

# L'INVESTISSEUR, L'ENTREPRISE, L'OPÉRATEUR FINANCIER ET L'EURO-CLIENT FACE AU NOUVEL ENVIRONNEMENT FINANCIER EUROPÉEN

Didier CAHEN\*

Le forum Eurofi 2000, qui s'est déroulé à Paris les 14 et 15 septembre derniers à l'Unesco, a réuni plus de 600 décideurs européens autour des quatre thèmes structurants pour l'unification du marché bancaire et financier, à savoir : l'unification et la régulation des marchés financiers européens, les conditions d'émergence d'une épargne européenne, la facilité d'accès des entreprises au marché unique, l'euro-client et les services bancaires de détail.

La valeur ajoutée de ce forum résida notamment dans le dialogue entre les acteurs publics (autorités communautaires et nationales) et privés (investisseurs, euro-consommateurs, émetteurs, banquiers...), face à la nécessité d'une adaptation rapide du cadre réglementaire et opérationnel afin d'unifier concrètement l'Europe bancaire et financière. Nous présentons ici la synthèse des quatre ateliers du colloque.

## *L'UNIFICATION ET LA RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS EUROPÉENS<sup>1</sup>*

### *L'évolution des marchés primaires et secondaires*

*Une forte progression des opérations de marché, malgré une homogénéisation encore réduite*

Le mouvement, initié aux États-Unis il y a plus de dix ans, de réduction du rôle de l'intermédiation bancaire au bénéfice des marchés, commence à faire sentir ses effets en Europe. Ce phénomène s'accompagne d'une diminution de l'épargne bancaire au profit de la détention de valeurs mobilières, ainsi que d'une montée en puissance

\* Délégué général d'Eurofi 2000, Associé de la Société de Conseil DCC.

L'auteur tient à remercier les services de la Commission européenne (traduction, DG Affaires économiques et financières) pour leurs précieux concours dans l'élaboration de cet article.

progressive des avoirs détenus dans des fonds communs de placements par rapport aux dépôts bancaires. Ainsi, la détention d'instruments de dettes traditionnels fait peu à peu place à la détention d'actions. En effet, la titrisation, permet de réduire le coût du capital pour l'industrie tout en augmentant les rendements pour l'épargnant.

Par ailleurs, la révolution technologique et la concurrence accrue favorisent les process les plus efficaces et les plus modernes. Elles poussent aussi à la centralisation (le client Internet est, par exemple, un facteur d'intégration boursière). Toutefois, il n'en demeure pas moins que l'efficacité du marché financier européen est inférieure à celle des États-Unis. La productivité du capital et le retour sur fonds propres sont plus élevés en Amérique. Cette inefficacité est en grande partie due à l'hétérogénéité des marchés financiers européens. En Europe, les marchés restent fragmentés car les structures, les cadres réglementaires, les règles en matière d'OPA, les régimes fiscaux et les procédures comptables diffèrent. Il reste beaucoup à faire, en particulier dans le domaine de la compensation et du règlement où les coûts sont environ dix fois plus élevés qu'aux États-Unis. Ces coûts élevés n'ont pas seulement pour effet de freiner les activités transfrontalières, mais entravent également la concentration des plates-formes de négociation. Pour atteindre l'objectif de l'unification, il faudra donc progresser simultanément dans chacun de ces domaines. Il est impossible d'avoir des règles du jeu équitables dans une situation hétérogène qui cumule à la fois une non-harmonisation des règles applicables aux OPA, des différences d'approche à l'égard de l'actionnariat public et des subventions. Cependant, cette harmonisation ne pourra résulter que d'un processus graduel plutôt que d'un big bang. L'élément moteur devrait en être le marché, plutôt que la volonté des pouvoirs publics, la régulation ayant, quant à elle, pour objectif d'éliminer les distorsions de concurrence.

En ce qui concerne les différents segments du marché primaire, des progrès dans l'intégration ont déjà été accomplis, mais la fragmentation qui caractérise le compartiment des pensions livrées reste importante. Le mauvais fonctionnement des directives européennes sur la reconnaissance mutuelle pénalise les acteurs. D'importants progrès ont été enregistrés sur les marchés des obligations d'État, avec une avancée de la coordination sur diverses questions techniques (conventions, calendrier, transparence, opérateurs primaires). Ces mesures ont permis d'améliorer le fonctionnement des marchés. De même, les systèmes de négociation électronique ont eu un impact important sur le marché secondaire des titres d'État. Néanmoins, dans le domaine de la coopération des activités d'émission, le débat en est encore à ses balbutiements. L'institution d'une contrepartie centrale unique constituerait un progrès important.

### *Un important mouvement de concentration des marchés financiers*

Il a été très largement reconnu que la question du rapprochement des bourses européennes ne se pose pas en termes d'une volonté des pouvoirs publics, mais des décisions à prendre par les actionnaires des sociétés de Bourses privées. Ainsi, les marchés financiers changent de jour en jour sous l'influence des initiatives privées. Plusieurs exemples de ces initiatives peuvent être cités :

- Tradepoint, qui est une structure ouverte et un lieu de concertation globale, est un facteur d'accroissement des transactions transfrontières en matière d'*equity* ;
- Euro MTS facilite la négociation des obligations gouvernementales sur la base d'une seule technologie et dans une structure privatisée avec une contrepartie centrale ;
- les courtiers en ligne connaissent, de même, une forte croissance, annonciatrice de la clientèle de demain.

La compétition modulera ainsi le nouveau paysage boursier européen.

Par ailleurs, les Bourses européennes ont conscience des inconvénients d'une fragmentation excessive (une vingtaine de Bourses en Europe). Un mouvement de concentration voit donc le jour. La concurrence et le besoin de consolidation suscitent de nouvelles initiatives (GIX, OM, Euronext...). Euronext apparaît comme un exemple intéressant : c'est la première fusion jamais réalisée entre les Bourses de trois pays comprenant 1400 sociétés cotées. C'est un système unifié, avec *netting* des transactions, mais multijuridictionnel (chacun choisit son portail et accède à un marché secondaire dont les règles sont les mêmes). En ce sens, Euronext tient compte des particularismes nationaux et apparaît comme un exemple de système fédérateur.

Néanmoins, ce mouvement de concentration des Bourses ne doit pas, selon les participants, être dirigé. C'est la concurrence et les actionnaires des Bourses qui décideront de l'ampleur de la concentration. Les Bourses, déjà banalisées, deviennent des entreprises privées, la démutualisation n'étant qu'un aspect de cette évolution. Elles ne sont plus les « services publics » qu'elles étaient autrefois. Elles sont maintenant mues par des considérations commerciales. Cet état de fait a d'importantes implications pour la régulation qui leur échappe désormais. En tout état de cause, une concurrence entre Bourses paraît souhaitable. En revanche, il est souhaitable que cette concentration ne conduise pas à un monopole, accompagné de ses effets pervers.

Dans le cadre d'un marché financier européen unifié, une plus grande intégration des systèmes de compensation et de règlement-livraison s'impose. L'existence de trente systèmes différents de compensation et de règlement-livraison constitue une fragmentation excessive. Ceci rend les transactions boursières en Europe dix fois plus coûteuses qu'aux

États-Unis. La consolidation des systèmes de règlement apparaît donc inévitable et urgente. Par ailleurs, les collatéraux sont de plus en plus utilisés dans les transactions transfrontières : un système juridique cohérent qui protège le bénéficiaire du collatéral est donc souhaitable.

### *Les émetteurs face aux marchés financiers européens*

En ce qui concerne la situation des émetteurs sur les marchés financiers européens, deux souhaits sont mis en avant : la nécessité d'un passeport européen pour faciliter l'émission, et la nécessité d'assurer l'intégrité des marchés.

Pour ce qui est du premier, Fesco (Forum des commissions européennes de valeurs mobilières) a présenté un document qui dégage les principaux objectifs à atteindre : éviter d'avoir à présenter plusieurs fois la même documentation, réduire le nombre des exigences nationales spécifiques et améliorer l'accès des investisseurs à l'information pertinente.

La Commission indique qu'elle présentera une communication sur cette question avant la fin de 2000, sur la base du document de Fesco. Ce texte, qui ne propose pas une unicité de juridiction, ne va cependant pas assez loin. Les professionnels souhaiteraient (mais c'est apparemment une perspective encore éloignée), parvenir à une situation dans laquelle l'agrément donné par une autorité nationale soit acceptée dans l'ensemble de l'UE ; en d'autres termes, qu'ils disposent d'une validité « EU Wilde ».

Le consensus est moins apparent sur la question de l'intégrité du marché. Étant donné que les Bourses ressemblent de plus en plus à des entreprises commerciales, la défense de l'intérêt public ne peut pas être laissée à la seule autorégulation. Là encore, Fesco a rédigé un document sur l'intégrité des marchés. Parallèlement, la Commission présentera ses propres propositions.

La législation communautaire devra nécessairement tenir compte de plusieurs points. Concernant la manipulation des cours, la diffusion des cotations constitue l'un des principaux services commerciaux offerts par les Bourses et celles-ci savent que si ce service ne donne pas satisfaction, c'est leur existence commerciale qui est en jeu. Elles sont donc fortement incitées à éviter la manipulation des cours. Par ailleurs, il s'avère difficile, par nature, de légiférer dans ce domaine.

Dans les États membres où il existe une législation sanctionnant de telles pratiques, pas une seule des poursuites engagées sur cette base n'a donné de résultats satisfaisants. Enfin, la fraude est encore plus difficile à définir que la manipulation du marché, mais a des implications importantes sur la législation pénale.

### *La régulation des marchés financiers*

Les régulateurs ne sont pas en tant que tel des acteurs directs de marché, leur rôle consiste à poser les règles du jeu communes à tous les opérateurs, à veiller à l'égalité devant l'information ainsi qu'à la protection des investisseurs et à lutter contre l'apparition de monopoles.

Les professionnels sont unanimes pour que le marché financier européen soit plus intégré, et par là plus efficace. Cette intégration favorisera ainsi un facteur essentiel de la croissance économique en Europe. De même, ils dénoncent tous la fragmentation excessive des règles et des pratiques. L'existence de plus de 50 autorités de régulation et de supervision différentes est un obstacle évident à une meilleure intégration et à une plus grande efficacité du marché européen. Toutefois, cette fragmentation n'est pas le seul obstacle : les problèmes liés à des spécificités en matière de taxation, de pensions... voire à des divergences culturelles en sont aussi.

La recherche de solutions contractuelles pour les échanges d'informations et les relations entre les marchés et les régulateurs constitue une voie à privilégier. En effet, les développements transfrontières ont pu se faire dans certains cas sans obstacles majeurs par des solutions de ce type (Exemple : Euronext, où les régulateurs ont développé des modes de travail et de surveillance en commun). En outre, la nécessité d'un passeport européen de l'émetteur s'explique par le manque d'harmonisation du régime juridique des titres. Un fonctionnement harmonieux des garanties de titres est également réclamé. De même, les interprétations des directives doivent être plus rapides en évitant le danger de la sur-réglementation. Enfin, devant la rapidité des changements, la coordination renforcée entre les régulateurs et la Commission européenne doit être la règle.

Une convergence large, sinon entière, vers les solutions favorisant une meilleure intégration des règles de marché semble donc souhaitable. La création d'une institution européenne unique en matière de régulation et de surveillance (« une SEC européenne ») est toutefois prématurée. Inversement, il serait dangereux de laisser s'instaurer une concurrence entre régulateurs, au risque de voir s'installer un *regulatory arbitrage* s'alignant sur les règles les moins strictes. Néanmoins, les directives européennes doivent être limitées aux objectifs essentiels et à la définition de « standards » généraux. En effet, la réglementation européenne ne doit pas être trop détaillée pour au moins deux raisons : le processus réglementaire prend trop de temps et les innovations de marché sont trop rapides. Les marchés financiers ont donc un besoin fondamental d'un « référentiel de normes européennes ». De même, la coopération entre les régulateurs, sous la forme d'un réseau par exemple, doit être intensifiée. À cet égard, Fesco joue un rôle essentiel qui pourrait être

accru en lui donnant un rôle consultatif sur les aspects techniques. Ce forum peut aussi contribuer au renforcement de la coopération entre régulateurs, en s'assurant que les directives sont appliquées de manière cohérente. Il conviendrait par ailleurs : de créer un comité des valeurs mobilières au niveau européen (comme cela existe dans de nombreux autres domaines) et de déléguer au niveau du Fesco le problème des adaptations requises par les marchés. Il est donc souhaitable que la reconnaissance mutuelle, le passeport européen des émetteurs, et l'harmonisation des réformes concernant l'information deviennent rapidement une réalité.

En matière de supervision prudentielle des établissements financiers, deux voies s'offrent aux agents financiers :

- la voie unificatrice, c'est-à-dire la constitution d'un système européen de supervision, qui s'appuie, d'une part, sur l'intégration croissante des institutions financières et la croissance des mouvements transfrontières dont l'efficacité et l'égalité de traitement requièrent un système unifié et, d'autre part, sur l'insuffisante coopération qui ne suffit pas à parer aux risques systémiques qui peuvent apparaître et dont le traitement ne saurait être que global ;

6

- la voie d'une meilleure coopération des organes existants, privilégiée par les professionnels. Au stade actuel de l'intégration des systèmes bancaires en Europe, il semble, en effet, plus pratique de se reposer sur la coopération entre les organes de contrôle existant, lesquels ont déjà répondu aux défis des concentrations transfrontières actuelles.

Toutefois, pour que cette intégration des régulateurs puisse voir le jour, une impulsion politique et la mise en œuvre d'un processus de décision plus rapide semblent nécessaires. Le fait qu'il faille trois à cinq ans pour émettre une directive empêche toute évolution rapide du système. À cet égard, l'année 2005 apparaît trop lointaine pour le plan d'action des services financiers engagé par la Commission.

### *LES CONDITIONS D'ÉMERGENCE D'UNE ÉPARGNE EUROPÉENNE<sup>2</sup>*

#### *Les besoins structurels de financement et d'investissement de la zone euro*

Face aux problèmes du vieillissement de la population qui suscitent un besoin d'épargne croissant dans le but de financer à l'avenir les dépenses de retraite, plusieurs points doivent être soulignés. En premier lieu, force est de constater qu'il existe une pénurie d'épargne dans l'Union européenne alors que l'épargne publique s'accroît. Il convient d'étudier comment cette situation affectera l'épargne privée étant entendu que le

risque du chômage et les risques liés aux retraites ont influencé cette épargne privée dans le passé. De plus, malgré l'euro, il persiste toujours un certain « chauvinisme » en matière d'épargne et de consommation dans l'UE. Cette dernière a besoin d'une croissance économique forte et durable pour pouvoir conserver un niveau d'épargne et d'investissement élevé. Pour obtenir une croissance économique durable, une discipline budgétaire, la stabilité des prix (l'évolution des salaires étant la plus importante), des marchés des capitaux efficients et des réformes structurelles, notamment sur le marché du travail, sont nécessaires. Une épargne de « meilleure qualité », avec des rendements plus élevés lorsque les risques le sont également doit être recherchée. Par ailleurs, il existe encore trop de dépôts bancaires en Europe et pas assez d'investissements, du type actions et fonds d'investissement, dans l'économie réelle.

Certaines évolutions positives se manifestent toutefois en Europe comme par exemple, le développement de la titrisation, la croissance du marché des obligations d'entreprises. Cependant, les initiatives d'investissement public dans un esprit « keynésien » pour compenser l'insuffisance de l'épargne privée ne doivent pas être encouragées. La tendance actuelle à se détourner des dépôts bancaires pour privilégier la gestion d'actifs et les fonds de placement résoudrait certains des problèmes liés à la faiblesse des rendements et à la préférence nationale dans les choix. Notons que dans les pays où les fonds de placement drainent un volume important d'épargne, ce sont les incitations fiscales qui ont été l'élément catalyseur.

7

### *Adéquation de l'offre aux besoins*

#### *Gestion collective et fonds de pension : des marchés encore très nationaux*

La directive sur les OPCVM est maintenant dépassée. Sa modification urgente s'impose. En effet, elle ne tient pas compte des nouveaux produits qui sont apparus en grand nombre, ne permet pas la fusion transfrontalière de fonds et est discriminatoire pour les fonds de fonds. Enfin, elle offre une dérogation discutable pour les fonds indiciels. Par ailleurs, plusieurs obstacles, d'ordre réglementaire, fiscal et culturel, continuent d'entraver la commercialisation de parts d'OPCVM au-delà des frontières. L'adaptation des réglementations demeure trop lente compte tenu du développement des innovations financières. Un nouvel organe de réglementation au niveau de l'UE pourrait peut-être s'avérer utile, si les pouvoirs nécessaires pour élaborer la réglementation lui étaient donnés. Il semble, de plus, que la commercialisation de parts d'OPCVM par le biais d'Internet ait été écartée dans les directives qui traitent de ce nouveau moyen de communication.

La gestion de fonds devrait être considérée, en termes de

réglementation, comme un service et non pas comme un produit financier. Cela stimulerait la commercialisation transfrontière des parts d'OPCVM. Par ailleurs, la Commission est passée, en matière de gestion collective, d'un système de reconnaissance mutuelle à un empilement de systèmes. Ceci n'est pas sans poser de problèmes puisque le Parlement européen, comme les gouvernements nationaux, s'en tient toujours à l'ancienne philosophie. Selon son représentant, la Commission doit jouer le rôle d'intermédiaire dans ce processus et il convient d'éviter toute recherche de perfection dans les textes car cela pourrait occasionner d'importants retards dans l'adoption prochaine des directives.

En outre, en matière d'épargne retraite, il semble que la capitalisation soit préférable à la répartition. Chacun devrait donc pouvoir accéder à des retraites complémentaires. De plus, les entreprises devraient, si elles le désirent, pouvoir sortir de régimes sectoriels pour gérer leurs propres régimes et les retraités choisir entre le régime offert par leurs entreprises ou effectuer leurs propres placements. Il n'est pas cependant souhaitable que les systèmes de retraite à prestations minimales soient favorisés, car ils encouragent les placements défensifs qui sont moins bien rémunérés à long terme.

#### 8 *Le marché européen des produits d'assurance*

Contrairement à la banque, l'assurance a besoin de règles et de réglementations sur mesure plutôt que d'une législation bancaire englobant les deux secteurs. Une harmonisation du droit des contrats serait importante de même que celle de la fiscalité en général et des normes comptables. Les fonctionnaires européens estiment que le marché transfrontalier de l'assurance des risques industriels et commerciaux fonctionne déjà bien grâce aux règles sur la libre prestation des services. Ils observent l'émergence de groupes pan-européens, les sept grandes compagnies d'assurance non-vie ayant doublé leurs parts de marché en Europe tout en ayant dans le même temps réduit leurs primes. Certains travaux en cours contribueront à améliorer la situation du marché européen de l'assurance : la modernisation des règles prudentielles et de la gestion du risque, l'adoption de la directive sur la liquidation des entreprises d'assurance et l'ouverture de marchés tiers importants pour l'UE.

#### *La protection de l'euro-épargnant*

Le rôle croissant des services de conseils financiers fournis par l'Internet, tout comme la nature ambiguë des systèmes de négociation automatisés qui sont tout à la fois des places boursières et des fournisseurs de placements sont préoccupants. Une protection adéquate



de l'épargnant européen exigerait donc :

- des prospectus simplifiés comportant toutes les mises en garde nécessaires pour l'investisseur potentiel et ne servant pas uniquement de support de publicité ;
- des règles de publicité améliorées, bien que déjà simplifiées ;
- une réglementation des études censées aider les investisseurs dans leurs choix, de manière à éviter un conflit d'intérêt potentiel lorsqu'un intermédiaire financier est à la fois conseiller et vendeur vis-à-vis de ses clients ;
- l'assurance que les petits investisseurs ne seront pas obligés de défendre leurs droits devant une juridiction étrangère ;
- un renforcement de la coopération entre autorités de régulation sur la base de normes minimales harmonisées.

Toutefois, un arbitrage doit se faire entre le degré de protection des investisseurs souhaité et le rythme de l'unification financière. Pour concilier ces deux objectifs, on doit distinguer clairement entre petits investisseurs et investisseurs institutionnels. Un prospectus commun, dont le contenu serait contrôlé par l'État membre d'origine, devrait être disponible dans la langue de tous les États membres d'accueil. Pour le règlement des litiges, la législation communautaire existante doit être dépassée et la création d'un réseau de médiateurs dans toute l'Union envisagée. Concernant Internet, ce n'est pas une zone de non droit et ce mode de communication est soumis aux mêmes réglementations que les autres moyens utilisés pour investir. Se pose cependant le problème de la juridiction. L'utilisation d'un étiquetage obligatoire sur l'Internet de façon à indiquer clairement le pays d'origine du fournisseur de services d'investissements pourrait être une solution. De plus, aucun fournisseur de services d'investissements ne devrait être autorisé à travailler exclusivement via Internet.

Notons, par ailleurs, que l'unification des marchés financiers de l'UE ne pourra se faire sans la confiance des investisseurs. Deux séries de problèmes se posent alors. La première concerne les problèmes liés à l'information préalable, qui pourraient se résoudre par l'existence d'un passeport unique pour les émetteurs. La seconde série de problèmes a trait à la nécessité de règles de comportements communes qui énonceraient un ensemble de principes de base permettant d'assurer une protection adéquate des investisseurs. Pour cela, il faudrait que l'investisseur comprenne la nature des liens contractuels existants avec un émetteur non résident et que l'accès aux voies de recours du pays d'origine de l'émetteur, lui soit garanti. Comme l'on ne peut pas attendre des investisseurs qu'ils soient à même de faire valoir leurs droits dans quinze pays différents, il n'y a guère d'autre solution que l'harmonisation si l'on veut inciter les agents économiques à investir en dehors de leur propre pays.

Étant donnée la concentration croissante des intermédiaires financiers, un conflit d'intérêts entre les intermédiaires simultanément conseillers et vendeurs semble inévitable. Les États-Unis ont eu recours à la loi Glass-Steagall pour résoudre des problèmes similaires, mais la situation en Europe est désormais plus complexe. Des règles communes sont certes nécessaires mais les mécanismes utilisés dans l'Union européenne pour parvenir à ces règles sont très critiquables. Il est nécessaire que le Parlement européen soit mieux informé des problèmes que pose la création de marchés financiers unifiés dans l'UE.

*La fiscalité de l'épargne : le compromis de Feira  
« un marché de dupes » ?*

Force est de constater qu'il est très difficile d'harmoniser la fiscalité de l'impôt sur le revenu en Europe. Les autorités communautaires ne sont pas en mesure de le faire ni à court terme, ni à moyen terme. En revanche, la méthode employée par les institutions européennes consiste à coordonner, au niveau européen, le système actuel de chaque État. En effet, l'harmonisation du cadre fiscal européen ne signifie pas « uniformité ». Au Danemark, par exemple, il n'existe pas de charges sociales, le système est financé par l'impôt sur le revenu. Cet État, comme chacun des quatorze autres États membres de l'Union, doit pouvoir conserver sa spécificité en ce domaine.

10

Cependant, il est très difficile de coordonner les positions des États membres de l'Union européenne, compte tenu des différences importantes existant entre leurs systèmes fiscaux. Contrairement aux différentes opinions qui ont pu être émises, la réunion de Feira aurait permis de débloquent beaucoup de situations et d'obtenir la clarification des positions de l'Allemagne qui a renoncé au secret bancaire pour ses non-résidents et du Luxembourg qui a accepté le principe de l'échange d'informations sur le plan bancaire. La faiblesse du compromis de Feira résidait dans le fait qu'il serait difficile de négocier avec les pays tiers. Toutefois, si le compromis de Feira constitue un texte intéressant, de nombreuses questions demeurent, dont :

- les moyens qui permettent d'obtenir l'accord et la collaboration des pays tiers ;
- les modalités d'application de la directive aux fonds d'investissements ;
- la fiscalité relative aux actions qui n'est pas couverte par le compromis (il existe des divergences importantes sur l'imposition des dividendes).

De plus, ces décisions posent la question de savoir si l'Europe doit tenter de réduire sa fiscalité ou si l'on attend d'elle qu'elle taxe l'épargne (dont le patrimoine). En effet, la validation du principe de l'imposition dans le pays de résidence soustrait les systèmes fiscaux nationaux à toute pression concurrentielle, au détriment de l'attente des contribuables, de

l'efficacité des marchés financiers et de l'intérêt des investisseurs.

Au lieu de chercher à harmoniser (via la retenue à la source), le Conseil Ecofin a privilégié l'échange d'informations qui permettra à chaque pays de taxer ses ressortissants qui épargnent dans un autre pays de l'Union européenne sur la base de sa propre fiscalité : on « renationalise » les fiscalités. Ce faisant (sauf à titre transitoire pour trois pays qui gardent pendant sept ans la possibilité d'une retenue à la source), on va permettre à chaque État d'avoir, sans risque apparent de délocalisation au sein de l'Union européenne (mais pas en dehors), sa propre fiscalité de l'épargne.

Comme l'ont indiqué les présidents de l'atelier, « on va donc non seulement figer les disparités, mais même faciliter leur accroissement ! La situation actuelle de concurrence qui poussait certains pays (comme la France qui est sinistrée en matière de fiscalité de l'épargne) à corriger ces défauts, va disparaître. Feira est une régression grave et préjudiciable à l'intégration des marchés financiers européens. Elle fait triompher l'Europe des contrôles fiscaux, de la bureaucratie, du chacun chez soi. Elle ne résout évidemment pas le problème de l'évasion. Au contraire, elle va pousser les capitaux, non pas vers un autre pays de l'Union européenne, mais hors de l'Union européenne. Un beau résultat en vérité ! Ce qui est étonnant, c'est le consensus qui a conduit à cet accord. Tout le monde ou presque s'en est félicité : décidément en Europe, les esprits ont encore du chemin à accomplir ».

11

### *FACILITER L'ACCÈS DES ENTREPRISES AU MARCHÉ UNIQUE<sup>3</sup>*

#### *Le statut de la société européenne (SE) : créer un cadre légal harmonisé au niveau européen*

L'existence d'un statut européen de l'entreprise présenterait des avantages certains pour un grand nombre de firmes. Il faciliterait l'accès des PME à l'ensemble du marché unique. Pour les sociétés plus importantes, l'adoption du statut de la SE rendrait plus aisées les fusions ou acquisitions transfrontalières. Dès lors que ce statut serait optionnel, il pourrait offrir un cadre flexible qui corresponde à la stratégie des entreprises. Enfin, pour l'ensemble des acteurs, l'adoption d'un tel statut augmenterait la transparence du secteur économique.

Les obstacles à l'adoption de ce statut européen sont clairement identifiés. La réticence des États membres à l'introduction d'une structure supranationale est l'un des principaux. Ainsi la mise en place du Groupement d'Intérêt Économique Européen (GIEE) s'est avérée difficile. De plus, cette structure ne connaît pas un grand succès auprès

des acteurs économiques. Par ailleurs, la participation des travailleurs est un obstacle d'ordre politique plus que technique. L'adoption du statut de la SE est bloquée sur ce point du fait de l'opposition d'un seul État membre. Enfin, le statut de la SE ne pourra être effectif que sous réserve d'une harmonisation fiscale entre les différents États membres.

Dans ce contexte, le principe de la reconnaissance mutuelle devrait pouvoir fonctionner dans ce domaine, à savoir qu'une société, dont les statuts sont conformes à la législation d'un État membre puisse être valablement reconnue par l'ensemble des autres États membres de l'Union. Cependant, la reconnaissance mutuelle ne solutionne pas totalement ce problème dans la mesure où les entreprises bénéficient de la liberté d'investissement directe ou indirecte. L'Union européenne devrait plutôt rechercher une forme de société souple qui serait adaptable dans tous les États membres, sur le modèle de ce qui se pratique aux États-Unis, où il n'existe pas de droit harmonisé des sociétés commun aux 50 États. La Commission pourrait ainsi proposer aux États membres un modèle de statuts de société, rédigé sous forme de Charte que ceux-ci auraient la liberté d'introduire ou non dans leur droit national. Les acteurs économiques intéressés pourraient tenter de convaincre les autorités d'utiliser ce modèle.

12

### *Les normes comptables et l'information financière*

Pour tous les participants, le choix des normes IAS ne constitue pas une solution entièrement satisfaisante. Cependant, seules les IAS et les US-GAAP étaient des normes retenues à l'échelon international. Aussi, le choix des IAS s'avère-t-il comme étant le plus judicieux dans la mesure où les Européens n'ont pas la possibilité d'influencer l'adoption et le contenu des US-GAAP. En revanche, ils pourront bientôt agir de manière plus significative sur l'élaboration des normes IAS. Le mécanisme de « filtrage », retenu par la Commission pour l'intégration des normes établies par l'IASC, permettrait de rejeter celles qui ne seraient pas jugées satisfaisantes. Toutefois, les normes établies par l'IASC ne devraient pas être modifiées lors de leur adoption au niveau communautaire, faute de quoi, la possibilité de comparaison des comptes serait compromise. Bien entendu, les efforts d'harmonisation menés au niveau européen ne doivent pas être dissociés du mouvement d'harmonisation mondiale auquel on assiste actuellement.

Les propositions de la Commission, quant à l'élaboration de normes comptables européennes, soulèvent nombre de critiques. En effet, le système mis en place par l'IASC repose sur une élaboration conceptuelle complexe. Or celle-ci n'est pas en mesure d'appréhender de manière satisfaisante certaines activités, en particulier l'activité bancaire. Il a également été reconnu que la date de 2005, retenue par la

Commission, pour l'élaboration, par les sociétés de l'Union européenne cotées sur un marché réglementé, de leurs comptes consolidés selon les normes IAS n'est pas forcément adaptée à toutes les situations. Néanmoins, une mise en œuvre progressive de ce nouveau système permettrait aux entreprises les plus importantes d'avancer rapidement dans cette voie. Les sociétés de taille moindre pourraient, quant à elles, utiliser pleinement le délai envisagé pour s'adapter au nouveau système selon un rythme moins contraignant. Ce délai devra également être pleinement mis à profit pour former les auditeurs aux nouveaux mécanismes, auditeurs dont l'indépendance semble capitale.

En conclusion, la réforme comporte donc des risques et devrait être encadrée pour éviter le développement d'une économie à deux vitesses, dans laquelle les entreprises de moindre importance, n'ayant pas procédé à l'application des normes IAS, seraient marginalisées par rapport aux plus importantes sociétés. Enfin, plus important que l'exposé des comptes, il convient de mettre en place un système permettant de prendre en considération, de manière satisfaisante, les performances des acteurs économiques.

#### *Le droit des OPA et le droit de la faillite*

Sur le plan national, les OPA constituent des opérations juridiquement complexes. Cette complexité s'accroît notablement lorsqu'une opération sort du simple cadre national. Ainsi, au sein de l'Union européenne, les institutions chargées de la surveillance de ces opérations ne disposent pas toutes de pouvoirs identiques. Les droits nationaux des sociétés sont parfois très différents. Dans la mesure où il n'est pas envisageable de procéder à une harmonisation efficace, deux approches sont possibles :

- le *Top-down* caractérisé par la création de groupes de réflexion à l'échelle communautaire, à l'image du Comité des Sages, afin de tenter de surmonter les obstacles à l'harmonisation et de faire des suggestions sur les travaux à entreprendre. D'autre part, cette approche implique l'élaboration d'une directive sur la base d'un accord entre les États membres sur un certain nombre de grands principes. Cela supposerait alors l'instauration d'une autorité unique ce qui n'est pas forcément souhaitable ;
- le *Bottom-up* qui constitue une approche plus pragmatique visant à tirer parti des initiatives communes prises sur le terrain par les acteurs du secteur (comme par exemple les travaux de FESCO ou encore la création d'Euronext) et qui concourent à l'harmonisation.

Une partie des obstacles juridiques au déroulement d'OPA transfrontalières devrait être résolue avec l'adoption de la proposition d'une directive européenne. Toutefois, le Parlement européen a relevé un certain nombre de points de blocage à l'adoption du texte en l'état :

- en matière de détermination de la loi applicable, le Parlement estime que le mécanisme retenu par le texte était trop complexe et souhaitait que des solutions de simplification soient recherchées ;  
- le Parlement a également stigmatisé la question de l'harmonisation des seuils. Il s'agit, en effet, d'un point particulièrement sensible dans la mesure où le texte qui lui était présenté ne fixait pas le seuil de contrôle au-dessus duquel l'offre publique est obligatoire. Dans ces conditions, lesdits seuils seraient fixés par les États membres. Une telle insécurité serait particulièrement préjudiciable aux actionnaires minoritaires.

En matière d'OPA, la priorité absolue devrait donc être l'adoption de cette directive. Sa transposition dans les droits nationaux devrait conduire, à terme, à un mouvement d'harmonisation plus important. En effet, le texte de la proposition de directive prévoit la réunion d'un comité de suivi (Comité de contact) dont la mission est de faciliter une application harmonisée de la directive par une concertation régulière. De plus, cette directive contient une clause de révision qui devrait permettre son adaptation ultérieure.

Toutefois, l'adoption de cette Directive sur le droit des OPA ne règlera pas tous les problèmes soulevés par les opérations transfrontalières. Il existe d'autres obstacles importants comme le défaut d'harmonisation des droits nationaux des sûretés. Cette situation est particulièrement sensible pour les petites et moyennes entreprises qui hésitent à s'engager dans des opérations importantes sans avoir de garanties fiables pour le recouvrement de leurs créances. En effet, afin d'assurer la sécurité de leurs transactions, les sociétés assortissent souvent leurs engagements de garanties visant à les prévenir du risque de défaillance de leurs cocontractants. Ces garanties prennent notamment la forme de clauses de réserves de propriété, de cautionnements bancaires et de garanties à première demande (encore appelées garanties autonomes). Or, ces actes ont des portées juridiques différentes selon les États. En cas de défaillance d'une entreprise, leur opposabilité n'est pas assurée de la même façon au sein de l'Union européenne.

Ce défaut d'harmonisation du droit des sûretés conduit les entreprises à la plus grande prudence lorsqu'elles envisagent de contracter avec un partenaire étranger. Les récentes avancées du droit communautaire en matière de droit de la faillite (règlement du 29 mai 2000) devraient, lorsqu'elles seront appliquées uniformément dans tous les États membres, rassurer les entreprises, qui passeront un contrat avec un partenaire établi dans un autre État membre de l'Union européenne. Pour autant, aussi significative qu'elle soit, cette démarche demeure insuffisante et une réflexion communautaire en matière de garanties permettrait aux entreprises d'investir de nouveaux marchés et, partant, d'accélérer la réalisation du marché intérieur.

*Concrétiser rapidement les éléments du cadre légal qui peuvent l'être : les transferts de siège, le droit des fusions*

Le règlement n° 4064/89 organise le contrôle des concentrations au niveau communautaire et c'est un instrument bien adapté à cette mission. Une concentration entre dans le champ d'application de ce texte lorsque le chiffre d'affaires mondial des entreprises concernées représente un montant supérieur à 5 Md € et qu'au moins deux de ces entreprises réalisent, individuellement dans l'Union européenne, un chiffre d'affaires supérieur à 250 M€. En 1999, environ 300 concentrations ont fait l'objet d'un examen par les services de la Commission. Vingt cas ont soulevé, de sa part, des doutes sérieux quant à la compatibilité de l'opération avec le droit européen. Finalement, seules 2 ou 3 de ces opérations ont été interdites par la Commission.

Dans le secteur bancaire, une centaine d'opérations de concentration ont fait l'objet d'un contrôle communautaire entre 1990 et 1996. Toutefois, ce secteur restait encore peu concentré. Aussi la Commission examine-t-elle plutôt favorablement les projets émanant de ce secteur qui lui sont soumis. Concernant le secteur bancaire, il convient de rappeler que lorsque des opérations concernent les établissements de crédits, établissements financiers et entreprises d'assurance, le règlement n° 4064/89 prévoit des règles particulières pour le calcul des seuils à partir desquels il s'applique. Dans ce secteur, la référence au chiffre d'affaires est remplacée par la somme d'un certain nombre de produits commercialisés par ces acteurs (déduction faite de la TVA et impôts directs s'y attachant).

Si ce règlement n° 4064/89 fonctionne de façon satisfaisante, certaines limites demeurent toutefois. D'une part, les moyennes entreprises dont le chiffre d'affaires, tout en étant conséquent, n'est pas assez important pour leur permettre d'entrer dans les critères d'application du règlement n° 4064/89 se voient contraintes de procéder à de multiples opérations de notification dans les États membres dans lesquels leur situation les astreint au contrôle national. Il serait souhaitable que, dans de tels cas, les entreprises puissent disposer de la faculté de s'adresser à un interlocuteur unique. D'autre part, la Commission manque de moyens pour contrôler les engagements imposés, le cas échéant, comme condition d'autorisation de l'opération. Pour remédier à cette situation il a été proposé que la procédure soit modifiée afin que la Commission ait la possibilité de vérifier l'exécution des engagements pris par les entreprises parties à la concentration pendant la période des 4 mois dont elle dispose pour rendre sa décision, ce délai courant à compter de la date à laquelle la procédure a été engagée.

La France devrait adopter une réglementation des concentrations plus

proche du droit communautaire. En effet, le projet de loi sur les nouvelles réglementations économiques en discussion devant le Sénat modifie considérablement le régime actuel. Celui-ci s'applique actuellement aux opérations de concentration dès lors qu'elles atteignent un seuil, en parts de marché, de 25% ou que les entreprises concernées réalisent un chiffre d'affaire total en France de 7 MdF. Le nouveau mécanisme ne prévoirait plus qu'un système de seuils exprimé en termes de chiffres d'affaires dont le montant devrait être fixé autour de 150 M€ pour l'ensemble des entreprises intéressées et autour de 15 M€ pour chacune de deux entreprises au moins. Par ailleurs, alors qu'aujourd'hui la notification d'une opération est facultative, elle deviendrait obligatoire lorsque l'opération entraînerait le franchissement des seuils adoptés. Pour les entreprises, ce nouveau mécanisme de seuils calculés en valeur absolue présente un avantage important en termes de sécurité juridique dans la mesure où il est plus aisé de déterminer le chiffre d'affaire que les parts de marchés.

#### *L'EURO-CLIENT ET LES SERVICES BANCAIRES DE DÉTAIL<sup>4</sup>*

16

Un axe directeur se dégage de ces deux journées : pour faire émerger une banque de détail à l'échelle européenne, il est bien sûr nécessaire que l'environnement institutionnel et réglementaire en autorise l'expansion, mais il est aussi vraisemblable que l'impulsion déterminante viendra du marché.

##### *L'environnement institutionnel et réglementaire*

En premier lieu, l'environnement institutionnel et réglementaire doit s'adapter pour favoriser l'émergence d'une offre et d'une demande paneuropéennes de services bancaires de détail. L'Europe et l'euro ne prendront tout leur sens que si se créent les conditions d'un marché unique ouvert, transparent pour les clients particuliers. Ceci suppose tout d'abord que soit clarifié l'environnement réglementaire. La réglementation européenne concernant les services bancaires de détail résulte de l'empilement sur plus de 15 années de très nombreux textes touchant des domaines divers et ramifiés (commerce électronique, virements transfrontières, crédit, vente à distance) dont l'évolution technologique accélère l'obsolescence et dont la philosophie (protection du consommateur / libre prestation de service) est variable selon l'époque de leur élaboration. Une tâche urgente, que la Commission s'est proposée d'entreprendre, est le « toilettage » et la mise en cohérence de l'ensemble de ces textes.

Il est, par ailleurs, nécessaire d'optimiser la combinaison reconnaissance mutuelle / harmonisation dans la réglementation future.



Pour dépassionner le débat et réduire le conflit d'objectifs entre harmonisation minimale et harmonisation maximale, deux éléments doivent être pris en considération : d'une part, les niveaux de protection du consommateur dans les différents pays sont assez comparables et, d'autre part, la subsidiarité ne doit pas conduire à créer des obstacles aux échanges. Dans ce domaine, une initiative concrète a été suggérée : établir une liste limitée de services financiers de détail ayant un potentiel important pour le commerce transfrontière, pour lesquels les différents acteurs concernés discuteraient des conditions de mise en œuvre de la reconnaissance mutuelle.

Le traitement des litiges doit, par ailleurs, être amélioré. Quel que soit le sujet abordé (paiement électronique, virements transfrontières, crédit), les mauvaises conditions de traitement des litiges sont apparues comme un des principaux obstacles au développement d'un marché européen des services bancaires de détail. Deux voies d'amélioration principales ont été mises en évidence :

- le renforcement des dispositifs de conciliation et de médiation, avec comme suggestions concrètes la mise en place d'*ombudsmen* par pays et le lancement d'une réflexion sur la « justice en ligne » ;
- la mise au point de formules d'assurance permettant d'éviter le traitement des litiges de petit montant qui sont généralement les plus nombreux.

17

En outre, il pourrait être intéressant d'installer dans les principales régions frontalières un observatoire des flux financiers et de la vente transfrontière de services bancaires de détail. En effet, cela permettrait sans doute de déceler quelques unes des lignes de force du marché et de tirer des enseignements, notamment en matière de traitement des litiges, sur les solutions qui fonctionnent le mieux.

Afin d'éviter le *dumping* sécuritaire dans les opérations de paiement, l'unification des conditions de concurrence est nécessaire. Les banques centrales, les États et la Commission devraient alors se donner les moyens concrets de veiller au respect d'un niveau de sécurité suffisant et homogène dans les systèmes de paiement en Europe. Ces moyens passeraient, entre autres choses, par le suivi d'un tableau de bord des différents éléments pertinents (degré de mise en œuvre d'EMV, pourcentage de transactions à distance certifiées...), par l'organisation d'une coordination active entre les différentes parties prenantes (banques, compagnies de télécoms, associations de commerçants et de consommateurs) et par la définition d'exigences sécuritaires analogues d'une banque centrale à l'autre. Il est, de plus, nécessaire de favoriser le paiement électronique au sein de l'univers de confiance des institutions financières. La multiplication des initiatives dans ce domaine, nouveau et encore peu réglementé, doit s'accompagner d'actions propres à conserver à ce nouveau mode de

paiement un cadre bancaire. Trois lignes d'action principales ont été préconisées :

- parachever les travaux des Banques centrales et de la Commission sur les exigences imposées aux émetteurs potentiels de Valeur Électronique (VE) ;
- favoriser l'installation, dans chacun des pays de l'Union européenne, d'un organisme d'émission de la VE, avec un objectif de coordination de leur action au plan européen ;
- rechercher l'optimisation du couple risque/coût pour rapprocher autant que possible les modalités du paiement électronique de celles du paiement avec la monnaie fiduciaire, avec une triple préoccupation : l'ergonomie pour les clients ; la préservation de la crédibilité sécuritaire des systèmes ; l'utilisation dans un contexte bancaire.

En outre, les conditions préalables au développement du marché du crédit européen doivent être mises en place. Dans ce domaine, les travaux préparatoires, comme les débats d'atelier, laissent penser qu'il n'y a pas aujourd'hui de besoins insatisfaits. Cependant, si dans l'avenir le marché devait se développer au plan européen, deux conditions préalables devraient être remplies. D'une part, le consommateur devrait être mieux informé, pour lui permettre notamment de pouvoir comparer entre elles les différentes offres. La mise au point d'une fiche technique standardisée des principaux paramètres de chaque produit (coût total, échéance, taux fixe / taux variable, garanties, modalités de remboursement) serait une solution envisageable. D'autre part, la gestion du risque bancaire devrait être facilitée. Il s'agirait, pour cela, d'harmoniser le plus possible les dispositions juridiques concernant les sûretés et les garanties et de favoriser l'interconnexion des fichiers nationaux d'incidents de paiement, sans nuire à la protection des données personnelles figurant dans ces fichiers.

18

#### *Des impulsions déterminantes issues du marché*

Il est probable que c'est du marché que viendront les impulsions déterminantes. En effet, en ce qui concerne la demande, la proximité reste le principal déterminant de la relation bancaire de détail, pour des raisons réglementaires bien sûr (cf. ci-dessus), mais aussi et surtout pour des raisons culturelles (langue, habitudes de consommation, besoins de contact). Cependant le besoin de proximité ne signifie pas que les consommateurs ne demandent que des services locaux, mais plutôt qu'ils attendent qu'on leur offre des services au plus près de l'expression de leurs besoins.

Or ces besoins devraient peu à peu s'europaniser, sous l'influence de trois facteurs différents. Le premier est le développement progressif des échanges économiques et commerciaux dans la zone euro. Le

lancement de l'euro en 1999 a conduit les grandes entreprises internationales à intensifier leurs échanges commerciaux au sein de la zone. On peut penser que cette dynamique va progressivement se propager vers les entreprises de taille plus réduite, du fait de la relation client/fournisseur, conduisant peu à peu les particuliers eux-mêmes à diversifier leurs sources d'approvisionnement en biens et services. Le besoin d'offres de moyens et de systèmes de paiement internationaux devrait donc naturellement s'accroître.

Deuxièmement, le lancement de l'euro fiduciaire et la disparition des monnaies nationales devrait amplifier ce mouvement. Il est donc essentiel que cette opération soit un succès si l'on veut qu'émerge un euro-client de la banque de détail. Troisièmement, le développement de la banque par Internet est un accélérateur naturel. En effet, l'Internet *banking* permet une meilleure comparabilité des offres, une grande simplicité d'accès et une uniformisation des comportements par l'utilisation des « codes » et du langage propres aux internautes.

En ce qui concerne l'offre de services bancaires de détail, deux leviers principaux devraient conduire les professionnels à véritablement la développer au plan européen.

Le premier est un intérêt commun à rapprocher les normes et à simplifier les circuits pour faciliter les échanges et en réduire le coût. Cette tendance est déjà à l'œuvre, comme en témoignent plusieurs initiatives en cours :

- dans le domaine de la sécurisation du commerce électronique, l'initiative du *Three Domain Model*, récemment lancée par les réseaux internationaux Visa et Mastercard, doit permettre aux différents acteurs de la chaîne de paiement (le commerçant, son client et les banques intermédiaires concernées) d'améliorer la sécurité de façon coordonnée, tout en préservant la capacité pour chacun d'avancer à son rythme avec ses propres partenaires ;

- pour ce qui concerne les virements transfrontières, les banques européennes se sont organisées autour du système de compensation de l'ABE pour lancer en novembre 2000 la première étape (dite STEP1) d'un véritable système centralisé d'échange paneuropéen de virements de petits montants ;

- dans le domaine de la monnaie électronique, le rapprochement récent des systèmes français de PME, Monéo et Modeus, ainsi que le ralliement général des principaux systèmes de PME européens à la norme CEPS, permettra d'amorcer une véritable interopérabilité et autorisera surtout une plus grande industrialisation de la production des cartes et des terminaux propre à générer les économies d'échelle nécessaires au développement de systèmes de PME économiquement viables.

Le second levier correspond à une volonté d'expansion des grands

acteurs au-delà de leur marché domestique. Aujourd'hui, le marché bancaire européen est beaucoup moins concentré que ne l'est le marché américain. On peut penser qu'une fois les consolidations domestiques effectuées, les grandes banques européennes, et sans doute aussi nord-américaines, vont chercher à accroître leur zone d'influence au-delà de leurs marchés nationaux. Cette expansion pourrait prendre la forme de fusions transfrontières, du développement de la banque par Internet et /ou encore de la cristallisation d'offres autour d'une marque assise sur une notoriété acquise soit par contagion géographique, soit par une spécialisation préalable sur des segments porteurs d'une image forte, tels que l'*Asset Management*...

### NOTES

1. Synthèse des conclusions de l'atelier n°1 présidé par D. Lebègue, directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, et J. de Larosière, gouverneur honoraire de la Banque de France et conseiller du groupe BNP-Paribas.
2. Ce paragraphe est une synthèse de l'atelier n°2 présidé par R. Masera, Directeur général de San Paolo IMI, et E. Alphandéry, Président du conseil de surveillance de CNP Assurances.
3. Ce paragraphe est une synthèse de l'atelier n°3 présidé par A. Obolensky, présidente de la Banque du développement et des PME.
4. Ce paragraphe constitue une synthèse des conclusions de l'atelier n°4 présidé par M. Renault, président du Groupement des Cartes Bancaires « CB ».