

TRADUCTION FRANCAISE

SEULE LA VERSION ANGLAISE DE CETTE NOTE FAIT FOI

Bilan, défis et perspectives de l'approche à quatre niveaux pour la régulation et la supervision en Europe

La démarche Lamfalussy

Le comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, présidé par Alexandre Lamfalussy, mis en place en juillet 2000 par le conseil Ecofin, a rendu son rapport final le 15 février 2001. Ses principales conclusions, en particulier la définition d'une approche à quatre « niveaux » pour la régulation financière européenne, ont été approuvées en mars 2001 par le sommet de Stockholm, puis par le Parlement européen après négociations entre celui-ci et la Commission. Le nouveau « processus » est devenu pleinement opérationnel en février 2002.

Cette démarche ne constitue bien sûr que l'un des multiples défis de l'intégration européenne en matière financière. Selon les termes mêmes de M. Lamfalussy, « le bon fonctionnement de l'approche à quatre niveaux n'est qu'une condition, d'importance relativement modeste, pour que de réelles avancées aient lieu dans l'intégration des marchés financiers en Europe. D'autres conditions peuvent être considérées comme autant voire encore plus importantes : l'harmonisation des structures et des pratiques nationales de régulation ; l'amélioration des infrastructures post-marché ; la lutte contre les obstacles à l'intégration tels que les différences entre systèmes de fiscalité et de droit ; la clarification des normes comptables ; et, tout particulièrement, les réflexes nationaux protectionnistes qui restent profondément enracinés chez nos gouvernements ».

Au point de départ de la démarche se trouve la prise de conscience des défauts du cadre législatif et de régulation préexistant. Premièrement, sa lenteur : souvent, le temps écoulé entre le début de la préparation d'une directive par la Commission et sa mise en œuvre effective dans les Etats membres pouvait prendre de longues années. Deuxièmement, sa rigidité : les directives existantes ne pouvaient pas être adaptées de manière suffisamment réactive à un environnement de marché en constante évolution ; au contraire, même des ajustements mineurs devaient faire l'objet d'un processus complet de codécision, avec les délais et souvent les aléas que cela implique. Troisièmement, les règles produites étaient souvent de qualité faible : beaucoup de directives adoptées trahissent un défaut de compréhension de la réalité des marchés. Enfin, de nombreux textes étaient trop ambigus, ce qui donnait des excuses aux autorités nationales pour des mises en œuvre nationales incohérentes, voire incompatibles entre elles.

Ces défauts résultaient de plusieurs causes. La plus évidente était l'absence de distinction, dans le processus européen, entre législation primaire et secondaire – alors même que cette distinction est courante dans presque tous les Etats membres. Ceci conduisait à l'engorgement du processus législatif et aux rigidités mentionnées ci-dessus. Un autre facteur était la préférence implicite pour une approche « top-down », laissant peu de place à la consultation avec les parties intéressées ; celle-ci était même

presque inexistante en amont du lancement des initiatives législatives. Cette attitude s'est révélée mal adaptée aux réalités changeantes du monde de la finance.

L'approche à quatre niveaux du « processus Lamfalussy » a été pensée dans le but d'atténuer ces défauts :

- Les directives cadres (niveau 1) se limitent aux principes de base essentiels et « politiques », les modalités de mise en œuvre techniques étant renvoyées au niveau 2, ce qui facilite leur actualisation en fonction des évolutions du marché.
- CESR, le comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, se voit confier un rôle clé de conseil de la Commission sur les aspects techniques du niveau 2, ce qui est justifié par le fait que ses membres sont en général plus directement au contact avec les pratiques des marchés que ne le sont les personnels de la Commission et des administrations nationales des Finances.
- La Commission comme CESR doivent s'efforcer de structurer un dialogue et une consultation continus avec toutes les parties prenantes concernées, en ce qui concerne les questions relatives tant au niveau 1 qu'au niveau 2.
- CESR joue un rôle double, à la fois de conseil de la Commission sur la préparation des mesures de niveau 2, et comme garant de la cohérence dans la transposition et la mise en œuvre des règles (niveau 3). Les membres de CESR étant des acteurs clés de cette transposition au niveau national, il est espéré que cette disposition permette de réduire fortement les incohérences dans l'exécution.
- Enfin, le contrôle de la mise en œuvre de la législation communautaire (« enforcement ») par la Commission devra être doté des ressources appropriées (niveau 4).

Des éléments de bilan positifs...

Le bilan de « l'approche Lamfalussy » ne peut qu'être provisoire : à ce stade relativement précoce de mise en œuvre, certains aspects, notamment en ce qui concerne les niveaux 3 et 4, ont à peine commencé à être testés. Cependant, un premier succès réside dans le fait que **le Plan d'Action pour les Services Financiers (PASF) a été réalisé pour l'essentiel** : la législation cadre de niveau 1 est en place, et les règles de niveau 2 sont en bonne voie.

Par ailleurs, le sentiment partagé par la plupart des acteurs est que **globalement, la qualité des règles produites s'est améliorée**, au sens où la Commission et CESR ont tous deux déployé des efforts constructifs pour trouver des compromis raisonnables entre les intérêts variés (et souvent divergents) du marché, et que leur compétence professionnelle n'a pas été mise en défaut. Il ne semble pas y avoir eu de cas de récriminations fortes des parties prenantes sur une ignorance de leur part des modalités de fonctionnement des marchés, ou sur une approche trop formelle et « top-down ». Le principe de la consultation systématique et de la transparence complète a été généralement appliqué à la fois par la Commission et par CESR, et ce processus n'a pas été compromis, comme on aurait pu le craindre, par des interventions intempestives des gouvernements des Etats membres ou du Parlement européen.

... mais qui ne font pas disparaître toutes les interrogations

- Tout d'abord, **le processus de production des règles reste passablement lent**. Il faut toujours au moins trois à quatre ans entre le moment où la Commission commence à travailler sur une directive et le moment de sa mise en œuvre effective dans les Etats membres. La directive sur les abus de marché a été adoptée le 3 décembre 2002, celle sur les prospectus le 15 juillet 2003, et celle sur les marchés d'instruments financiers le 27 avril 2004 ; l'accord politique sur la directive « transparence » a été obtenu le 11 mai 2004. Selon la Commission¹, le temps moyen de négociation des quatre premières directives préparées selon le processus Lamfalussy, depuis la finalisation de la proposition initiale jusqu'à l'adoption, a été d'environ 20 mois en moyenne.

Les mesures de niveau 2 prises en application des directives Abus de marché et Prospectus ont été adoptées en avril 2004, mais l'efficacité du niveau 3 n'est pas encore claire. Le respect de l'application des règles communautaires par les Etats membres (niveau 4) nécessitera des efforts très importants. Les services de la Commission devront disposer, à l'avenir, des ressources suffisantes pour pouvoir s'assurer de la bonne mise en œuvre et du respect de toutes ces mesures dans les 25 Etats membres caractérisés par leur diversité, notamment linguistique.

En bref, quatre ans après le démarrage du processus, il est encore difficile d'établir si celui-ci a véritablement accéléré le processus législatif européen.

- **Le degré réel de réactivité du niveau 2 (mesures exécutoires) n'est pas encore observable**. Ni le Comité Européen des Valeurs Mobilières (*European Securities Committee*) présidé par la Commission, ni le Parlement européen n'ont pour l'instant déployé leur activité pour la révision des textes de niveau 2.

Par exemple, dans le domaine de la gestion d'actifs, les règles sur les organismes de placement collectifs (OPCVM ou « UCITS » en anglais) sont sans cesse mises en cause par le rythme d'innovation financière qui dépasse largement celui de la préparation de nouveaux textes ; cette situation permet de tester la flexibilité offerte par l'approche Lamfalussy. La directive UCITS III a étendu les possibilités d'investissements dans lesquels les organismes de placements collectifs peuvent investir : instruments monétaires, dépôts bancaires, parts d'autres organismes de placement collectifs (ce que l'on appelle les « fonds de fonds ») et certains instruments financiers dérivés. Mais ceci n'a pas suffi à promouvoir un marché unique des fonds d'investissement. Depuis l'adoption de ce texte, l'explosion de l'activité de gestion et l'intérêt des investisseurs s'est manifestée vers la gestion alternative, les fonds immobiliers et d'autres véhicules non couverts par les règles UCITS en vigueur.

Selon le rapport du groupe d'experts sur la gestion d'actifs établi par la Commission (2004), 30% de l'industrie de la gestion développe son activité sans bénéficier d'aucun cadre législatif communautaire. Ce rapport a identifié une forte demande en faveur de mesures telles que la simplification des procédures d'enregistrement des fonds, la possibilité des fusions transfrontalières de fonds, la reconnaissance des techniques et structures de mise en commun d'actifs, et une plus grande liberté de choix, pour les gestionnaires de fonds, de leurs dépositaires dans les différents pays. Le processus Lamfalussy offre des outils pour adapter les règles européennes

¹ Document de travail de la Commission: « L'application du processus Lamfalussy à la législation européenne en matière de marchés de valeurs mobilières », 15 novembre 2004.

relatives aux UCITS, sauf dans l'hypothèse du choix d'une autre approche législative basée non plus sur les produits mais sur le risque associé à toutes les fonctions relevant de la gestion d'actifs, ceci quel que soit le fournisseur de produit ou de service concerné (par exemple législation cadre sur les sociétés de gestion, leurs pratiques de distribution, les conseils donnés aux clients, etc.)².

- **Un nombre trop élevé de détails de mise en oeuvre technique tendent à remonter du niveau 2 au niveau 1**, à la suite d'efforts de *lobbying* déployés par des participants du marché. Si cette tendance devait se développer à grande échelle, l'un des objectifs majeurs du processus – l'adaptabilité des règles aux changements des circonstances de marché – pourrait se voir mis en danger.
- **Certains symptômes de « fatigue consultative » commencent à apparaître.** Une consultation bien menée est une condition nécessaire pour l'amélioration de la qualité des règles, mais c'est également un processus très consommateur de temps. Il n'est pas certain que le bon équilibre ait été atteint. Le flux de directives générées par le PASF a exercé une certaine pression sur les ressources de tous les participants au processus de consultation – y compris, soit dit en passant, les équipes de la Commission et de CESR.

Du côté des participants privés, un sujet connexe de préoccupation est le **degré très variable de participation aux consultations** selon les catégories de parties prenantes. Les grandes banques d'investissement, par exemple, s'insèrent très bien dans le processus, mais à l'inverse les investisseurs institutionnels, plus encore les investisseurs individuels, et même parfois les émetteurs éprouvent des difficultés à s'impliquer dans les consultations, ce qui peut parfois conduire à un certain déséquilibre dans la prise en compte des intérêts en jeu.

- **Les différences de missions et de pouvoirs entre les différents systèmes nationaux de régulation pourraient conduire à des incohérences dans la mise en oeuvre par les Etats membres de la législation communautaire.** En novembre 2002, le rapport d'Eurofi avait déjà indiqué : "Il est indispensable que chaque régulateur et superviseur national dispose des mêmes compétences, instruments, statuts et méthodologies de telle sorte qu'ils puissent garantir l'application effective du principe de reconnaissance mutuelle". De même, le rapport dit « Himalaya » publié par CESR en octobre 2004³ relève que de nombreuses règles découlant des directives du PASF « *ne peuvent pas fonctionner si les autorités concernées ne disposent pas de pouvoirs équivalents et rigoureux pour surveiller, enquêter, sanctionner et échanger des informations* » -- une condition qui n'est pas toujours remplie aujourd'hui. Comme le note ce même rapport, « *dans l'Union européenne, il y a actuellement plusieurs approches concernant le rôle de la régulation pour rétablir la confiance sur les marchés. L'éventail des opinions s'étend depuis ceux qui se concentrent sur l'analyse des défaillances de marché et l'économie de la régulation, jusqu'à ceux qui donnent la priorité aux mesures de nature à renforcer la confiance des investisseurs et ainsi permettre aux marchés d'optimiser l'interaction entre l'offre et la demande* ».
- **La crédibilité du processus reste menacée par le risque de comportements protectionnistes.** Le rapport dit « Himalaya » indique également que « *les*

² Cf. Peter Norman, "Tweak the old banger or overhaul the lot?", *Financial Times*, 14 février 2005.

³ Rapport d'étape préliminaire, « Quels outils de surveillance pour les marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne ? » – CESR, octobre 2004.

⁴

régulateurs boursiers pourraient être tentés d'appliquer une directive d'une manière qui protégerait les intérêts de leurs places de marché nationales. Ceci provoquerait-il une rupture dans l'établissement du « level-playing field » ? De quels moyens dispose CESR pour prévenir de tels comportements ? La désignation à la vindicte publique est-elle suffisante, et peut-elle être appliquée dans le contexte des règles actuelles de responsabilité ? A quel moment la Commission doit-elle agir dans le cadre du niveau 4 ? » Il n'est pas établi que le processus actuel apporte des réponses satisfaisantes à ces questions.

- **Enfin, on peut se poser la question de savoir si le cadre actuel, dans lequel le pouvoir de décision en matière de régulation reste pour l'essentiel l'apanage des autorités nationales, est bien adapté à des marchés presque complètement intégrés.** Dans son rapport déjà cité, CESR remarque que « *[son] analyse resterait incomplète si elle ne mentionnait pas le fait que le besoin d'envisager des outils de surveillance revêtant une dimension transnationale est plus net aujourd'hui qu'il ne l'était il y a quatre ans, lors de la mise en place du comité des sages présidé par A. Lamfalussy* ».

L'extension du processus à la banque et à l'assurance

Même si ceci ne constitue pas le principal thème de la présente note, des questions importantes se trouvent également posées dans le contexte de l'extension du processus Lamfalussy à la banque et à l'assurance, finalement réalisée en 2004. Si l'utilité d'une coordination améliorée entre autorités de surveillance bancaire ne fait aucun doute, il reste, en revanche, quelques débats sur la capacité de l'approche à quatre niveaux à fournir des outils efficaces de gestion de certains grands problèmes transfrontaliers, notamment l'éventualité de crises de marché à l'échelle paneuropéenne⁴.

Plus généralement, une rationalisation des structures de surveillance prudentielle a été demandée par des organisations professionnelles européennes du secteur financier. Selon celles-ci, si la valeur ajoutée de la surveillance locale des filiales d'entités multinationales n'est pas établie, elle devrait être abandonnée au profit d'une surveillance plus efficace au niveau du groupe. Dans ce cadre, la proposition de « lead supervision » émise par la *European Financial Services Round Table* a suscité une attention particulière. Cette proposition envisage qu'une autorité de surveillance unique pourrait être nommée, avec une obligation de coopération étroite avec les autorités nationales des pays d'implantation des filiales. Beaucoup de participants du marché considèrent que la définition de réponses satisfaisantes à cette question est une condition essentielle du développement de grands acteurs financiers européens, qui pourrait lui-même être un facteur d'intégration des marchés financiers.

⁴ Voir le texte de l'allocution prononcée par A. Lamfalussy lui-même, Conférence Pierre Werner, Banque Centrale du Luxembourg, 2004. M. Lamfalussy propose en particulier que soit examinée la possibilité et la faisabilité de confier à la BCE la responsabilité opérationnelle de la surveillance d'un nombre limité de banques. La BCE devrait dans cette hypothèse partager cette responsabilité avec les autorités nationales compétentes, banques centrales ou autorités indépendantes. « *J'ai pleinement conscience des désavantages que revêtirait une telle orientation. Mais si nous souhaitons renforcer notre capacité de prévention des crises, quelles sont les alternatives qui peuvent être envisagées en pratique ?* »

⁵

Conclusion

Les marchés financiers européens se développent, mais restent en retard sur les Etats-Unis. Leur relative fragmentation est un facteur inhibant pour de nombreux acteurs, émetteurs, créanciers ou investisseurs. Pour le moment, les grands acteurs mondiaux d'origine américaine semblent tirer plus facilement parti des opportunités transfrontalières en Europe que les acteurs européens.

La réalisation d'un marché unique nécessite une approche pragmatique et progressive de la régulation et de la supervision, qui prenne en compte les besoins réels du marché en évitant toute querelle doctrinale ou institutionnelle. Le processus Lamfalussy, tel qu'il a été mis en œuvre jusqu'à présent, est une étape importante, mais il reste encore beaucoup à faire.

La question centrale demeure celle de savoir si le concept de régulation coordonnée entre régulateurs nationaux indépendants est adapté aux défis d'un marché financier européen de plus en plus intégré. Dans tous les cas, l'augmentation des différences entre systèmes de régulation nationaux ne devrait pas être autorisée. Ces différences devraient au contraire être réduites autant que possible. Il apparaît souhaitable que les participants du marché conservent toute leur autonomie de jugement afin de juger de la pertinence effective du système actuel et de discuter les avantages et les inconvénients que revêtirait la création éventuelle d'un cadre de régulation plus intégré. Naturellement, Eurofi continuera de jouer un rôle actif dans cette discussion.

Contacts Eurofi :

Nicolas Véron, associé fondateur d'ECIF, rapporteur pour Eurofi ; courriel n.veron@ecif.info

Didier Cahen, Secrétaire Général d'Eurofi ; tel. +33.1 5389 3566, courriel cahen.didier@wanadoo.fr