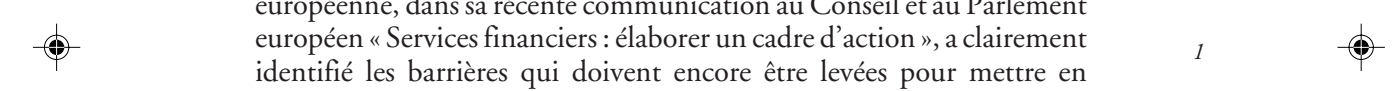


# LE FORUM OF EUROPEAN SECURITIES COMMISSIONS (FESCO) : UNE RÉPONSE AUX BESOINS DE RÉGULATION DU MARCHÉ UNIQUE DES SERVICES FINANCIERS

FABRICE DEMARIGNY\*



L'euo est un catalyseur puissant de l'intégration des marchés financiers en Europe. Il vient compléter l'ensemble des mesures qui ont levé les obstacles aux activités financières transfrontières au sein de l'Espace économique européen (EEE). La Commission européenne, dans sa récente communication au Conseil et au Parlement européen « Services financiers : élaborer un cadre d'action », a clairement identifié les barrières qui doivent encore être levées pour mettre en œuvre un marché unique intégré. Les régulateurs de marché de l'EEE qui ont la charge d'appliquer les directives européennes ont anticipé cette évolution en décembre 1997 lorsqu'ils ont décidé de se regrouper de manière étroite pour préparer ensemble la régulation au quotidien du Marché unique de services financiers au sein du *Forum of European Securities Commissions* (FESCO)<sup>1</sup>.

## *FESCO : LE REGROUPEMENT DES RÉGULATEURS NATIONAUX DÉCIDÉS À AGIR DE CONCERT*

En leur qualité d'autorités publiques de régulation des marchés, les signataires de la Charte de FESCO ont réaffirmé certains principes fondamentaux et ont pris, tant en principe qu'en pratique, l'engagement :

- de mettre en commun leurs expériences et d'agir ensemble pour une mise en œuvre correcte et efficace du marché unique européen des services financiers ;
- d'unir leurs efforts pour élaborer des normes communes de régulation des activités et des marchés financiers dans les domaines qui n'ont pas

---

\* Secrétaire général de FESCO.

été harmonisés par les directives européennes existantes et qui relèvent d'une approche commune ;

- de se fournir, dans les limites légales, l'assistance mutuelle la plus large et à renforcer la coopération transfrontières afin d'améliorer la surveillance des marchés et la répression des fraudes.

L'action de FESCO est menée par son président, M. Georg Wittich, président du *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (BAWe), qui a succédé à M. Tommaso Padoa Schioppa.

FESCO établit des standards qui enrichissent et précisent les grands principes fixés dans les directives européennes. Il apporte également à la Commission européenne la vision des régulateurs de marché pour la définition des priorités dans le Plan d'action de l'Union européenne.

De manière moins visible, FESCO offre également un lieu où les présidents des autorités de régulation de marché européennes s'accordent sur des réponses communes à apporter aux changements rapides qui caractérisent les marchés financiers européens. Il englobe également une enceinte et un réseau spécialisé et opérationnel - FESCOPOL - au sein duquel les chefs de services d'inspection mettent en commun leurs difficultés, s'alertent mutuellement sur certains faits délictueux et enfin, resserrent la coopération transfrontières pour lutter contre les infractions boursières.

2

Le travail de FESCO s'effectue par des réunions régulières au niveau des présidents (quatre par an en règle générale). La continuité des travaux est assurée par un secrétariat, basé à Paris, composé d'un secrétaire général et de quatre autres chargés de mission mis à disposition par certains membres à temps partiel. Le travail technique est effectué au sein de groupes d'experts constitués au coup par coup en fonction des priorités définies par les membres. Les groupes d'experts sont menés par le président de l'une des autorités membres et, une fois leurs mandats achevés, sont dissous. Le travail de FESCO suit des procédures transparentes et ouvertes. Avant l'adoption de standards, des consultations des régulateurs bancaires ou d'assurance, des organismes professionnels et des associations d'investisseurs sont conduites, tant au niveau national qu'europeen.

Le commissaire européen en charge des services financiers a désigné le directeur général en charge des marchés à la Commission européenne comme observateur aux réunions de FESCO. Des experts de la Commission européenne participent également à tous les groupes d'experts et assurent de cette manière la parfaite cohérence entre les travaux menés par la Commission et ceux de FESCO. A noter que, de manière réciproque, FESCO participe aux réunions du *Financial Services Policy Group* (FSPG) et à celles du groupe de haut niveau des régulateurs de marché.

Enfin, lorsque FESCO met au point et adopte des standards, ses membres s'engagent à les transposer dans leur propre réglementation ou, s'ils n'en ont pas le pouvoir, à faire toutes les démarches nécessaires pour que ceux-ci soient transposés par la loi ou par une autorité nationale sœur. Afin de ne laisser planer aucun doute sur leur volonté et accroître la transparence de leur action, les membres de FESCO rendent publique la manière dont chaque jeu de normes est transposé ou les actions qu'ils ont engagées pour qu'il en soit ainsi.

Une fois présentée cette structure originale propre à FESCO, qui n'a pas d'équivalent en Europe dans les secteurs de la banque ou de l'assurance, il est intéressant d'illustrer par des exemples précis quelle est la valeur ajoutée de FESCO en matière de régulation des marchés en Europe. Quatre domaines principaux permettent de le faire: les opérations financières réalisées par les sociétés cotées, l'organisation des marchés et des systèmes de transactions alternatifs, les intermédiaires financiers et enfin, l'intégrité du marché<sup>2</sup>.

#### *FAVORISER LES OFFRES PUBLIQUES PAN-EUROPÉENNES*

L'une des questions essentielles du plan d'action pour les services financiers de l'Union européenne est de réduire le coût du capital pour les entreprises européennes. A l'heure actuelle de nombreux obstacles administratifs ou réglementaires entravent l'accès des grandes entreprises aux ressources en capital qui leur sont pourtant nécessaires pour financier leur croissance sur une base pan-européenne.

Pour apporter des réponses concrètes à ces imperfections, FESCO a entamé des travaux dans quatre domaines visant à :

- finaliser une proposition pour mettre au point un véritable « passeport » européen pour les émetteurs ;
- harmoniser les pratiques en matière de stabilisation des cours en période d'offre et d'allocation des titres ;
- adopter des normes de bonne conduite pour les participants à une offre publique ;
- introduire en Europe les normes comptables développées par l'*International Accounting Standards Committee* (IASC).

#### *Un passeport européen pour les émetteurs*

Grâce aux travaux d'un groupe d'experts présidé par Salvatore Bragantini, membre de la CONSOB italienne, FESCO a ouvert une consultation sur la base d'un premier document détaillant ce qui doit être fait pour mettre au point un passeport européen pour les émetteurs (FESCO/99-098e). Ce document s'attache d'une part à définir les étapes concrètes qui peuvent être franchies dès à présent et, d'autre part, à identifier les amendements nécessaires aux directives européennes

existantes pour faciliter la reconnaissance mutuelle des prospectus. La ligne directrice de ces travaux est d'éviter l'existence de documents redondants, de réduire les exigences nationales supplémentaires et enfin, d'accroître l'accès des investisseurs européens à l'information utile.

Le cœur de la proposition de FESCO est de généraliser en Europe le système qui vise à scinder le prospectus en un document de référence et une note d'opération. Les informations annuelles relatives à la société émettrice figurent dans le document de référence et chaque fois que cette société fait appel au marché, elle doit diffuser une note d'opération contenant les informations propres à l'émission dans chacun des États membres où s'étend son offre. Ces documents doivent être diffusés dans une langue usuelle en matière financière et, si cela est jugé nécessaire, une autorité compétente nationale peut demander à l'émetteur de diffuser également un court résumé dans la langue concernée.

Les avantages de ce système sont multiples pour les investisseurs : ils disposent de plusieurs documents d'information calibrés en fonction de besoins différents (réponses immédiates, détails sur la spécificité de l'offre, information en profondeur sur la société), ils peuvent obtenir une information actualisée annuellement sur la société (et non pas à chaque fois qu'elle émet des titres), ils ont un accès rapide aux émissions des grandes sociétés européennes et enfin, ils peuvent prendre des décisions d'investissement sur la base de documents d'information approuvés par l'autorité compétente placée au plus près de l'émetteur. Les sociétés émettrices peuvent également en tirer plusieurs avantages: une réduction des coûts engendrés par le besoin de composer le même document dans plusieurs États membres, un gain de temps dans la procédure d'approbation et de reconnaissance mutuelle des prospectus, la validité annuelle d'une grande partie de l'information contenue dans les prospectus et enfin, la possibilité d'émettre très rapidement en fonction des conditions du marché.

Afin de faciliter la diffusion et l'accès à ces documents d'information, FESCO encourage vivement l'utilisation des moyens électroniques de communication.

Au bout du compte, et en explorant d'autres pistes de simplification, l'objectif final de cet exercice est de mettre au point un dispositif de notification. Si une autorité compétente a examiné et approuvé les divers documents, ceux-ci deviennent utilisables dans un autre État membre, sous réserve d'une simple notification. Le groupe d'experts fera de nouvelles propositions en ce sens.

*Des pratiques de stabilisation des cours et  
d'allocation des titres harmonisées*

FESCO a également rendu public un document consultatif élaboré

par un groupe d'experts présidé par Kaarlo Jännäri, directeur général du *Rahoitustarkastus* de Finlande, visant à harmoniser les pratiques en matière de stabilisation de cours et d'allocation des titres. L'essentiel de ce qui est proposé consiste à fixer des limites claires de fluctuation de prix pendant une période fixe et d'imposer des obligations de transparence des transactions réalisées.

Le groupe a rédigé des standards en conformité avec ceux existants sur d'autres grandes places financières internationales permettant ainsi aux prestataires de services d'investissement européens de participer à des émissions avec un seul jeu de règles de stabilisation des cours indépendamment du marché sur lequel les interventions sur le titre ont lieu.

En matière d'allocation des titres, le groupe a cherché à trouver un point d'équilibre entre les intérêts divergents des émetteurs, des banquiers placeurs et des investisseurs (institutionnels et particuliers). La solution proposée vise fondamentalement à accroître la transparence des méthodes d'allocation des titres afin que tout investisseur connaisse à l'avance le sort qui sera réservé à son ordre. L'objectif est ici d'adopter un « Code européen d'allocation des titres » afin de s'assurer que les titres sont alloués avec un jeu clair et unique de normes au sein de l'Europe.

#### *L'intégrité des opérations financières*

FESCO a adopté des standards à respecter par les participants à une offre publique de vente de titres (99-FESCO-B). Ces normes de bonne conduite rappellent la nécessité pour les participants à une offre de diffuser toute information susceptible d'avoir un impact sur le cours de manière précise, exacte et sincère et d'avoir, en amont de cette diffusion, une organisation interne permettant d'éviter l'utilisation inadéquate de cette information. Ces règles indiquent également les précautions nécessaires à prendre pour que des transactions réalisées par les participants à l'offre n'induisent pas en erreur les autres investisseurs sur la valeur des titres offerts ou sur l'existence d'un réel marché de ces titres.

#### *L'intégration des normes comptables internationales dans l'Union européenne*

Le plan d'action sur les services financiers reconnaît l'importance pour le marché financier européen du fait d'avoir un jeu de normes comptables unique pour les sociétés cotées. Dans une communication récente (COM (2000) 359), la Commission européenne souligne que les normes comptables internationales mises au point par l'*International Accounting Standards Committee* (IASC) seraient convenables pour les sociétés cotées de l'Espace économique européen. FESCO a décidé de créer un groupe d'experts, présidé par Henrik Bjerre-Nielsen, directeur général du *Finanstilsynet* du Danemark, pour évaluer le rôle que doivent



jouer les régulateurs de marché dans la création d'un mécanisme d'introduction des normes comptables de l'IASC en Europe, tant sur le plan institutionnel que sur le fond.

### *CLARIFIER LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES BOURSES ET DES SYSTÈMES ALTERNATIFS DE TRANSACTIONS*

L'un des principaux objectifs de la définition des standards pour les marchés réglementés de l'Union européenne (bourses et marchés à terme) est de renforcer la confiance du public qui y réalise des transactions. Si cette confiance existe, alors les marchés peuvent remplir efficacement leur rôle économique en fournissant aux émetteurs les ressources nécessaires à leur croissance et aux investisseurs les produits d'épargne répondant à leurs besoins de placement.

De surcroît, les marchés réglementés européens se déploient rapidement grâce à un fonctionnement électronique et à la possibilité d'installer des écrans de négociation au-delà des frontières nationales. Enfin, ces bourses nouent des alliances ou fusionnent entre elles. Dès lors, le concept européen de marché réglementé doit être sous-tendu par une meilleure définition commune de conditions nécessaires pour être reconnu comme tel.

6 Les standards pour les marchés réglementés (99-FESCO-C) viennent enrichir et compléter les exigences déjà posées dans la directive sur les services d'investissement (99/22/CEE). Ces normes couvrent trois grands volets: les conditions à remplir pour pouvoir assurer le fonctionnement d'une bourse, les conditions d'accès à ce marché et les exigences en matière d'admission à la cote et aux négociations. Les membres de FESCO considèrent de concert qu'avant d'être reconnu comme un marché réglementé, tout marché devra remplir l'ensemble de ces standards.

Bien entendu, l'évolution des marchés est incessante et l'apparition des systèmes alternatifs de transactions (ATS) est un défi pour les bourses établies, le législateur et le régulateur. Un groupe d'experts présidé par Howard Davies, président de la *Financial Services Authority* de Londres, a examiné l'impact de ces systèmes en profondeur. Le groupe a préparé un rapport exhaustif identifiant et analysant les avantages et les risques liés à l'émergence des ATS puis examinant les modes de régulation de ces systèmes en Europe et ailleurs. Ce rapport propose des options de court et long terme pour définir un mode de régulation harmonisé des ATS en Europe.

Dans ce rapport, un ATS est une entité qui, sans être régulée comme une bourse, assume le fonctionnement d'un système électronique confrontant des intérêts à l'achat et à la vente (selon des règles définies par l'opérateur de ce système) de telle manière qu'il en résulte des engage-

ments irrévocables. FESCO a identifié 27 systèmes répondant à cette définition dans l'Espace économique européen.

Parmi les différentes possibilités qui s'offrent aux autorités de marché pour réguler les ATS, quatre ont été examinées :

- maintenir le statu quo ;
- développer un régime réglementaire sur mesure pour les ATS en plus de ceux existants, pour les entreprises d'investissement et les marchés réglementés ;
- élaborer des standards spécifiques aux ATS opérant sous le statut d'entreprise d'investissement dans le cadre de la directive sur les services d'investissement (DSI) ;
- repenser entièrement la définition de ce qui constitue un marché selon une approche fonctionnelle détaillant les différentes composantes et rôles d'un lieu de transaction.

Si les membres de FESCO conviennent que la dernière approche est la plus satisfaisante à long terme, il a été acté que les mesures les plus rapidement applicables sont celle envisageables dans le troisième scénario.

Pour y parvenir à court terme, le groupe d'experts va mettre au point des standards de régulation spécifiques aux ATS opérant avec un statut d'entreprise d'investissement au sens de la DSI.

Ce rapport a bénéficié des résultats d'un appel à commentaires lancé par FESCO à l'adresse des acteurs de marchés (prestataires de services d'investissement, bourses, ATS, associations de consommateurs et de professionnels de la finance), suivi par un atelier de travail qui s'est tenu à Londres. Le document final a été adressé à la Commission européenne comme contribution à ses travaux sur l'élaboration d'un livre vert sur d'éventuels amendements de la DSI.

Dans ce contexte en permanente évolution, les présidents réunis au sein de FESCO examinent en permanence les conséquences des alliances et des fusions entre bourses et systèmes de règlement-livraison.

#### *FACILITER LA PRESTATION DE SERVICES TRANSFRONTIÈRES AUX INTERMÉDIAIRES FINANCIERS*

Une protection élémentaire pour les investisseurs est de s'assurer que seuls les prestataires de services d'investissement honorables et compétents sont autorisés à agir en qualité d'intermédiaires financiers. FESCO a publié des standards d'honorabilité et de compétence pour fournir des services d'investissement (99-FESCO-A). Ces critères viennent compléter ceux fixés dans la DSI et dans la directive dite « post-BCCI » (95/26/CEE). L'objectif poursuivi est d'éviter qu'un intermédiaire ou un dirigeant considéré comme incompetent et peu honorable dans un État membre puisse être autorisé à exercer dans un autre État membre. Pour





ce faire, les membres de FESCO ont mis au point des normes en la matière qui devront être appliquées à tout prestataire ou dirigeant souhaitant fournir des services d'investissement. Pour s'assurer que les informations sur l'honorabilité et la compétence des prestataires de services d'investissement et de leurs dirigeants soient accessibles à ceux qui ont à en juger à l'occasion d'un nouvel agrément, les membres de FESCO se sont engagés à faciliter les échanges d'informations entre eux.

La protection de l'épargne suppose également que les investisseurs obtiennent le degré de protection correspondant à leurs besoins comme les y invite l'article 11 de la DSI. FESCO a élaboré une approche commune pour l'application de ce principe dans son rapport sur « La catégorisation des investisseurs pour l'application des règles de bonne conduite » (00-FESCO-A).

L'existence de différentes catégories d'investisseurs vise avant tout à faire bénéficier chaque épargnant du niveau de protection qui correspond à son degré de connaissance et de proximité du marché mais également, à éviter une sur-réglementation en la matière en cas de prestation de service d'investissement transfrontières. Les membres de FESCO considèrent que la totalité des règles de bonne conduite ne doit pas forcément être appliquée aux investisseurs qui ont la connaissance et l'expérience suffisante pour évaluer les risques liés à la fourniture d'un service d'investissement.

8

Ce rapport fixe les divers critères et les procédures nécessaires pour pouvoir différencier de manière adéquate deux catégories d'investisseurs : les investisseurs professionnels et les investisseurs non professionnels. Il distingue parmi les investisseurs professionnels ceux qui seront automatiquement considérés comme tels (il s'agit de tous les établissements financiers dûment agréés et contrôlés) de ceux qui pourront choisir d'être traités comme des investisseurs professionnels en raison de leur taille, de leur statut, du montant de leur portefeuille ou de leur expérience des marchés (selon des critères objectifs qui devront être évalués par le prestataire). Cette définition est susceptible d'être reprise prochainement dans une communication de la Commission européenne.

Mais cette définition ne sera pleinement opérationnelle qu'une fois que les membres de FESCO auront développé une approche commune en matière de règles de bonne conduite. Autrement dit, quand seront harmonisées dans le détail les règles de protection des investisseurs qui régissent les relations entre les intermédiaires et leurs clients et que seront précisées celles d'entre elles qui s'appliquent aux relations interprofessionnelles. Les domaines qui font l'objet de travaux d'harmonisation détaillée sont : l'information à donner aux investisseurs, les relations contractuelles entre l'intermédiaire et le client et enfin, le respect de la primauté de l'intérêt du client lors de la passation d'ordres.



*PRÉSERVER L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ UNIQUE  
DES SERVICES FINANCIERS*

A n'en pas douter, les bénéfices d'un véritable marché unique des services financiers vont rapidement s'évincer si les investisseurs et les autres acteurs du marché doutent de l'intégrité du Marché unique. Dans un contexte de croissance rapide des flux financiers transfrontières, FESCO déploie de nombreux efforts pour combattre les fraudes et les infractions boursières.

Très rapidement après sa création, la réponse de FESCO a été de créer un réseau pan-européen d'assistance mutuelle la plus large entre les membres. La pierre angulaire de cette coopération est la Convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance, élaborée par un groupe d'experts présidé par Michel Prada, président de la Commission des opérations de bourse (COB) française. Le champ d'application de cette convention couvre l'intégrité des marchés (délits d'initiés, manipulations de cours, diffusion d'informations fausses ou trompeuses), le fonctionnement des marchés, les émetteurs et les intermédiaires financiers.

En vertu de l'article 8 de cette convention, un groupe, nommé FESCOPOL, rassemble les patrons des services d'inspection des membres de FESCO. En son sein, ces divers responsables partagent leurs expériences, éclairent des cas concrets et s'alertent mutuellement sur des infractions commises ou susceptibles d'être commises.

D'autres autorités de régulation non membres de FESCO, éprouvant le besoin de partager certaines informations avec les autorités signataires, se sont jointes à cette convention : le *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* d'Allemagne, l'Autorité de régulation des fonds des rentes de Belgique et la Banca d'Italia.

Une étape supplémentaire a été franchie grâce à la rédaction d'un rapport sur l'élaboration d'un véritable régime de lutte contre les infractions boursières en Europe. Or, en effet, les définitions de ces infractions, les moyens d'enquête, les pouvoirs des autorités et les dispositifs de sanctions varient grandement d'un État membre à l'autre. La palette de sanctions pénale est très large et de nombreuses juridictions n'ont que de faibles pouvoirs de sanction disciplinaire dans ce domaine, hormis à l'encontre d'entités régulées.

Dans ce rapport les infractions boursières recouvrent l'utilisation inadéquate d'une information privilégiée, la manipulation des cours ainsi que la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Comme un préalable, FESCO propose qu'une directive en la matière inclut également des mesures préventives de nature à limiter l'émergence de telles pratiques chez les prestataires de services d'investissement et les émetteurs (procédures visant à maintenir la confidentialité de certaines



informations, obligations déclaratives, codes de bonne conduite interne...).

FESCO a soumis à la Commission européenne et au Parlement européen le point de vue des régulateurs de marché sur la manière dont les infractions boursières doivent être réprimées sur la base du droit administratif et sanctionnées par des autorités administratives indépendantes. En faisant cette proposition, FESCO a pris en compte le caractère international des services financiers et a recherché un équilibre entre les coûts et les bénéfices de l'imposition de nouvelles exigences nécessaires à l'intégrité des marchés.

Proposant un possible scénario pour l'avenir, FESCO propose que soit mis en place un « réseau » de régulateurs de marché, agissant de concert, avec des missions et des pouvoirs beaucoup plus semblables, qui aurait la responsabilité de préciser l'application au quotidien des principes énoncés dans les directives européennes. Ce pouvoir d'harmoniser les modes de transposition s'accompagnerait d'une responsabilité accrue à l'égard des institutions européennes et nationales. En plus de garantir une application unifiée des directives, ce réseau officialiserait plus encore l'obligation de coopération dans la recherche et la sanction des infractions boursières.

10

Au total, les autorités de marché européennes ont répondu à l'urgence d'une régulation de marché unique des services financiers plus intégrée en s'associant au sein de FESCO dès 1997. Les membres de FESCO jouent aujourd'hui un rôle important en établissant des standards communs venant compléter et préciser les directives européennes et en exprimant auprès des institutions communautaires le point de vue de la protection des investisseurs et de la transparence et de l'intégrité des marchés.

FESCO est le rouage nécessaire au niveau européen entre les directives qui fixent les grands principes de régulation et leur application au quotidien de manière harmonisée dans chacun des États membres. C'est également un outil opérationnel pour la répression des infractions boursières au sein de l'Espace économique européen.

Les membres de FESCO ont tissé des liens très étroits car ils ont pris conscience que leurs décisions individuelles de régulation ont immédiatement une portée européenne. C'est dans cet état d'esprit qu'ils sont désireux de jouer pleinement leur rôle dans une régulation européenne des marchés plus harmonisée et cohérente.



## NOTES

1. Le Forum of European Securities Commissions (FESCO) rassemble les 17 autorités de l'Espace économique européen (EEE) suivantes : Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Allemagne) ; Bundes-Wertpapieraufsicht (Autriche) ; Commission bancaire et financière / Commissie voor het Bank- en Financiewezen / Kommission für das Bank- und Finanzwesen (Belgique) ; Finanstilsynet (Danemark) ; Comisión Nacional del Mercado de Valores (Espagne) ; Rahoitustarkastus (Finlande) ; Commission des opérations de bourse (France) ; ΕΠΙΤΡΟΦΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ / Capital Market Commission (Grèce) ; Central Bank of Ireland ; Financial Supervisory Authority (Islande) ; Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italie) ; Commission de surveillance du secteur financier (Luxembourg) ; Kredittilsynet (Norvège) ; Stichting Toezicht Effectenverkeer (Pays-Bas) ; Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal) ; Financial Services Authority (Royaume-Uni) ; Finansinspektionen (Suède). La Commission européenne participe aux réunions de FESCO en tant qu'observateur. FESCO est présidé par Georg Wittich, président du Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Allemagne).
2. L'ensemble des documents mentionnés dans cet article est consultable sur le site Internet de FESCO à l'adresse suivante : [www.europefesco.org](http://www.europefesco.org)



