



COMMENT ACHEVER L'INTÉGRATION DU MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX ?

ROBERT RAYMOND *

Il aura fallu le temps d'une génération pour que l'usage d'une monnaie propre à l'Europe soit généralement accepté. C'est maintenant une réalité, une caractéristique structurelle de l'Union européenne, un élément de l'acquis communautaire, même si quelques-uns des 15 pays qui étaient membres avant l'élargissement s'appuient sur la dérogation qu'ils avaient initialement négociée pour conserver leur propre monnaie. Rejoindre ou non la zone euro est leur problème, ce n'est pas un problème pour l'euro qui a une base économique suffisante. Leur absence déçoit seulement dans la mesure où elle dénote une réticence à faire avancer l'intégration européenne. Les nouveaux adhérents ont, pour leur part, décidé de se fondre dans la zone euro dès qu'ils satisferont aux conditions prévues.

L'euro étant devenu notre compagnon à vues humaines, la question posée dès 1998 a été : que fait-on ensuite ? Une réponse s'imposait à beaucoup d'esprits : il faut doter l'euro d'un marché intérieur unifié. En théorie, cela pouvait apparaître comme un simple prolongement de ce qui venait d'être réalisé. En pratique, s'agissant d'un domaine différent, cela représentait une nouvelle étape dans la construction d'une Union plus étroite. Les économistes ajoutaient un argument essentiel et convaincant, à savoir qu'un marché intégré serait plus efficace, c'est-à-dire plus liquide, avec des coûts de transaction plus bas, que la

* Directeur général honoraire de la Banque de France, ancien directeur général de l'Institut monétaire européen

Ce texte, qui n'engage que son auteur et non les institutions auxquelles il a appartenu, reprend et développe les idées exprimées le 24 octobre 2003 lors du séminaire tenu à la Banque de France à Paris pour marquer le 40^{ème} anniversaire de la Société universitaire européenne de recherche financière.

juxtaposition des marchés nationaux, au total plus propice à une allocation optimale des capitaux.

Dès l'origine, l'euro disposa d'un marché interbancaire presque parfaitement intégré, le réseau des banques centrales assurant la circulation de la monnaie centrale en temps réel à travers toute l'Union, au moins pour les gros montants. Au contraire, l'intégration du marché des titres et des produits dérivés se révéla bien plus difficile. Dans ce dernier cas, la résistance politique devrait pourtant jouer un rôle relativement secondaire, les transferts de souveraineté requis étant moindres que pour une unification monétaire. En revanche, la complexité technique aussi bien que les intérêts financiers des participants au marché, qui ne se préoccupent guère de mener à bien un projet régional, ont été - et demeurent - de réels obstacles.

Certes, des progrès ont été accomplis suivant le Plan d'action de la Commission sur les services financiers et après la réforme du processus de décision consécutive aux propositions des « sages » présidés par Alexandre Lamfalussy. Cependant, il y a encore beaucoup de chemin à parcourir pour atteindre l'objectif poursuivi. Les principaux aspects de ce qui devrait être entrepris semblent concerner le droit, la réglementation et le contrôle, et enfin la fonction de dépositaire central.

L'OBJECTIF : UN MARCHÉ UNIFIÉ

L'objectif est de réaliser un marché intérieur unifié des capitaux, qui atteigne un degré élevé d'efficience. Qu'entend-on par là ?

Ce marché ne peut pas être propre à l'euro et à la zone euro. Il doit couvrir l'ensemble de l'Union. Après tout, Londres peut être considéré comme l'un des principaux centres financiers de la zone euro, puisque toutes les institutions financières situées dans celle-ci et qui comptent sur les marchés ont à Londres une antenne spécialisée dans la banque d'investissement et de marché et y traitent en euro.

Ce n'est pas davantage d'un marché réservé aux émetteurs de l'Union européenne qu'il s'agit, puisque les non Européens sont aimablement invités à s'y présenter, alors qu'au contraire des firmes de l'Union européenne préfèrent couvrir leurs besoins de capitaux à l'extérieur, au moins en partie. De même, ce n'est pas un marché réservé aux investisseurs de l'Union européenne, en l'absence de contrôle des changes.

Le but est en réalité, dans un monde ouvert, d'attirer, de maintenir et de développer les activités de services financiers à l'intérieur des limites de l'Union européenne. En un sens, c'est une approche entrepreneuriale et non une idéologie.

Le succès apporterait à l'Union européenne des recettes de commissions et créerait des emplois. En même temps, l'euro serait plus

recherché dans le monde, car un tel marché donnerait un attrait supplémentaire à l'Europe et augmenterait donc l'utilisation de sa monnaie dominante. Quant aux résidents, ils tireraient profit d'un marché des capitaux plus profond avec des coûts de transaction moindres.

Les conditions à remplir sont clairement identifiées

Afin de réduire les coûts de transactions, il faut créer un terrain uniforme sur lequel les banques, les courtiers, les Bourses, les chambres de compensation puissent se livrer concurrence pour fournir les meilleurs services. Cela requiert un corps unique de règles du jeu et l'existence d'infrastructures non morcelées par des frontières pour transférer non seulement l'argent, mais aussi les titres et les droits contractuels. Il en résulterait une liquidité accrue du marché financier. C'est une tâche qui est davantage dans l'esprit de l'Acte unique que dans le sillage de l'Union monétaire.

De telles réformes n'en ont pas moins une dimension monétaire

En effet, au sein de l'Union, le règlement des transactions sur titres passe par les comptes espèces de clients tenus par des intermédiaires financiers résidents qui, pour leur part, ont un compte en monnaie centrale auprès de leur banque centrale. Les intermédiaires non résidents, ne détenant pas directement de monnaie centrale, peuvent recourir à un correspondant. En conséquence, il serait facile de lier les transferts de titres d'un détenteur à l'autre, sur les livres du dépositaire central qui tient la comptabilité de chaque émission, à l'existence d'une provision ou d'une ouverture de crédit en monnaie centrale, afin d'assurer le caractère final de l'opération et d'éliminer tout risque de contrepartie. Il suffirait d'isoler la fonction de dépositaire central et de la brancher techniquement sur la banque centrale (l'Eurosystème ou la banque centrale d'un pays à dérogation) pour créer un mécanisme européen de règlement-livraison simple et sûr qui joue le rôle d'une infrastructure ouverte à tous les opérateurs traitant des valeurs émises en euro ou dans une des monnaies nationales qui subsistent. Ce sujet sera repris dans la quatrième partie de cet article.

UN CADRE JURIDIQUE EUROPÉEN

La diversité des régimes juridiques au sein de l'Union européenne est le principal obstacle à l'intégration

Ce thème n'est pourtant pas activement exploré. On peut y trouver plusieurs explications. L'une est le sentiment nationaliste : le droit civil

ou commercial est l'une des manifestations de la culture nationale. Une autre peut être la crainte qu'une réforme d'ensemble ne bouleverse de nombreux aspects de la vie privée, beaucoup d'habitudes et de traditions, et ne menace des intérêts acquis. Enfin, la complexité du sujet est plutôt déprimante.

De ce fait, les principes et l'architecture du droit national sont considérés comme des données structurelles. La diversité entre régimes juridiques apparaît incontournable. Pour la plupart, les experts ne se sentent pas motivés. Très peu de *think tanks* y travaillent.

On peut nourrir quelque espoir devant le nombre de directives européennes qui doivent être transformées en lois écrites nationales. Pourtant ce processus n'est pas seulement lent, il est aussi imparfait de deux points de vue. D'abord, la loi nationale peut ajouter des dispositions à celles de la directive, qui n'est, dans ce cas, qu'une contrainte minimale.

Ensuite, les directives s'appliquent parfois comme des exceptions à la loi nationale. Elles concernent des opérations particulières sans toucher à la substance de la loi nationale qui continue à s'appliquer dans tous les autres cas. Un bon exemple est la directive sur les garanties, qui s'applique aux opérations interbancaires mais pas à l'ensemble des contrats. En réalité, il faudrait atteindre la racine même des dispositions du droit dans les domaines liés aux affaires.

Une idée en apparence séduisante, que l'on pousse actuellement, consiste à élaborer un 26^{ème} régime juridique, mais si celui-ci demeure une simple option, on risque de voir la complexité s'aggraver et non diminuer.

Le dernier rapport du groupe Giovannini a énuméré d'un point de vue pragmatique un certain nombre de sujets qui demandent une harmonisation d'urgence, comme :

- qui est le propriétaire ou a le droit d'agir comme un propriétaire (en ce cas, de titres) ;
- quelles restrictions au droit de propriété sont opposables aux tiers ;
- la date du changement de propriétaire à la suite d'une transaction (important pour les activités de négociation et de livraison) ;
- le statut des sociétés (important pour créer un *level playing field*) ;
- les textes sur la faillite (important pour les investisseurs et l'industrie de livraison des titres).

Il faut y ajouter des questions pratiques bien connues des avocats d'affaires. Elles ont trait aux procédures vis-à-vis des tribunaux, au degré de transparence des documents à fournir, à la durée de la procédure.

Aucune solution d'ensemble ne pourrait, certes, être trouvée demain

Beaucoup de juristes considèrent même qu'il serait utopique d'espérer régler le problème par l'élaboration d'un régime juridique européen destiné à se substituer aux régimes nationaux, tant sont grandes les différences entre ceux-ci, voire les incompatibilités. La démarche suivie lors de la rédaction du Code civil en France serait donc inappropriée. Il conviendrait plutôt de laisser les dispositions communes émerger spontanément, et malheureusement peu à peu, de la multiplication de directives à l'élaboration laborieuse et de la jurisprudence de la Cour de justice européenne.

Rien n'interdit, toutefois, de réfléchir à ce que pourrait être une architecture juridique rationnelle au sein de l'Union pour en faire au moins un objet de recherche. En droit, la doctrine existe et peut influencer la jurisprudence et la réforme des lois. Il manque dans ce domaine un document équivalent à ce que le rapport Werner fut pour l'Union monétaire. Quel pourrait être le sujet d'une telle réflexion et d'un tel rapport ?

Le parti a été pris, et ratifié, de créer un marché intérieur uniforme (Acte unique) doté d'une seule monnaie (Traité de Maastricht). Cela commande d'unifier le droit concernant la production, la négociation, le transport et la délivrance des biens physiques, des services et des actifs financiers sur toute l'étendue de l'Union. On peut en conclure que le droit de propriété, le droit des sociétés et de la faillite, celui des garanties, le droit de la concurrence, la taxation des bénéfices des entreprises, le taux de la TVA qui est directement incluse dans le prix, la définition et le statut des banques et autres institutions financières (déjà fortement harmonisés), les règles de fonctionnement des marchés appartiennent au domaine à unifier. Le faire ne serait après tout rien d'autre qu'organiser la « globalisation » ou « mondialisation » à l'échelle de l'Europe, au lieu qu'elle s'instille de façon aléatoire dans chaque État membre.

En réaction à l'intégration du monde des affaires, de nombreuses communautés de citoyennes et de citoyens voudront préserver avec une énergie croissante leur identité dans les autres domaines. Aussi le droit et la fiscalité des personnes n'appellent-ils pas nécessairement une unification, qui serait même indésirable.

Réfléchir au partage entre ce qui relève de l'Union et ce qui ressortit à l'organisation nationale, voire régionale, devient politiquement essentiel. Ce n'est pas dire qu'il serait aisé de mettre d'un côté ou de l'autre chacun des compartiments du droit. Au moins l'effort vaut-il d'être tenté. Les services de la Commission ont pressenti l'importance des sujets juridiques d'ensemble en adoptant en février 2003 un Plan

d'action pour un droit européen des contrats plus cohérent. Beaucoup de points apparaîtront délicats, mais l'enjeu est d'inciter les gouvernements et le Parlement européen à accélérer l'élimination du compartimentage du marché intérieur en les laissant, à l'inverse, préserver la diversité des genres de vie.

DES RÈGLES DU JEU ET DES CONTRÔLES À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE

Les craintes inspirées par la consolidation des autorités nationales de régulation et de supervision sont excessives. Cette opinion est partagée par beaucoup de professionnels.

En ce qui concerne les régulateurs, les propositions avancées par les « sages » sous la présidence d'Alexandre Lamfalussy peuvent apparaître comme une étape utile, ce qui n'interdit pas de viser un degré plus élevé d'intégration. Dans le domaine des marchés de titres, cependant, la nouvelle organisation est survenue trop tard pour accélérer la réalisation du Plan d'action sur les services financiers. On ne peut, en outre, ignorer le risque que les points de désaccord soient tout simplement transférés au niveau 3, c'est-à-dire à celui des autorités nationales, et par conséquent échappent à toute harmonisation.

Il y aurait certainement avantage à créer un Système européen composé d'équipes nationales assurant l'interface avec les institutions financières de chaque pays, et d'un organe central qui, constamment, comparerait les principes et les pratiques, ferait apparaître les différences entre pays, voire les incohérences, et avancerait des propositions. Cela impliquerait que le Secrétariat de CESR devienne un organisme comparable à ce que fut l'Institut monétaire européen, ayant pour mandat d'éliminer les particularités nationales. Le processus formel de décision avec le Comité des valeurs mobilières, la Commission et le Parlement, pourrait rester plus ou moins tel qu'il est.

Devrait-il y avoir trois réseaux, pour les marchés, les banques et les compagnies d'assurance, ou seulement un ? Étant donné l'effacement des frontières entre les trois catégories d'activités, l'intrusion des firmes appartenant à un secteur dans un autre secteur, directement ou par filiale interposée, il y a de bons arguments en faveur d'une organisation unique avec des départements spécialisés et une structure interne assurant une étroite coordination.

S'agissant maintenant de l'exercice de la supervision, les mêmes principes pourraient lui être appliqués. D'ores et déjà, les pratiques en vigueur en France et dans les pays limitrophes diffèrent assez peu et seulement du fait de l'héritage du passé, dont découlent les arrangements institutionnels. Le régime instauré au Royaume-Uni s'en écarte, au contraire, assez

sensiblement, notamment par l'existence d'une autorité unique couvrant toutes les activités bancaires et financières et par les modalités de la relation avec les assujettis. Il y a donc encore là matière à réflexion.

UNE INFRASTRUCTURE EUROPÉENNE DE RÈGLEMENT-LIVRAISON AVEC FINALITÉ GARANTIE

L'Union monétaire une fois accomplie, beaucoup jugèrent naturel d'évoluer vers une Bourse européenne unique. Or, cette vision idéale n'a pas été confirmée par l'évolution des faits et du droit. Le dernier avatar des directives sur les services d'investissement autorise le fonctionnement, à côté des marchés organisés, de Bourses électroniques qui leur livreraient concurrence, comme aux États-Unis. Les grands groupes bancaires pourront aussi internaliser la confrontation des ordres de leurs clients sur une même valeur, pourvu que soient respectées des règles de transparence sur la détermination du prix appliqué. Au total, la Bourse de notre enfance s'émiette, la pratique et la doctrine préférant la concurrence à la centralisation monopolistique. D'ailleurs les marchés organisés se privatisent et se font eux-mêmes coter, entrant délibérément dans le champ de l'économie marchande et concurrentielle.

Le *clearing* est soumis à des règles prudentielles qui lui sont propres. Il remplit une fonction qui est en aval de la négociation et peut être détachée de celle-ci. Enfin la gestion matérielle des portefeuilles par les conservateurs est marchande par nature. En revanche, la question qui reste posée est celle de la création éventuelle d'un dépositaire central européen. Pourquoi ?

Sur un marché européen des titres, les livraisons transfrontalières devraient s'effectuer comme s'il n'y avait pas de frontières. Elles ne devraient pas supporter des coûts supplémentaires comme c'est le cas aujourd'hui. Pour une part, ces coûts sont liés à l'hétérogénéité juridique de l'Union européenne. C'est pourquoi il est important de travailler sur cette matière de façon plus intense et plus concrète. Une autre partie du coût est due à la diversité et à la complexité des mécanismes de livraison. La livraison de titres faisant l'objet de transactions est réalisée soit sur les livres du dépositaire central national (il en existe actuellement un par pays) chargé de cette catégorie de valeurs, soit sous l'égide de l'un des deux dépositaires à vocation internationale : Euroclear basé à Bruxelles et Clearstream à Luxembourg. Ces derniers, contrairement aux dépositaires nationaux, fournissent, en outre, des services commerciaux comme la compensation et le financement des découverts qu'elle fait apparaître. Bien que des progrès soient accomplis par l'adoption de standards électroniques

communs, il subsiste des différences entre systèmes informatiques, entre les conditions d'accès aux divers dépositaires centraux, entre les manières de couvrir les positions débitrices. Loin de clarifier le débat, un document communautaire récent recommande de soumettre les uns et les autres aux mêmes règles prudentielles.

Or, il importe qu'au bout de la chaîne de traitement qui suit la négociation, une fonction dite notariale de livraison irrévocable soit isolée institutionnellement et qu'elle soit hébergée par un seul système, lequel pourrait d'ailleurs être décentralisé. Ce service doit être sûr, pérenne, exempt des risques de survie d'une entreprise, et il doit être en tout état de cause ouvert dans des conditions uniformes de coût et d'accès technique à tous les opérateurs. Les dépositaires centraux détiennent en fait la matière première traitée sur le marché financier. Ils se situent à la fois en amont et en aval de la négociation : ce qui est négociable est déposé chez eux avant la transaction et est déplacé, toujours chez eux, à l'issue de celle-ci. Avec la coopération du Système européen de banques centrales, il serait possible de lier la livraison finale des titres à la réalisation d'un paiement en monnaie centrale (voir ci-dessus à la fin de la première partie). Les intermédiaires résidents peuvent emprunter cette monnaie sur le marché interbancaire ou même directement à leur banque centrale, ainsi qu'il se pratiquait déjà en France il y a des années de cela. Les intermédiaires non résidents devraient utiliser des comptes de correspondants bancaires, comme pour toutes les autres catégories de paiement. La liaison entre les banques centrales et les règlements en monnaie centrale pourrait être incluse dans la réforme de TARGET.

Indépendamment de ces aspects techniques, la question se pose de savoir s'il est concevable de s'en remettre entièrement aux forces du marché pour obtenir une infrastructure européenne uniforme. Une certaine concentration s'est bien amorcée sous l'égide d'Euroclear. Cependant, il n'est pas évident que l'on assiste à vues humaines à un regroupement général par une succession de prises de contrôle. Il serait donc opportun d'exercer une pression sur les institutions jouant un rôle de dépositaire central, national ou non, pour qu'elles progressent ensemble et assez vite dans la bonne direction. Le risque est grand que, livrée à elle-même, l'industrie ne produise pas spontanément une institution européenne. Il faut bien une initiative publique pour tracer, après consultation du public, un réseau de voies ferrées ou d'autoroutes, et cela, même dans une économie libérale fortement marchéisée.

Malgré d'évidents progrès, l'intégration du marché intérieur des actifs financiers est loin d'être encore achevée. Plusieurs difficultés en retar-



dent l'accomplissement : la multiplicité des domaines concernés (droit, fiscalité, systèmes), qui est source de complexité, et le recours excessif au principe de subsidiarité. Il n'y a aucune légitimité à invoquer ce dernier pour renoncer à unifier les règles de fonctionnement des marchés et des institutions qui s'y meuvent, ainsi que les modalités de leur contrôle. Il faut bien se rapprocher de la concurrence parfaite promise par l'Acte unique européen. Cependant, contrairement à l'allant manifesté en faveur de l'Union monétaire, les autorités nationales ne semblent pas montrer beaucoup d'enthousiasme pour réviser des pans entiers de leur droit ou cesser de protéger des champions nationaux. Seule une volonté politique forte permettra d'aboutir.



