS se pose en termes d'agrément. Ces systèmes doivent-ils être considérés comme des prestataires de services d'investissement et dans ce cas, quels services fournissent-ils ou



bien doivent-ils être reconnus comme des marchés réglementés s'ils répondent aux exigences de ces derniers. La problématique du traitement des ATS pose la question de la concurrence entre ces systèmes et les marchés réglementés qui doivent remplir un certain nombre d'exigences en matière de transparence et de *reporting*. Les ATS représentent une réalité protéiforme, tous ne proposant pas le même service ou d'une manière aussi achevée. Il importe donc de bâtir un système souple capable d'appréhender les évolutions futures. La future directive devra embrasser une réalité mouvante.

En ce qui concerne les produits, le plan d'action prévoit de faciliter la levée des capitaux par deux actions : améliorer la directive sur l'admission à la cote et les prospectus et actualiser la directive sur l'information périodique. Si le second sujet n'est pas encore d'actualité, en revanche la Commission a entamé une réflexion au sein d'un groupe de professionnels, lequel s'est inspiré des travaux de Fesco. Les projets en cours visent à faire en sorte qu'un vrai passeport européen pour les émetteurs soit mis en place, notamment en développant le système du document de référence (*Shelf Registration Document*) et de la note d'information déjà utilisée en France, mais aussi en harmonisant plus encore le contenu des prospectus, en s'inspirant en particulier des principes posés par l'OICV à Nairobi en 1997. Ces mesures devraient s'accompagner de la réforme des 4^{ème} et 7^{ème} directives sur le droit des sociétés pour permettre la comptabilisation à la juste valeur, et adapter les normes comptables au marché unique et aux normes internationales. En matière d'adaptation des normes comptables européennes, la Commission a publié une Communication approuvée par le Conseil Ecofin du 17 juillet 2000 qui définit la stratégie comptable de l'Union. Il s'agit à terme de faire en sorte que non seulement les sociétés cotées, mais également celles qui font appel à l'épargne aient l'obligation d'établir leurs comptes consolidés en respectant les normes internationales de l'IASC. L'Union entend mettre au point un mécanisme de reconnaissance de ces standards internationaux. Ce mécanisme contribuerait d'une part à peser sur la définition des normes IAS, et d'autre part viserait à faciliter la transposition dans l'ordre communautaire de ces normes.

Par ailleurs, le plan d'action prévoit un accord politique sur les propositions de directives concernant les OPCVM. La première proposition de directive doit, en élargissant le champ des actifs dans lesquels les fonds peuvent investir, permettre la reconnaissance et partant la commercialisation dans l'ensemble de l'Union d'un éventail beaucoup plus large de parts d'OPCVM. La deuxième proposition de directive vise à créer un passeport européen pour les sociétés de gestion d'OPCVM.

La première directive vise en particulier à permettre aux OPCVM d'investir dans des instruments financiers autres que des valeurs mobilières, contrairement aux limitations de la directive 85/611/CEE. Le

projet prévoit la possibilité pour les OPCVM d'investir leurs actifs dans des parts d'OPCVM harmonisés ou d'autres organismes de placement de type ouvert qui investissent aussi dans des valeurs mobilières. Il est envisagé également que les OPCVM puissent placer leurs actifs sous forme de dépôt bancaire, dans des instruments dérivés sous certaines conditions en particulier en termes d'engagement et de publicité. Il conviendrait, en parallèle, de s'assurer de la surveillance efficace des différents véhicules dans lesquels les OPCVM pourraient investir, de prévoir des mécanismes qui évitent que ne se développent des montages en cascade qui nuisent à la transparence des OPCVM¹⁰.

La deuxième directive, qui porte sur les sociétés de gestion, traitera notamment des conditions d'agrément et du champ de compétences de ces sociétés, du capital minimal et des fonds propres permanents, de la question des délégations et du prospectus.

Le plan d'action prévoit un accord politique sur la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition. Celui-ci a été entériné le 21 juin 1999, cependant la question de Gibraltar a retardé l'adoption de la position commune qui a finalement eu lieu en juin 2000. Cette proposition vise à garantir la protection des intérêts des détenteurs de titres de sociétés relevant du droit d'un Etat membre lorsque ces sociétés font l'objet d'une offre publique d'acquisition et que leurs titres sont admis à être négociés sur un marché réglementé. Elle pose des principes généraux relatifs à l'égalité de traitement des détenteurs de titres de la société cible qui se trouve dans une situation identique, à leur information, à la protection de l'intérêt social de la société cible, à la transparence et à l'intégrité du marché. En outre, cette directive pose des règles minimales, notamment en matière d'OPA obligatoire en vue de la protection des actionnaires minoritaires, lorsqu'une personne physique ou morale agissant seule ou de concert vient à détenir directement ou indirectement le contrôle en droits de vote d'une société cotée. Les modalités de cette OPA sont précisées. La directive organise également la répartition des compétences entre l'autorité de contrôle du siège et l'autorité de contrôle du marché sur lequel les titres sont négociés. Le principe retenu est que lorsque la société cible est cotée sur un marché de l'Etat de son siège social, l'autorité de contrôle et le droit applicable sont ceux de cet Etat, en revanche, lorsque la société cible n'est pas cotée sur son marché d'origine, la directive prévoit une répartition des compétences entre l'autorité de contrôle du siège et celle du marché. Reviendraient à l'autorité du marché les aspects relatifs au déroulement de l'offre, à l'information du public, au contenu du document d'offre et en particulier au contrôle du caractère équitable du prix offert. Par ailleurs, la directive encadre les moyens de défense que les dirigeants de la société cible sont susceptibles d'utiliser. La directive prévoit comme en matière de prospectus l'établissement d'un document d'information qui bénéficie de la reconnaissance mutuelle.



Cette directive qui propose une harmonisation minimum des règles d'OPA va faciliter les OPA transfrontières. Cependant, et malgré une longue négociation, elle demeure une harmonisation minimale des règles dans ce domaine.

L'harmonisation minimale est le principe de nombreuses directives sectorielles. Les règles de décision au sein des institutions européennes lourdes et contraignantes ont conduit les Etats membres à aller dans cette voie. Cette construction est cependant mise à mal par le développement des activités à distance.

En outre, ces initiatives montrent la nécessité non seulement de renforcer et compléter le droit communautaire, mais encore de trouver des mécanismes qui permettent son adaptation rapide aux évolutions des marchés.

LES ENJEUX DE LA PRESTATION DE SERVICES À DISTANCE

Le développement de l'Internet conduit à un accroissement de l'offre de services d'investissement et de vente de produits financiers en ligne, qui rend nécessaire le renforcement de la cohérence entre les législations. Pour bien comprendre cette nécessité, il convient de s'arrêter sur les termes du problème. Les frontières nationales ont déjà été largement abaissées en Europe au travers des prestations de services en libre établissement ou en libre prestation, pour autant Internet introduit un élément nouveau, c'est le caractère potentiellement universel de l'offre de services. L'offre de services transfrontières n'est pas précédée d'un fait générateur identifiable comme un déplacement ou l'installation d'une succursale. En outre, un site Internet est ouvert à tous les consommateurs. En réponse, les régulateurs boursiers rassemblés au sein de l'OICV ont adopté des recommandations liées à la fourniture de services d'investissement. Inspirée par les *interpretative release* de la SEC, notamment celles du 23 mars 1998 sur l'offre de produits financiers sur les sites étrangers, la recommandation de l'OICV de septembre 1998 préconisait que les régulateurs affinent leur réglementation relative à la diffusion d'informations financières sur Internet, insistant notamment sur l'égalité de traitement des investisseurs au regard des autres modes d'information (le risque étant que le public disposant d'Internet soit mieux informé que le public susceptible d'être informé que par la seule voie postale). La recommandation traitait également de la conservation des données, l'utilisation d'Internet dans le gouvernement d'entreprise... Le point qui mérite d'être relevé au regard de l'analyse du droit communautaire sur ce sujet porte sur la question de la délimitation des compétences de chaque régulateur. La recommandation de l'OICV sur Internet retient le critère de l'intentionnalité. C'est-à-dire qu'un régulateur pourrait

se déclarer compétent pour réglementer un site dès lors qu'à la question : « ce site cherche-t-il à faire une offre dans notre juridiction ? » la réponse est positive, ou bien dès lors qu'à la question : « ce site met-il en œuvre des mesures afin de ne pas faire d'offre dans notre juridiction » la réponse est également affirmative. Le rapport de la *Task Force* de l'OICV contient une liste de critères appuyant la présomption d'offre ou de critères permettant de la récuser. La Commission des opérations de bourse comme le Conseil des marchés financiers ont retenu respectivement dans les recommandations de 1998 et dans la décision de 1999 le principe de l'intentionnalité pour établir leurs compétences sur la réglementation d'un site.

Sur ce sujet, il convient de regarder le choix fait dans le projet de directive sur le commerce électronique et dans le projet de directive sur la vente à distance de services financiers. La directive commerce électronique semble suivre une position différente de la démarche retenue par les régulateurs de l'OICV. Cela ne veut pas dire pour autant que le législateur européen refuse le critère de l'intentionnalité, cela signifie seulement que, dans la perspective d'un marché unique des services, et dans le cadre d'une exigence élevée en matière d'intégration juridique, cette solution ne semble pas appropriée.

La directive sur le Commerce électronique dispose dans son considérant 8 que « Considérant que le contrôle des services de la société de l'information doit se faire à la source de l'activité pour assurer une protection efficace de l'intérêt général ; que, pour cela, il est nécessaire de garantir que l'autorité compétente assure cette protection non seulement pour les citoyens de son pays, mais aussi pour l'ensemble des citoyens de la Communauté ; que en outre, afin d'assurer efficacement la libre circulation des services et une sécurité juridique pour les prestataires et leurs destinataires, ces services doivent être soumis uniquement au régime juridique de l'Etat membre dans lequel le prestataire est établi ; que pour améliorer la confiance mutuelle entre les Etats membres il est indispensable de préciser clairement cette responsabilité de l'Etat membre d'origine des services ».

L'article 3 de la directive Commerce électronique dispose en effet que : « chaque Etat membre veille à ce que les services de la société de l'information fournis par un prestataire établi sur son territoire respectent les dispositions nationales applicables dans cet Etat membre relevant du domaine coordonné de la présente directive ».

La directive dispose ainsi que le droit applicable au site est celui du pays dans lequel le prestataire est installé. Cependant la différence de démarche entre les régulateurs de l'OICV et le législateur européen se comprend à la lecture du considérant 20 bis qui dispose que : « Considérant qu'en dépit de la nature planétaire des communications électroniques, la coordination au niveau européen des mesures réglementaires nationales est nécessaire afin d'éviter la fragmentation du marché



intérieur et d'établir un cadre réglementaire européen approprié ; que cette coordination doit également contribuer à l'obtention d'une position de négociation commune et forte dans les enceintes internationales ».

La lecture de cet article 3 est difficile et son articulation avec les autres textes communautaires n'est pas aisée. La Commission doit publier une communication en matière de commerce électronique. Elle a annoncé, à la demande des différents comités européens dans le domaine bancaire, des assurances et des valeurs mobilières, que des travaux de coordination auront lieu. Pour cette raison, on se bornera ici à avancer des pistes de réflexion. Trois questions se posent. Dans quels cas se trouve-t-on dans un cas de libre prestation de services ? Ce texte comporte-t-il des conséquences particulières en matière de droit applicable au prestataire, et quel est le droit applicable au contrat conclu entre un prestataire et son client ?

Il n'existe pas un critère universel qui permette de déterminer dans le cas d'un service fourni à distance, si on se trouve en situation de libre prestation de services dite active qui emporte pour les services financiers une obligation de notification. Selon la jurisprudence de la Cour de justice, la libre prestation de services peut comporter un déplacement du prestataire, du destinataire et peut également s'effectuer sans déplacement ni du prestataire ni du destinataire⁵. La Cour de justice a développé dans une jurisprudence abondante les cas dans lesquels une représentation, voire une simple installation électronique, pouvait permettre de déterminer si il y avait libre prestation de services ou bien libre établissement.

En ce qui concerne la relation nouée par Internet, la Commission, dans une récente communication interprétative sur le secteur des assurances⁶, en s'appuyant sur la jurisprudence de la Cour de Justice, indique que la conclusion d'un contrat d'assurance par la voie d'Internet devrait être couverte par la libre prestation de services. Il est vrai qu'en matière d'assurance, le lieu où le service est rendu est déterminé par les directives assurance elles-mêmes qui font de la localisation du risque couvert par le contrat d'assurance, l'élément déterminant pour définir le régime applicable. Dans une communication antérieure sur les services bancaires, la Commission avait retenu pour déterminer le lieu où le service est rendu la notion de prestation caractéristique, utilisée par la convention de Bruxelles du 27 septembre 1968 sur la juridiction compétente et la Convention de Rome du 19 juin 1980. Cependant, ce critère s'applique difficilement à la prestation de services financiers. En effet, est-ce le lieu du compte, du siège du prestataire, du pays de résidence du client qui répond de façon satisfaisante à la question du lieu où le service est rendu ? Cependant, c'est bien la détermination du lieu où le service est rendu qui déterminera le cas échéant la nécessité de faire une notification, de tenir compte des règles applicables du pays tiers, notamment des règles d'intérêt général.

L'article 3 du projet de directive sur le commerce électronique comporte-t-il des conséquences particulières en matière de droit appli-

cable au prestataire, notamment au regard du partage entre pays d'origine et pays d'accueil ? Il faut noter tout d'abord qu'il s'inscrit dans le texte de l'article 49 du Traité CE⁷. Le Traité pose le principe de la libre prestation de services, et les prestataires agissent dans le cadre des lois de leur pays d'origine. Par ailleurs le projet de directive couvre les services de la société de l'information soit des domaines coordonnés et non coordonnés. En ce qui concerne le droit des marchés financiers, les mécanismes de reconnaissance mutuelle continuent à s'appliquer au regard des directives sectorielles. Pour ce qui est du domaine non coordonné, l'exercice de la libre prestation se fait dans le cadre de l'article 50 : « *sans préjudice des dispositions du chapitre relatif au droit d'établissement, le prestataire peut, pour l'exécution de sa prestation, exercer, à titre temporaire, son activité dans le pays où la prestation est fournie, dans les mêmes conditions que celles que ce pays impose à son propre ressortissant* ». La Cour a développé une abondante jurisprudence sur les restrictions qui peuvent être apportées à la libre prestation de services, notamment au titre de l'intérêt général. Notamment toute restriction à la libre prestation par des prestataires de pays tiers doit remplir quatre conditions : être non discriminatoire dans son application, répondre à des raisons impérieuses d'intérêt général, garantir la réalisation de l'objectif poursuivi et être proportionnée à cet objectif⁸. La directive commerce électronique devrait s'inscrire dans ce cadre si toutefois la notion de règle d'intérêt général n'est pas limitée aux mesures qui feront l'objet de la procédure déclarative prévue aux articles suivants. La difficulté vient plus de son articulation avec les autres directives comme le projet de directive vente à distance de services financiers.

Enfin se pose la question du droit applicable au contrat entre le client et son prestataire. Il faut limiter, semble-t-il, la portée de l'article 3 précité au droit applicable au site, cette directive n'ayant pas vocation à poser des règles de conflit de loi notamment en ce qui concerne le contrat de vente de produits. C'est pourquoi le troisième alinéa de l'article 3 dispose que cette règle de compétence (paragraphe i) ne s'applique aux dispositions des articles 9, 10 et 11 de la directive, soit les articles traitant des contrats conclus par voie électronique, des informations à fournir sur les modalités de conclusion du contrat par voie électronique entre un prestataire et un consommateur et du moment de la conclusion du contrat, que lorsque le droit international privé des Etats membres ne s'y oppose pas. La directive commerce électronique ne déroge pas à l'application de la convention de Rome. En revanche, la question se pose de l'adaptation de cette convention aux activités à distance.

La directive commerce électronique repose sur un postulat : l'existence d'une harmonisation élevée et, à un moindre degré, sur la confiance réciproque entre les Etats membres de l'Union. Le second peut-il vivre sans le premier ? Au regard du tableau de la législation communautaire en

matière de services financiers, la directive s'appuie sur une situation qui, à bien des égards, n'existe pas. En effet, les directives sectorielles proposent une harmonisation minimum c'est-à-dire qu'elles permettent aux Etats membres, au-delà de l'harmonisation, d'ajouter des mesures plus strictes s'ils considèrent que ces mesures plus strictes sont nécessaires pour la défense des consommateurs et la protection de l'intérêt général. Cette logique d'harmonisation a permis, en prenant en compte le fonctionnement particulier des institutions et notamment les règles contraignantes en matière de prise de décision, de bâtir un certain corpus de règles communautaires. En revanche cette harmonisation est insuffisante au regard de la création d'un véritable marché unique qui impose une forte intégration juridique. Le développement des offres de services en ligne a été un catalyseur de cette insuffisance.

En matière de services financiers, les discussions sur la directive vente à distance des services financiers se sont trouvées confrontées à la question du sort des dispositions juridiques nationales prises de manière additionnelle aux directives sectorielles.

Le projet de directive sur la vente à distance des services financiers a un champ d'action à la fois plus restreint et plus large que celui sur le commerce électronique. Il ne vise que la relation entre un prestataire et un consommateur, au sens du droit communautaire, c'est-à-dire une personne physique agissant en dehors de ses activités professionnelles là où la directive commerce électronique couvre l'ensemble des échanges électroniques, que ce soit entre professionnels ou entre un professionnel et un consommateur. La directive sur la vente à distance des services financiers ne traite que des services financiers, c'est-à-dire des services bancaires, d'investissement et d'assurance, alors que la directive sur le commerce électronique touche l'ensemble des services de la société de l'information. Il est vrai qu'une directive cadre vente à distance a été approuvée en 1998. Cependant, la directive sur la vente à distance ne se limite pas à la vente en ligne mais a pour vocation à s'appliquer également à toute autre vente à distance, notamment par téléphone, par correspondance, pour autant que la relation soit établie et le contrat conclu à distance.

La directive sur la vente à distance des services financiers a pour objet d'organiser un cadre harmonisé pour la vente à distance de services financiers ; c'est pourquoi elle contient des dispositions sur les informations devant être fournies au client préalablement à la fourniture du service ou à la vente du produit, dans certains cas la possibilité d'un droit de rétractation, les aspects liés au paiement du service et les aspects relatifs à la charge de la preuve en cas de litige.

L'une des principales questions sur laquelle les discussions ont buté lors de la Présidence finlandaise porte sur le contenu des informations préalables. Plus exactement, la question se pose de l'articulation avec les informations préalables qui seraient contenues dans les directives secto-

rielles touchant au secteur des services financiers, et plus encore avec les informations préalables propres à chaque législation nationale qui ont été prises de manière additionnelle aux directives sectorielles dans la mesure où celles-ci contenaient en général un article permettant, dans le cadre de la protection des investisseurs ou de l'intérêt général de prendre des mesures additionnelles. On comprendra que derrière ces questions se pose celle du degré d'harmonisation. En effet soit la directive, et notamment l'article 3, retient un niveau d'harmonisation élevé, ce qui est conforme à l'objectif de l'achèvement du Marché unique des services financiers, dans ce cas, si les exigences posées par les directives sectorielles demeurent applicables en revanche, les règles nationales additionnelles à ces directives ne peuvent rester applicables, du moins lorsque l'on se trouve dans le cadre de la vente à distance. Comme il n'est pas imaginable que deux corps de règles coexistent, l'un pour la vente à distance, l'autre pour la vente en face à face, c'est bien de la suppression de ces dispositions dont il s'agit. Deux solutions s'offrent alors : soit intégrer ces dispositions dans les directives sectorielles à la faveur d'une révision des directives sectorielles et d'une harmonisation plus poussée de ces dernières ; soit faire en sorte que la liste contenue dans la directive vente à distance des services financiers contienne suffisamment d'éléments qu'elle recouvre les exigences, au moins principales, des législations nationales.

Compte tenu de ces questions, le Conseil du marché intérieur des 6 et 7 décembre 1999 a demandé que soit réalisé un examen détaillé des exigences en matière de vente de produits financiers avant d'adopter une position commune. Ces travaux se sont déroulés sous la Présidence portugaise. Les travaux de la Commission ont abouti à un vaste document reprenant l'ensemble des dispositions pré-contractuelles applicables dans chaque Etat membre et ayant été adoptées de façon additionnelle aux directives sur les prospectus, sur les OPCVM, sur les services d'investissement, sur les assurances-vie et non vie et le crédit immobilier⁹. Les services de la Commission ont également classé ces mesures par ordre de fréquence, afin de savoir lesquelles se retrouvaient dans plusieurs Etat membres. A cet égard, on constate que, si les mesures prises par les différents Etats diffèrent dans leurs modalités, elles demeurent assez semblables quant à leur objectif. Il revient à la Présidence française de proposer une nouvelle rédaction de l'article 3. Il serait de bon sens de trouver une solution permettant une harmonisation de haut niveau. Sinon, il reviendra aux prestataires de services, de prendre en compte selon les pays visés les obligations particulières à telle ou telle législation. A moins que l'on considère que l'investisseur aura à se plier - et donc à connaître - les règles du prestataire agissant en libre prestation. Cette situation ne conduira assurément pas vers la réalisation d'un Marché unique des services financiers.

Le Plan d'action pour les services financiers est une réponse aux absences et aux inadaptations de la réglementation communautaire actuelle dans le domaine des marchés financiers. Pour autant il s'agit d'une réponse conjoncturelle qui ne constitue pas une solution aux deux difficultés que posent la question de l'harmonisation des transpositions des directives et celle de l'effet du commerce électronique.

Le développement du commerce électronique nécessite une harmonisation poussée des pratiques. En ce qui concerne les marchés réglementés, comme les règles de conduite ou encore les prospectus, le plan d'action propose, pour achever l'unification des règles, la révision d'anciennes directives. Ces textes devraient conduire à disposer d'un corps de textes plus complet et plus harmonisé. Cependant, les évolutions des marchés nécessitent à la marge des adaptations fréquentes. La directive n'est pas le véhicule juridique adapté pour des harmonisations techniques et détaillées. Elle évolue lentement en raison de son mode d'élaboration. Au-delà de mesures de fond, c'est bien à une réflexion sur la méthodologie qu'appelle le constat rapidement dressé ici. Fesco dans son rapport sur la manipulation de marché propose la mise en place d'un réseau de régulateurs, doté de certains pouvoirs réglementaires et qui définirait en commun des normes harmonisées pour la transposition des directives. Sous la Présidence française, le Conseil a confié à un groupe de cinq sages placés sous la Présidence d'Alexandre Lamfalussy de réfléchir aux problèmes posés par la réglementation financière en Europe. Ce groupe devrait publier un premier rapport d'orientation le 9 novembre 2000.

NOTES

1. Directive du Conseil du 10 mai 1993 sur les services d'investissement 93/6/CEE.
2. Directive 79/279 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, modifiée par la directive 82/148.
3. Directive 80/390/CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, modifiée par les directives 82/148/CEE, 87/345/CEE, 90/211, 94/18/CEE.
4. Directive 89/298/CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.
5. Affaire 286/82 et 26/83 Luisi et Carbone, rec 1984 ou encore affaire Alpine (C-384/93).
6. Communication interprétative de la Commission sur la liberté de prestation de services et l'intérêt général dans le secteur des assurances.
7. Les restrictions à la libre prestation de services à l'intérieur de la Communauté sont interdites à l'égard des ressortissants des Etats membres établis dans un pays de la Communauté autre que celui du destinataire de la prestation.
8. 12 décembre 1996, Reisebüro Broede c. Sandker.
9. *Distance Marketing of Consumer Financial Services*, Brussels 14 juillet 2000.
10. La proposition de directive a fait l'objet d'un accord politique à la mi-octobre 2000.