



L'Europe bancaire et financière après l'euro

EUROFI 2000 - 31 rue de Berri – Immeuble Monceau - 75008 PARIS - FRANCE
Tel : 33 / (0)1 53 89 35 66 - Fax : 33 / (0)1 53 89 35 78
e-mail : cahen.didier@wanadoo.fr

TRADUCTION FRANCAISE

SEULE LA VERSION ANGLAISE DU RAPPORT FAIT FOI

RAPPORT D'ETAPE DE L'ASSOCIATION EUROFI

PAR JACQUES DE LAROSIERE,

DANIEL LEBEGUE ET DIDIER CAHEN

**POUR UN MARCHÉ FINANCIER EUROPÉEN
INTEGRÉ**

26 NOVEMBRE 2002

PREAMBULE

Après le Forum sur “L’Europe bancaire et financière après l’euro” qu’elle a organisé¹ en septembre 2000, l’association Eurofi a décidé de sensibiliser la Convention sur l’Avenir de l’Europe et les institutions européennes en faveur de la réalisation effective d’un véritable marché unique des services bancaires et financiers à l’horizon 2005.

Cette démarche a pour objet de refléter les attentes des acteurs économiques - émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, épargnants - qui veulent opérer dans l’espace européen comme sur un véritable marché domestique sans cloisonnements techniques, réglementaires ou fiscaux générateurs de délais et de surcoûts. Elle vise aussi à conforter la crédibilité externe de l’euro et à susciter l’émergence d’un modèle de gouvernance financière, à même de répondre aux défis de l’élargissement.

En Mai 2002, Eurofi a lancé une initiative afin de définir le cadre pertinent d’un marché financier européen efficient et d’examiner les moyens opérationnels et institutionnels de sa réalisation.

Pour ce faire, l’Association a consulté 180 institutions et sociétés européennes comprenant des émetteurs, institutions bancaires et financières, investisseurs, entreprises de marché, prestataires de services de « middle et back office », régulateurs et superviseurs financiers. Elle leur a adressé des questionnaires afin de recueillir leurs opinions sur plusieurs aspects : émetteurs, acteurs du « private equity », bourses et gestionnaires d’infrastructures de marché, assurance, gestion d’actifs, régulation et supervision. L’objectif était de susciter des réactions et non d’imposer un modèle pré-déterminé pour le marché financier unique.

Cette consultation écrite, réalisée en partenariat avec l’Euro 50 Group et avec l’assistance de la société de conseil Atos Odyssee, s’est aussi accompagnée d’entretiens particuliers.

Un Comité de pilotage co-présidé par Messieurs Jacques de Larosière et Daniel Lebègue a été constitué (cf. Annexe 1), afin d’analyser les résultats de l’enquête et rédiger un rapport de synthèse. Ce rapport propose également les moyens d’identifier les priorités à court terme et avance des dispositions pertinentes qui pourraient être introduites dans le futur Traité sur l’Union Européenne.

Ce rapport reflète les réponses aux questionnaires reçues de 55 institutions, et aux 61 entretiens réalisés entre septembre et novembre 2002. Les résultats de l’enquête sont présentés en Annexe 6. Nous attirons toutefois l’attention du lecteur sur le fait que la méthode utilisée dans le dépouillement des questionnaires pondère de manière

¹ Les conclusions de ce Forum sont présentées dans « L’Europe Bancaire et Financière après l’euro », Revue d’Economie Financière n°62, 2001.

identique toutes les réponses reçues. Aussi les pourcentages présentés dans l'Annexe 6 doivent-ils être utilisés avec précaution.

Comme dans tout rapport au spectre aussi large, nous avons rencontré beaucoup d'opinions parmi les organisations approchées. Ce document souhaite refléter les principales vues exprimées bien qu'elles ne soient pas nécessairement celles de toutes les personnalités impliquées dans ce texte.

Ce document constitue un rapport d'étape qui sera soumis à des consultations ultérieures. Le rapport final sera présenté d'ici juin 2003.

TABLE DES MATIÈRES

PREAMBULE.....	2
1. LES ENJEUX	5
2. LES OBJECTIFS	7
2.1 Définition d'un marché financier intégré	7
2.2 Caractéristiques d'un marché financier intégré	9
3. Les moyens : les propositions d'Eurofi.....	12
4. LES PRIORITES A COURT TERME.....	15
4.1 Libre prestation de services	15
4.2 Interopérabilité des produits financiers	16
4.3 Fiscalité	17
4.4 Information financière	17
4.5 Droit des sociétés.....	18
4.6 Législation, régulation et supervision	18
Annexe 1 - Composition du Comité de pilotage Eurofi.....	19
Annexe 2 - Liste des institutions ayant répondu aux questionnaires et des professionnels interrogés.....	20
Annexe 3 - Modalités d'extension du dispositif Lamfalussy aux secteurs de la banque et de l'assurance.....	22
Annexe 4 – Le Marché Financier Européen et le nouveau Traité	25
Annexe 5 - Objectifs et fonctionnement de l'Association Eurofi	28
Annexe 6 - Synthèse des réponses aux questionnaires Eurofi, grandes tendances	29
Annexe 7 – L'enquête Eurofi : Méthodologie	36

RAPPORT D'ETAPE DE L'ASSOCIATION EUROFI SUR UN MARCHE FINANCIER EUROPEEN INTEGRE

1. LES ENJEUX

1. Afin d'assurer son développement et de conforter son statut d'acteur économique global, l'Union Européenne (UE) a besoin de disposer aussi vite que possible d'un marché intégré. L'objectif est de faciliter la mobilisation des capitaux nécessaires pour le financement de l'investissement, et accroître ainsi la productivité du capital, la croissance et l'emploi. Cette évolution contribuera également à renforcer l'euro dans sa dimension internationale.
2. L'Acte Unique et l'euro ont déjà modifié le comportement des agents économiques. L'existence du marché unique, les restructurations, les fusions/acquisitions, les besoins de financement sans cesse croissants, et l'essor rapide des nouvelles technologies, sont les principaux facteurs de développement des activités économiques transfrontalières.
Ce processus engendre l'émergence d'entrepreneurs et d'investisseurs transfrontaliers. Il pousse les marchés à fusionner entre eux pour devenir plus efficaces et mieux répondre ainsi aux besoins des acteurs économiques.
3. L'Union Economique et Monétaire (UEM) a donné un nouvel élan aux efforts engagés depuis vingt ans en faveur d'un véritable marché financier européen. Ce marché intégré des services bancaires et financiers constitue une urgente nécessité pour répondre efficacement aux attentes légitimes des entrepreneurs, consommateurs et épargnants, qui sont désormais naturellement enclins à opérer dans la zone euro comme sur un véritable marché domestique, sans barrières techniques et réglementaires génératrices de délais et de surcoûts.
4. Afin que l'euro réussisse pleinement, les réformes structurelles en cours concernant les marchés des biens et des services, du travail et des capitaux doivent être poursuivies. Les Etats membres doivent faire preuve d'une stricte discipline budgétaire, dans le but d'assurer la visibilité et la cohérence de leurs politiques économiques. Les récentes discussions relatives au Pacte de Stabilité montrent l'importance de ce type de mécanismes, dont le bon fonctionnement peut contribuer de manière décisive à la crédibilité de l'euro.
5. Les bénéfices économiques d'un marché financier efficace doivent être soulignés. Un marché intégré efficace stimulera l'innovation, intensifiera la concurrence dans

les services bancaires, élargira les choix des consommateurs et réduira les coûts d'intermédiation.

Ce grand marché européen offrira aux agents économiques de meilleures conditions de financement et d'investissement. Il augmentera la productivité du capital et assurera une meilleure allocation des capitaux, permettant ainsi une meilleure adéquation entre épargne et investissement. En retour, cette évolution accroîtra le bien-être matériel dans l'Union Européenne, par le biais d'un accroissement général du potentiel de croissance et de l'emploi.

6. Ces progrès constituent un préalable à un développement économique durable. Atteindre un tel degré d'efficacité requiert en Europe des règles claires et opérationnelles qui doivent permettre :
 - d'élargir et d'approfondir le marché afin d'accroître sa liquidité,
 - de réduire les coûts opérationnels et de commercialisation dans l'offre de produits et services financiers.

Des études récentes comme celle diligentée en Février 2002 par la Table Ronde sur les Services Financiers Européens, ont estimé à 15 milliards d'euros par an les surcoûts supportés par les investisseurs et les consommateurs du fait de l'incomplète intégration des marchés des services bancaires et financiers.

D'après un rapport initié par la Commission Européenne², un marché unique des services financiers serait très bénéfique pour les entreprises, les investisseurs et les consommateurs. Cette nouvelle étude prévoit que l'intégration de ces marchés financiers apporterait à l'Union européenne, pour la prochaine décennie, une croissance additionnelle de 1,1%, soit un surplus de 130 milliards d'euros sur la base des prix de 2002. Elle réduirait le coût du financement par actions de 0,5%. Une diminution de 0,4% du coût du financement par émission d'obligations devrait suivre. La réduction des coûts de compensation et de règlement-livraison entraînerait une réduction supplémentaire de 10 points de base.

Cette étude, publiée le 12 novembre 2002, estime que l'augmentation du PIB dans la plupart des Etats membres se situerait entre 0,9 et 1,2%.

Le document de la Commission indique également que l'intégration des marchés financiers de l'Union Européenne augmenterait l'emploi en Europe de 0,5%. La réduction des coûts provoquerait une forte augmentation de l'investissement des entreprises, qui devrait être supérieur de presque 6% au cours de la prochaine décennie.

Ces résultats sont évidemment sujets à certaines incertitudes inhérentes à ce type d'exercice.

² Les résultats complets de ce rapport initié par la Commission Européenne et réalisé sur un an sont disponibles sur le site internet Europa : http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/overview.htm

2. LES OBJECTIFS

2.1 DEFINITION D'UN MARCHE FINANCIER INTEGRE

7. Un marché financier pleinement intégré repose sur une monnaie unique⁽²⁾ qui élimine les risques de change et contribue à l'harmonisation des taux d'intérêt. Toutefois, un marché financier efficace peut fonctionner correctement avec plusieurs monnaies si une forte convergence économique est réalisée.
8. Un marché financier européen intégré se fonde sur les principes essentiels d'une économie de marché ouverte, assurant la libre concurrence et la protection des investisseurs, laquelle est fondée sur des principes communs.
Il exige aussi le démantèlement des obstacles (légaux, techniques, réglementaires et fiscaux) qui entravent la libre concurrence entre prestataires de services transfrontières.
9. Dans ce marché ouvert et compétitif, les clients sont libres d'acheter des produits et services financiers quels que soient le pays et le fournisseur qu'ils choisissent au sein de l'UE. Un marché financier unique requiert également des systèmes de paiement sûrs et peu coûteux, dotés d'instruments de paiement électroniques efficaces.
10. L'intégration des services financiers doit aussi favoriser l'innovation financière et le développement du marché. Intégration ne signifie pas unification. Ainsi, l'innovation doit provenir du marché lui-même et se diffuser dans l'ensemble de l'Union Européenne sur la base de règles simples et lisibles, appliquées et sanctionnées de la même manière dans tous les Etats Membres. Une souplesse adéquate de la régulation et de la supervision devrait faciliter le développement de l'innovation de marché, et rendre ainsi le marché plus attractif.
11. L'instauration d'un marché financier européen unique n'exige pas, à ce stade, une unification systématique de la fiscalité. Il demeure cependant nécessaire d'identifier et de supprimer les éléments de taxation sur les produits financiers susceptibles d'aboutir à des distortions dans les mouvements de capitaux.

En termes d'harmonisation, il est important de distinguer les taxes indirectes (droits de timbre, imposition des plus-values...) des taxes directes (revenus, ménages...). L'harmonisation doit à priori privilégier la fiscalité indirecte.

Le but ultime devrait conduire, le cas échéant, à un rapprochement des taux, ainsi qu'à des normes et assiettes fiscales minimales communes dans les domaines de l'épargne ou de la fiscalité d'entreprise, afin d'éviter que le bon fonctionnement du

⁽²⁾ Cette observation n'entraîne aucun changement de position de certaines institutions qui ont toujours souhaité être neutre sur le thème de l'euro.

marché unique ne soit affecté par une concurrence fiscale nuisible et à des différences de traitement injustifiées.

L'enquête d'Eurofi montre que l'essentiel est d'harmoniser les assiettes fiscales, tout en laissant aux Etats le soin de fixer les taux d'imposition.

12. Un marché efficient et intégré suppose l'existence d'un cadre européen pour les droits nationaux des sociétés. Sa conception ainsi que sa mise en oeuvre doivent être élaborées comme un tout cohérent et couvrir les domaines suivants : règles comptables (principes, définition des modalités pratiques et convergence entre normes IAS et US Gaap), gouvernement d'entreprise, droit des OPA, droit des fusions, modalités de transfert de sièges sociaux, droit de la faillite, droit des sûretés et des biens. Ce processus conduira à la libre implantation des entreprises dans tout l'Espace Economique Européen .

L'adoption du statut de la Société Européenne, décidé à Nice par le Conseil Européen (décembre 2000) et dont l'entrée en vigueur est prévue pour 2004, constitue un élément clé. Pour qu'il soit un succès, il doit être accompagné d'un régime fiscal approprié.

13. Dans ce contexte, une approche européenne (et internationale) cohérente de la supervision et de la régulation financières est cruciale pour assurer des conditions de concurrence stables et éviter ainsi la concurrence entre régulateurs.

Dans ce marché européen où les activités transfrontières et intersectorielles se développent de manière croissante, il y a besoin d'une "approche fonctionnelle" de la régulation. Pour chaque segment, le cadre réglementaire devrait être régi selon les risques propres à chaque activité, et non selon la nature de l'institution financière support.

14. Dans un marché européen en mesure d'assurer une réelle mobilité du capital et des services financiers, où les institutions financières ou autres acteurs du marché exercent librement leurs activités sans tenir compte des frontières nationales, une harmonisation plus approfondie des cadres réglementaires nationaux s'avère indispensable.

La régulation et la supervision financières devraient pouvoir opérer de concert, c'est à dire acquérir une dimension européenne tout en respectant le principe de subsidiarité. L'élaboration du corpus de règles et de normes serait définie sur une base commune, alors que la surveillance pourrait relever du niveau national.

15. Edifier un cadre réglementaire européen constitue un processus évolutif. De nombreuses réponses à l'enquête Eurofi laissent à penser que ce processus pourrait conduire, à terme, à la création d'un cadre européen de réglementation financière.

Un tel cadre ne signifierait pas l'émergence d'une nouvelle bureaucratie centralisée. Il pourrait s'inspirer du modèle du Système Européen des Banques Centrales (SEBC), et reposer sur un ensemble commun de procédures de décision.

Par ailleurs, le développement d'institutions transfrontières pourrait conduire à une forme de système européen de supervision.

Ce système devrait être mentionné dans le prochain Traité de l'UE (voir l'Annexe 4).

Selon les résultats de l'enquête Eurofi, ce système devrait se composer de règles simples et compréhensibles, qui permettraient au marché d'être plus ouvert, attractif et compétitif. D'autres vues, retracées dans l'Annexe 6, ont également été exprimées.

2.2 CARACTERISTIQUES D'UN MARCHÉ FINANCIER INTEGRE

Les points clés d'un tel marché sont les suivants :

16. La levée des principaux obstacles aux activités transfrontières se traduira par un renforcement de la transparence et de la concurrence.
17. Les entreprises devraient être en mesure de lever des capitaux aussi aisément que possible, et au plus bas coût, dans toute l'Union Européenne. Elles auraient accès à un plus grand nombre d'investisseurs dans un marché profond et compétitif caractérisé par une grande liquidité. Elles bénéficieraient de coûts d'assurance compétitifs, ainsi que de procédures simples et directes. Pour ce faire, des normes européennes sont nécessaires dans les domaines de la comptabilité, du gouvernement d'entreprise et de l'information financière.
18. Bien que les PME aient souvent besoin de règles spécifiques, elles doivent être néanmoins soumises aux mêmes principes et règles de base applicables aux firmes cotées. Dans l'ensemble, il apparaît légitime que les PME puissent disposer d'un temps d'adaptation plus long et être soumises à des contraintes moins fortes.
19. Les institutions financières doivent être libres d'exercer et d'offrir leurs services dans l'ensemble de l'Union Européenne. Un "passeport" européen approprié permettrait aux sociétés de gestion collective de commercialiser leurs produits dans tous les Etats membres, sans que soit nécessaire la création de filiales dans les pays d'accueil. La fusion de fonds de nationalités différentes devrait être aussi autorisée.

Un marché unique des fonds de pension est indispensable. L'adoption d'un cadre légal commun encouragerait l'émergence de fonds pan-européens, ce qui favoriserait en retour l'essor d'une activité européenne significative – avec les avantages induits pour les promoteurs, les souscripteurs de fonds, les retraités, les entreprises : économies d'échelle, développement de la capitalisation, plus grande mobilité du travail – et bénéficierait ainsi à l'ensemble de l'économie.

20. Pour la négociation, la co-existence de plusieurs plateformes devrait être possible sur la base de conditions égales de concurrence, reposant sur un cadre légal et réglementaire européen qui élimine les distortions de concurrence. Tous les obstacles (“arbitrages” légaux, réglementaires...) devraient être levés pour permettre une concurrence loyale entre les entreprises de marché.

Selon l'enquête d'Eurofi, certains professionnels sont en faveur d'une évolution vers un petit nombre de marchés réglementés avec centralisation des ordres, qui offrirait plus de liquidité, d'efficacité et de transparence. Ils considèrent que ce modèle pourrait co-exister avec des outils de négociation multilatéraux (Réseaux Electroniques de Communication et Systèmes Alternatifs de Négociation) et l'internalisation des ordres par les courtiers.

Ces professionnels se prononcent aussi contre l'intervention des autorités nationales publiques dans le processus de concentration des infrastructures de marché. Ils estiment que seul le marché est susceptible de favoriser une intégration sectorielle.

21. Les activités de compensation et de règlement-livraison doivent être au minimum interconnectées. Le processus d'intégration devra être également conduit par le marché. Enfin de nombreux participants à l'enquête Eurofi ont formulé le souhait d'une claire séparation entre les activités gérées par les organismes de règlement-livraison et celles gérées par les banques commerciales.

22. Les instruments de paiement électroniques, tels les cartes à puces et virements, sont des véhicules privilégiés dans un espace unique des paiements. Toutefois les habitudes de paiement ont de fortes racines socio-culturelles que des initiatives technocratiques ne sauraient harmoniser.

Un espace unique des paiements requiert en effet :

- Un cadre concurrentiel en Europe offrant aux banques la liberté de choisir les services et infrastructures qu'elles souhaitent utiliser,
- Un cadre légal cohérent en matière de comptes bancaires (dates de valeur...) et de sécurité des paiements (cartes à puces, signatures électroniques...), ainsi que des mécanismes alternatifs de règlement des conflits,
- Une lutte efficace contre la fraude menée à l'échelle européenne (obligations communes de sécurité mises en oeuvre par les Banques Centrales...), fondée sur une étroite coopération entre les institutions nationales de Justice et de Police,
- Une dynamique de marché ainsi qu'une coopération efficace entre les banques européennes et entre les systèmes de paiement.

23. Les investisseurs doivent être en mesure d'investir dans une gamme de produits diversifiés et facilement comparables, à des prix compétitifs, dans l'ensemble du marché unique européen. Ces produits doivent pouvoir être achetés dans tous les Etats membres, avec l'assurance que les investisseurs seront correctement protégés par des règles européennes.

Les investisseurs n'achèteront pas de services financiers transfrontaliers dans lesquels ils n'ont pas confiance, et pour lesquels un recours en cas d'irrégularité n'est pas établi. Toutefois, chacune des mesures prises dans ce sens doit aussi veiller à ce que la protection du consommateur n'étouffe pas la concurrence et ne constitue pas un obstacle à la croissance du marché.

24. Les structures des entreprises et les méthodes de gestion s'homogénéisent progressivement au sein de l'Union. Cependant elles demeurent encore fragmentées sur le plan légal et fiscal. L'économie européenne est en conséquence moins efficiente et souffre de ces effets négatifs.

25. Un marché financier européen intégré a besoin de normes et de principes communs réellement appliqués et sanctionnés au niveau national. Un tel Cadre de Réglementation et de Supervision permettrait de garantir :

- Une réelle ouverture du marché et une saine concurrence entre ses acteurs (investisseurs, entrepreneurs, intermédiaires financiers...),
- La liberté des acteurs économiques, qui doivent pouvoir opérer dans l'Espace Economique Européen comme sur un véritable marché intérieur, sans barrières légales ou techniques génératrices de surcoûts,
- Un niveau de protection approprié pour les investisseurs, qui doit être "harmonisé" sur la base de règles minimales et de procédures efficaces de résolution des litiges transfrontaliers impliquant les consommateurs. Cette protection des investisseurs dans l'Union Européenne devrait être assurée à des coûts non prohibitifs,
- L'égalité de traitement entre les acteurs du marché.

Ce Cadre de Réglementation et de Supervision Financières devrait être capable d'anticiper les possibles implications prudentielles suscitées par de nouveaux développements du marché, et renforcer ainsi la compétitivité des institutions financières européennes.

3. LES MOYENS : LES PROPOSITIONS D'EUROFI

L'enquête Eurofi et les discussions du Comité de Pilotage Eurofi ont révélé certaines attentes récurrentes chez les professionnels et utilisateurs du marché. Sur ces bases, les délibérations du Comité de pilotage d'Eurofi ont permis de formuler les propositions suivantes :

26. L'intégration du marché financier européen suppose un certain degré d'harmonisation, de reconnaissance mutuelle, de coordination, et l'identification et la suppression des principaux obstacles à la commercialisation transfrontalière des services financiers.

Le but ultime réside dans l'établissement d'un marché financier européen unique, doté de normes, règles et procédures communes assurant des conditions de concurrence égales pour l'ensemble des acteurs du marché. La reconnaissance mutuelle et le contrôle par le pays d'origine constituent une solution provisoire acceptable, qui reflète une intégration imparfaite du marché en raison de la persistance de différences transfrontalières dans la régulation des prestations de services financiers et la protection du consommateur final.

27. Les Directives européennes devraient se focaliser sur les principes essentiels. Elles devraient être transposées par les Etats Membres de façon plus rigoureuse et plus rapide. Il est nécessaire, pour éviter les lenteurs et manques de précision actuels dans la transposition, d'élaborer de nouveaux mécanismes assurant une réelle mise en oeuvre et application des directives.

Une autre solution serait d'avoir recours à une réglementation directement applicable, formulant des principes communs plutôt que des règles détaillées.

A cet égard, une simplification et une clarification de la hiérarchie des normes juridiques augmenteraient la lisibilité et la transparence pour tous les acteurs du marché.

28. Les prestataires de services financiers, les acteurs de marché et autres professionnels compétents devraient être consultés plus étroitement à tous les stades de la préparation de nouvelles législations et régulations. Ces consultations devraient intervenir :

- Au premier niveau, avant l'élaboration ou la révision de la législation primaire (principes fondamentaux),
- Au niveau de la législation secondaire, l'opinion des professionnels doit être systématiquement recherchée,
- Des panels représentatifs de professionnels devraient être constitués et systématiquement consultés au niveau de la législation primaire et secondaire,

avec des mécanismes imposant aux régulateurs de répondre par écrit quand leur avis n'a pas été pris en compte.

29. Si le dispositif Lamfalussy est étendu aux secteurs de la banque et de l'assurance, ce qui constituerait un progrès décisif, il évoluera par nature. Pour l'instant, il s'agit d'une méthodologie appropriée dont le plein succès dépendra de la réalisation de plusieurs conditions :

- La composition des comités techniques prévus à cet effet devrait être renforcée par des personnels compétents, qualifiés et épaulés par les régulateurs et superviseurs nationaux. La régulation et la supervision requièrent des secrétariats distincts,
- Le comité de niveau 2 du dispositif Lamfalussy devrait avoir un mandat spécifique pour veiller à la création effective de conditions de concurrence égales et de règles communes dans tous les pays de l'Union Européenne,
- En aucun cas les règles spécifiques adoptées au niveau national ne doivent être des moyens artificiels pour restreindre la concurrence,
- Les comités devraient être composés de personnalités qui disposent des mêmes pouvoirs de décision dans leurs pays (dotées de compétences effectives et de facultés de décision).

L'Annexe 3 présente la façon dont serait organisée l'extension envisagée des mécanismes Lamfalussy aux secteurs de la banque et de l'assurance.

30. Il est particulièrement important, dans la perspective de l'élargissement de l'Union, que chaque régulateur et superviseur national offre une qualité de service équivalente (en termes de moyens, statuts, compétences, méthodologies...), afin de garantir l'application effective du principe de reconnaissance mutuelle.

Dans cet esprit, le mandat spécifique mentionné ci-dessus (voir §29) est essentiel.

31. Comme l'indique le rapport Lamfalussy, "une plus grande intégration des marchés de valeurs mobilières suscite une interconnexion plus forte entre les intermédiaires financiers, sur une base transfrontalière, ce qui les expose plus fortement aux chocs communs". Vu les interactions croissantes entre tous les segments des marchés de valeurs mobilières et les intermédiaires financiers, le risque systémique ne peut être efficacement géré qu'au niveau européen. Ceci implique une nouvelle approche méthodologique aussi réactive que celle prévalant aux Etats-Unis.

Une telle approche nécessiterait l'établissement d'une structure permanente – bien que très légère. Elle devrait être en mesure d'analyser rapidement les situations de crise et d'agir de manière préventive ou en résolution de crise selon des procédures spécifiques en liaison avec la Banque Centrale Européenne.

Les représentants des Banques Centrales et des Autorités nationales devraient faire appel aux réflexions et à l'expérience de cette structure en la rencontrant régulièrement. Celle-ci devrait intégrer des professionnels agissant étroitement avec les acteurs du marché.

Cette structure devrait bien entendu co-exister avec les superviseurs nationaux, qui poursuivraient activement leur travail au niveau national. Une interface entre ces autorités nationales, la Banque Centrale Européenne et cette structure, serait utile pour traiter uniquement les problèmes systémiques.

32. La création d'un cadre de réglementation et de supervision financières constitue un processus évolutif. A court terme, une meilleure coordination – renforcée comme indiqué ci-dessus – serait appropriée.

A plus long terme cependant, une plus grande intégration sera requise. Celle-ci devrait conduire progressivement, d'après la plupart des réponses à l'enquête Eurofi, à un véritable système européen de régulation et de contrôle (voir Annexe 4).

4. LES PRIORITES A COURT TERME

33. La Commission Européenne est en train de mettre en oeuvre son Plan d'Action sur les Services Financiers, qui devrait en théorie être achevé d'ici 2005. Plusieurs Projets de Directives (prospectus, fonds de pensions...) sont actuellement en discussion entre le Parlement Européen et le Conseil des Ministres. Certains ont échoué ou restent en suspens, tandis que d'autres ont été adoptés (réglementation des procédures d'insolvabilité, utilisation des garanties, abus de marché, conglomerats, normes comptables, réforme Lamfalussy...). Ces avancées sont réelles, mais insuffisantes. Des progrès restent à réaliser.

Les entretiens effectuées par Eurofi révèlent le besoin d'identifier les priorités à court terme.

4.1 LIBRE PRESTATION DE SERVICES

34. Mise en oeuvre du principe de reconnaissance mutuelle.

35. Définition de normes et de règles communes en matière de protection des investisseurs :

- La définition et la mise en oeuvre d'un Droit des Sociétés Européen et l'existence d'un prospectus d'émission unique, associé à l'accès à une information financière fiable, lisible et homogène dans l'Union sont des critères essentiels pour une réelle protection des investisseurs européens.
- Les principes fondamentaux essentiels pour une protection appropriée des investisseurs doivent être identifiés avec suffisamment de précision : conditions de transparence (nature compréhensible des produits, prix, définition de la nature du marché – réglementé ou non – date d'engagement, commercialisation non-abusive, tarifs, conseils d'investissement fiables, droits et obligations des parties spécifiées dans un contrat écrit...); obligations d'information (nature du risque du produit, information régulière sur sa performance, procédures de résolution des litiges transfrontaliers...).
- L'intégrité du marché, assurée entre autres par une gestion équitable et professionnelle des sociétés d'investissement (gestion indépendante des portefeuilles en accord avec les objectifs du client, publication appropriée d'information par les sociétés d'investissement pour leurs clients, gestion efficace des conflits d'intérêts...).

36. Renversement de la charge de la preuve :

L'autorité nationale qui souhaite se protéger des activités ou des produits d'une institution financière basée dans un autre Etat membre ne doit pas agir unilatéralement pour interdire de son propre chef ces activités ou produits. Elle doit en appeler au pays d'origine de cette institution pour faire reconnaître le fait qu'elle n'a pas respecté les règles et principes européens. Il ne serait pas cohérent, dans un marché pleinement intégré, que les règles nationales de protection des investisseurs et des consommateurs contiennent des différences significatives. Cela conduirait à de nouvelles distortions de concurrence.

Une discussion se poursuit sur le fait de savoir comment définir le "pays d'origine", c'est-à-dire quelle autorité devrait donner l'accord initial. Un point de vue est que, tant que l'harmonisation des normes et des règlements ne sera pas totale, le pays d'origine devra être celui où l'émetteur a son siège social. Cette approche serait en ligne avec le principe du contrôle par le pays d'origine sur lequel est basé le marché intérieur.

Cependant, lorsque l'harmonisation des normes sera réalisée, et créera alors des conditions équivalentes de concurrence, une totale liberté de choix pour les émetteurs, quel que soit le lieu où se trouve leur siège social, serait appropriée.

4.2 INTEROPERABILITE DES PRODUITS FINANCIERS

37. La mise en oeuvre d'un cadre adéquat pour les fonds de pensions assurerait l'interopérabilité de leurs produits dans l'Union Européenne. L'adoption d'un cadre légal commun pourrait faciliter l'établissement de fonds de retraites pan-européens, avec tous les avantages que cela impliquerait pour les promoteurs, les souscripteurs, les retraités, ainsi que les sociétés. Elle favoriserait aussi la mobilité des travailleurs (voir §19).

38. L'établissement d'un "passeport" européen pour les produits financiers (actions, obligations, fonds de "private equity", OPCVM, hedge funds, fonds de pensions...), permettrait aux fonds d'investissement et de gestion collective de commercialiser un produit ou service financier dans tous les pays de l'UE sans avoir besoin de créer pour cela une filiale dans un autre Etat Membre (pour les produits financiers non couverts par la législation communautaire en vigueur).

39. Les obligations d'emploi de portefeuille en actions ou obligations, qui pèsent notamment sur les companies d'assurance et les fonds de pension, doivent être supprimées. Elles pourraient éventuellement être remplacées par des ratios d'emploi en titres européens. Une gestion prudente de l'investissement supprime la nécessité d'imposer des limites quantitatives ou qualitatives sur le choix des instruments. Les fonds doivent pouvoir investir dans un large éventail de produits financiers, instruments monétaires, dépôts bancaires et produits dérivés inclus.

40. La mise en oeuvre d'une structure européenne pour les fonds de "Private Equity", avec un statut légal et fiscal unique, faciliterait la levée de capitaux. Elle permettrait aux sociétés et aux "start-ups" de lever des capitaux dans toute l'Europe, et d'investir sans considération de l'intérêt national.
41. Afin de répondre aux défis posés par les consommateurs et les besoins du marché, ainsi qu'aux enjeux économiques et industriels, le développement de systèmes de paiements pleinement européens, en particulier pour les cartes bancaires et les virements, devrait figurer parmi les priorités.

4.3 FISCALITE

42. L'identification et la suppression des impôts sur les produits financiers qui peuvent avoir des effets de distorsion sur les mouvements de capitaux :
Pour traiter ce sujet, il serait utile d'introduire une distinction entre les obstacles généraux ou structurels (imposition des dividendes et des plus-values, des investissements des particuliers dans des véhicules de "private equity", des "stocks options"...) et les obstacles spécifiques aux activités transfrontières (dans le secteur de l'assurance par exemple).

A court terme, une législation particulière ciblée sur chacun des obstacles spécifiques devrait être mise en oeuvre. A plus long terme, le développement d'une solution systémique et cohérente pour tous les problèmes transfrontières, permettant aux sociétés d'exercer leurs activités économiques dans toute l'Union sur la base d'une assiette fiscale consolidée commune, sera opportune.

4.4 INFORMATION FINANCIERE

43. Normes comptables communes : définition de modalités pratiques, convergence internationale entre normes IAS et US GAAP, ce qui ne signifie pas pour autant un alignement sur les normes américaines;
44. Charte de gouvernement d'entreprise, dont l'élaboration serait confiée à un Comité des sages, sur la base, notamment, du "Rapport du Groupe de Haut Niveau des experts en droit des sociétés sur un cadre réglementaire moderne pour le droit des sociétés en Europe": un guide commun des meilleures pratiques, l'indépendance des analystes pour éviter les conflits d'intérêts, la définition des fonctions du conseil d'Administration, la définition d'un administrateur indépendant, la représentation des actionnaires au conseil d'administration, le rôle de conseil des auditeurs extérieurs, les recours judiciaires...

4.5 DROIT DES SOCIETES

45. OPA, fusions et acquisitions, droit de la faillite (garanties, propriété), modalités de transfert des sièges sociaux pour promouvoir la libre implantation des sociétés dans l'espace européen.
46. Disposition légale sur les valeurs mobilières (notamment sur le droit de propriété) : priorité pour la plupart des institutions financières et des émetteurs (pas pour les dépositaires centraux en revanche). Il s'agit ici de clarifier et d'harmoniser le champ du droit de propriété des titres et du mode de détention (stocks et flux) et les dispositions relatives à leur possession, qui varient selon les pays (mandat, administration, gestion, dématérialisation ou autre, concernant les valeurs mobilières...). Les propriétaires de valeurs mobilières européennes ne peuvent pas se spécialiser dans 12 ou 15 législations nationales. Ils ont besoin de connaître le champ de leurs droits en matière de capital et d'intérêts.

4.6 LEGISLATION, REGULATION ET SUPERVISION

La mise en place d'un véritable marché financier européen intégré et pleinement efficient constitue pour les acteurs économiques un enjeu essentiel. Sa création relève à l'évidence d'un processus continu et évolutif. Elle requiert ténacité, pragmatisme, et une écoute attentive des besoins du marché, en évitant tout dogmatisme institutionnel.

Dans ce contexte, la réussite de la démarche Lamfalussy apparaît comme un élément déterminant pour la réalisation d'une approche européenne de la régulation et de la supervision financières.

Si ce processus aboutissait pleinement, une intégration de facto de la régulation et de la surveillance serait réalisée. Mais il ne faut pas exclure, dans une vision dynamique d'un développement de l'Europe transfrontalière, que l'on doive aller au delà et aboutir, à terme, si l'évolution du marché le requiert, à un véritable système européen de régulation et de supervision financière.

L'Annexe 4 de ce rapport d'étape décrit le type de dispositions qui, à ce stade de l'analyse, pourraient figurer dans le futur Traité.

Annexe 1 - Composition du Comité de pilotage Eurofi

Présidents

Jacques de Larosière Gouverneur Honoraire de la Banque de France et Conseiller du Groupe BNP Paribas
Daniel Lebègue Directeur Général de la Caisse des Dépôts et des Consignations

Participants

Edmond Alphandery Président du Directoire de la Caisse Nationale de Prévoyance
Claude Bébéar Président du Conseil de Surveillance d'AXA
Antonio Borges Directeur Général et Vice-Président de Goldman Sachs International
Hervé Carré Directeur Economique de la zone euro et Directeur Général des Affaires Economiques et Financières à la Commission Européenne
Philippe de Buck Secrétaire Général de l'UNICE
Tom de Swaan Membre du Directoire d'ABN AMRO Bank
Bill Eldridge Directeur des Affaires Publiques, Barclays plc
Robert Goebbels Député au Parlement Européen
Pehr G. Gyllenhammar Président de la CGNU Itc
Alain Lamassoure Député au Parlement Européen
Alexandre Lamfalussy Professeur Emérite de l'Institut des Etudes Européennes
Cees Maas Directeur Général d'ING Group NV
Rainer Masera Président de SanPaolo IMI
Philippe Maystadt Président de la Banque d'Investissement Européenne
Giovanni Rvasio Président du Fonds Européen d'Investissement
Jean-François Théodore Président d'Euronext
Brian Williamson
Erberhard Zinn Membre du Directoire de la Bayerische Landesbank

Rapporteur et Secrétariat

Didier Cahen Délégué Général de l'Association Eurofi

Membre du bureau de l'Association Eurofi

Christophe Bourdillon Directeur Général Adjoint de CDC IXIS Private Equity
Jean-Jacques Bonnaud Trésorier, Président d'Euro Titrisation
Arianne Obolensky Président de la Banque du Développement des PME (BDPME)
Michel Renault Président du Groupe Cartes Bancaires
Robert Raymond Président du Cercle National des Professions Financières

Annexe 2 - Liste des institutions ayant répondu aux questionnaires et des professionnels interrogés

REPONSES REÇUES	
ABN AMRO	FESE (Federation of European Securities Exchanges)
AFG ASFFI	FFSA
Allianz Group	FSA
ASIP/GIP	Goldman Sachs
Association of German Banks	HSBC (with HSBC AME)
Aventis	ING Group
Aviva	Lafarge
AXA	LIBA
Banco Santander	LSE
Banque Populaire Asset Management	Morgan Stanley
Barclays PLC	Paris Europlace
BASF	Polish Chamber of Insurance
Bayerische Landesbank	Standards and Poors
Banque Européenne d'Investissement	Sanpaolo IMI
BNP Paribas (dont BNP Paribas Asset Management, Securities Services, Equities)	SCOR
British Bankers' Association	SEB Merchant banking
CDC	Société Générale
CDC IXIS	Suez
CNCE	Swiss Life
CNP SA	Swiss Re
CNPF (Cercle National des Professions Financières)	Unicredito (Italie)
Crest	UNICE
Deutsche Bank	Direction du Trésor (Italie)
Deutsche Börse	Direction du Trésor (France)
Deutscher Sparkassen und Giroverband	CEF (Comité Economique et Financier)
Dexia	Commission Européenne
Euroclear	
Euronext/Clearnet	

ENTRETIENS

ABN AMRO (M. Zuidam)
AFG ASFFI (M. Bollon)
Aviva (M. Ball)
Allianz Group (M. Schmockel)
AXA (M. Florin)
Barclays PLC (M. Eldridge)
Banque Européenne d'Investissement (M. Maystadt)
BDPME (Mme Obolensky)
BNP Paribas (M. Hoenn ; M. Carmona ; Mme Gautié ; M. Francès)
CDC (M. Flammarion ; M. Ghosn ; M. Ollivier)
CDC IXIS (M. Orsatelli)
CEA (M. Leglu)
CNP SA (M. Alphandéry)
CNPf (M. Robert Raymond)
COB (M. Teyssier)
Commission Européenne (M. Thébaut ; M. Wright)
Conseil d'Etat (M.Devost)
Dexia (M. Bruneel)
Euroclear/Crest (M. Wicks)
Euronext (M. Théodore ; Mme Olivetti)
Euro Titrisation (M. Bonnaud)
FSA (M. Davies ; M. Green)
Goldman Sachs (M. Borges ; M.Toole)
ING Group (M Maas ; M. van Barneveld)
INSTINET (M Villeneuve)
JP Morgan Chase (M. de Champvallier)
LIBA (M. Baker ; M. Ridley)
MEDEF (Mme Lepinay, J. Simon)
Morgan Stanley (M. Walker)
UNICE (M. de Buck)
M. Cassou
M. Prada
M. Noyer

And most of Eurofi Committee's members :

M. de Larosière
M. Lebègue
M. Alphandery
M. Bébéar
M. Berrigan
M. Bonnaud
M. Borges
M. Carré
M. de Buck
M. Hoenn
M. Lamfalussy
M. Maas
M. Maystadt

Mme Obolensky
M. Ravasio
M. Raymond
M. Renault
M. Thébaut
M. Théodore

Annexe 3 - Modalités d'extension du dispositif Lamfalussy aux secteurs de la banque et de l'assurance

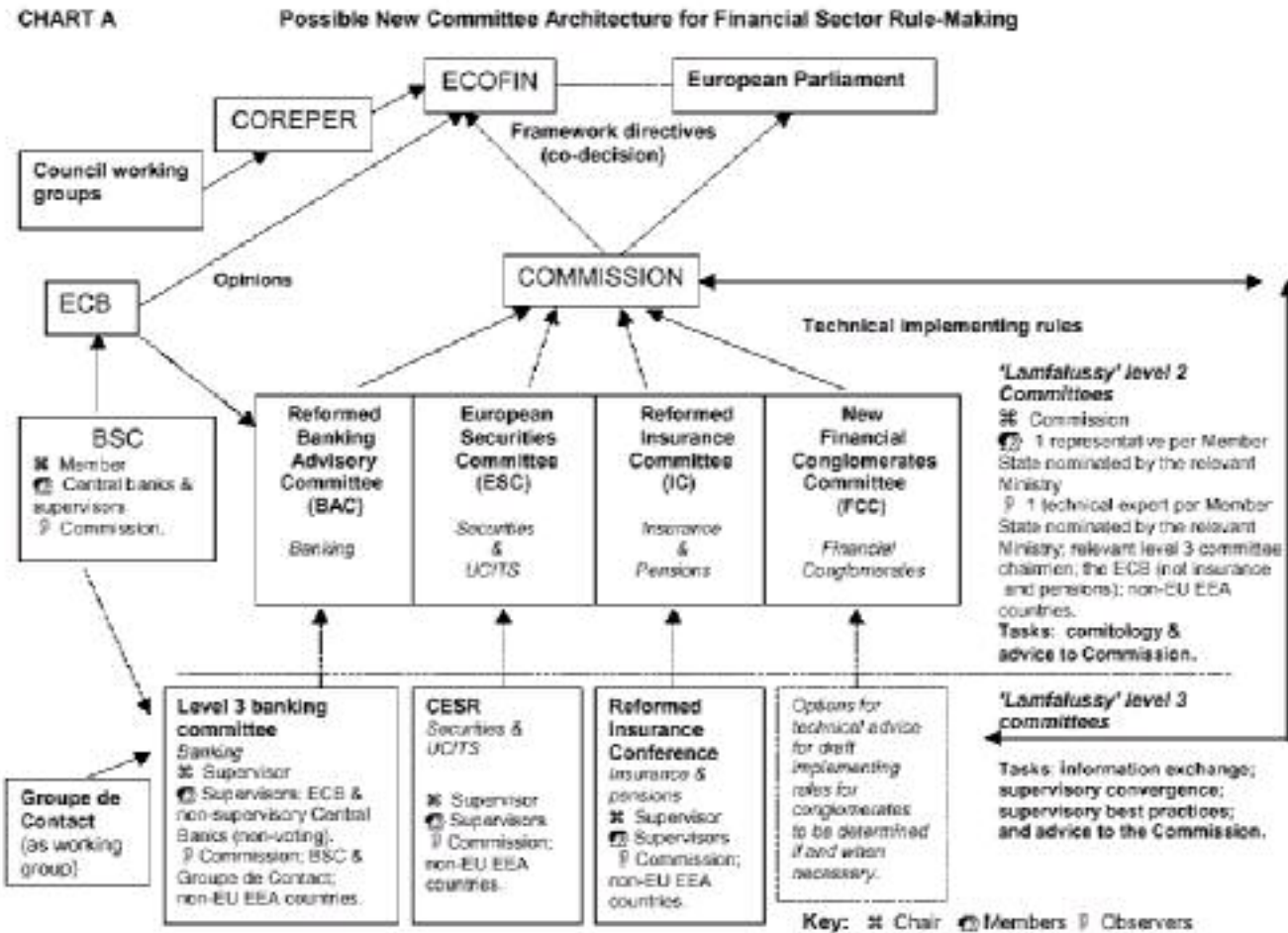
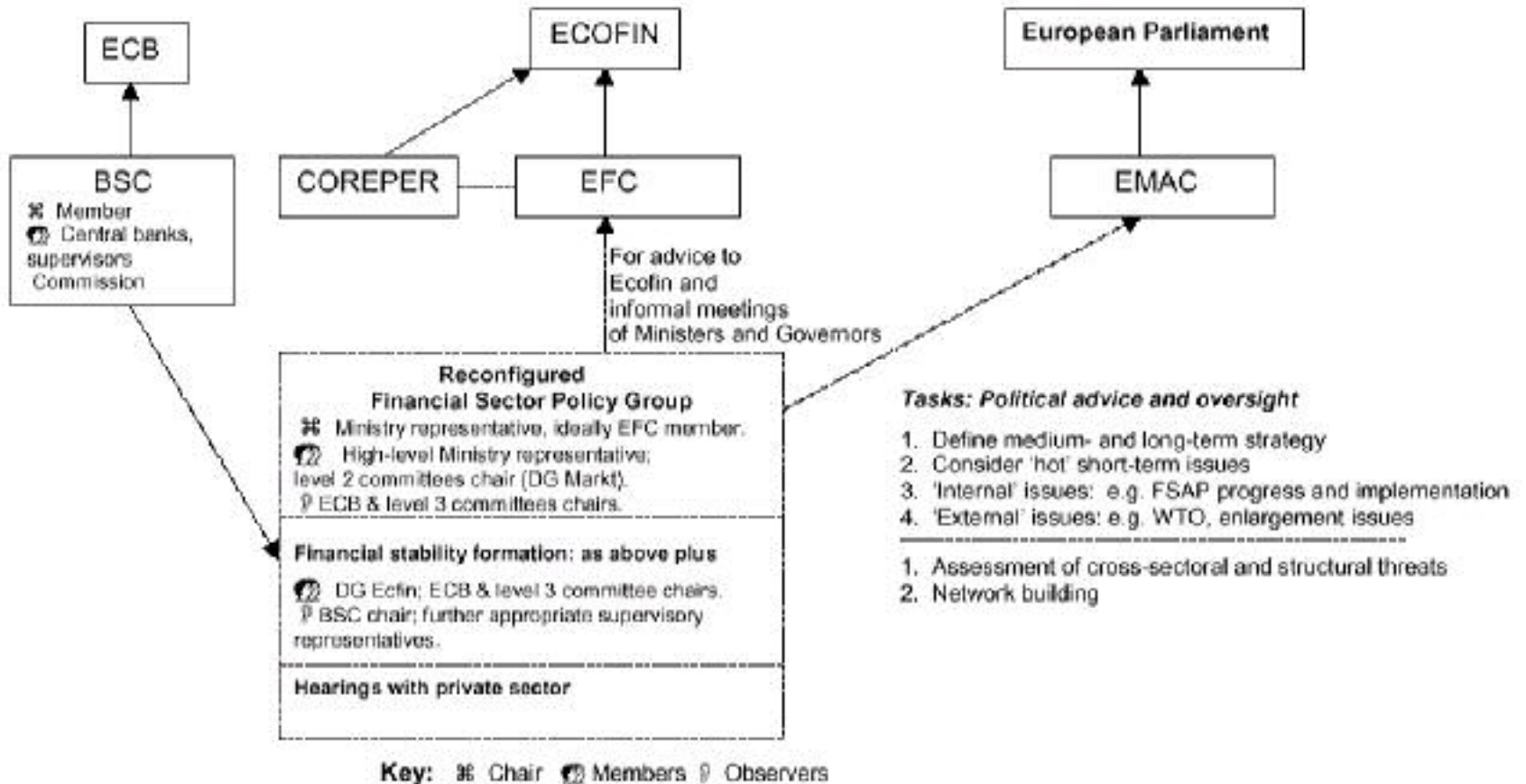


CHART B

Possible New Committee Architecture for Financial Sector Policy-Shaping



Annexe 4 – Le Marché Financier Européen et le nouveau Traité

L'intégration financière est une priorité pour l'Union Européenne. Cette évolution est essentielle pour les consommateurs, qu'ils soient européens ou internationaux, qu'ils soient investisseurs de détail, professionnels intervenant sur le marché de gros ou émetteurs de valeurs mobilières. C'est pourquoi elle doit être mentionnée dans le prochain Traité-Constitution.

Les propositions suivantes pourraient être introduites dans le Traité :

1. Il pourrait être inséré à l'article 2 (missions de l'Union) §1 du Traité instituant la Communauté européenne un second paragraphe nouveau :

«L'Union Européenne et les Etats membres veillent à l'intégration du marché financier européen et à la stabilité financière, qui constituent une condition essentielle pour atteindre ces objectifs.

Ce marché financier doit être intégré c'est à dire ouvert, transparent, concurrentiel, sans barrière pour l'exercice des activités transfrontalières, efficace pour répondre aux besoins des consommateurs, faciliter l'innovation et la protection des investisseurs, afin d'assurer une allocation efficace des capitaux.

La réalisation de ce marché financier intégré européen doit être effective dans les deux ans qui suivent l'entrée en vigueur du Traité (issu de la CIG 2004) et au plus tard le 31 décembre 2005 ».

Au regard du projet de Traité-Constitution présenté par le Président de la Convention sur l'Avenir de l'Europe, cet article devrait être introduit dans la première partie du nouveau Traité intitulée "Définition et Objectifs de l'Union", Article 3 : Objectifs de l'Union : le renforcement du marché intérieur et de l'Union Economique et Monétaire.

2. Il pourrait être inséré au Titre VII du même Traité (La Politique Economique et Monétaire), un article 104 bis nouveau :

« Le Conseil, statuant conformément à la procédure visée à l'Article 251, arrête les règles et procédures permettant un fonctionnement ordonné d'un marché financier intégré. Dans l'attente de la mise en place de ces règles et procédures, les Etats membres coordonnent étroitement leur action d'ici 2005, notamment en ce qui concerne le respect des disciplines de marché, en liaison avec la Commission. Un Système Européen de Régulation et de Supervision Financières pourrait être mis en place en fonction des besoins du marché et de ses acteurs.»

Au regard du projet de Traité-Constitution présenté par le Président de la Convention sur l'Avenir de l'Europe, cet article devrait être introduit dans la deuxième partie du nouveau Traité intitulée : "Les politiques et la mise en œuvre des actions de l'Union" au sein de l' Article A- A1- III : "Politiques de l'Union et leur mise en oeuvre".

Le Système Européen de Régulation et de Supervision Financières, évoqué ci-dessus, pourrait être construit sur le modèle suivant (cf. page suivante).

Dans la mesure du possible, il faut laisser au marché la liberté de développer et de mettre en oeuvre ses propres solutions pour répondre aux besoins des consommateurs.

Ce système de régulation, clair et cohérent, serait bâti autour des grands principes que sont la transparence, la libre concurrence, la protection de l'investisseur, la micro et la macro-surveillance prudentielle.

Ce système élaborerait des normes et règles simples, compréhensibles et facilement applicables, définies sur une base commune qui assurerait aussi l'égalité de traitement entre les agents du marché. Cela rendrait le marché plus attractif et plus compétitif.

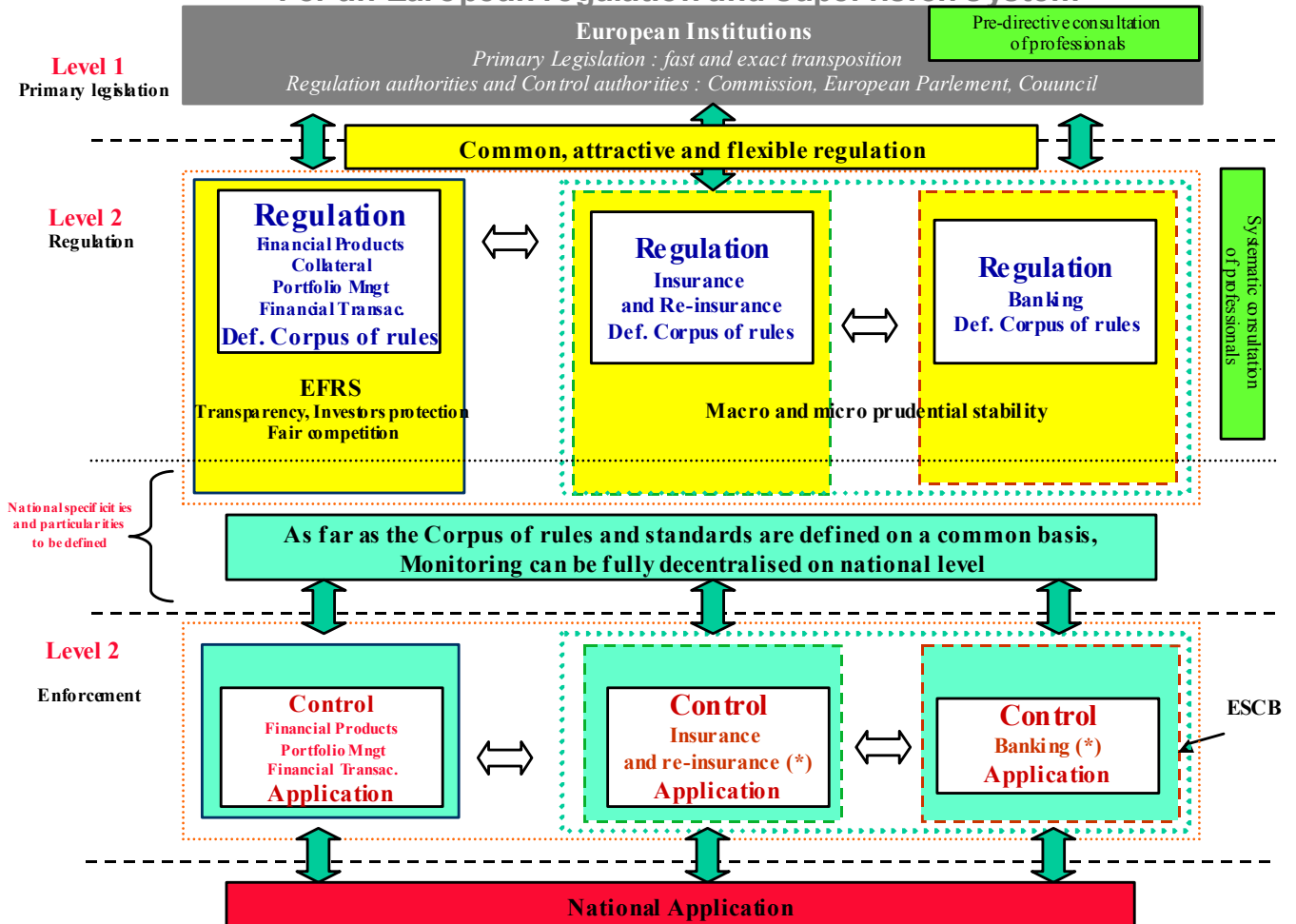
Ce système devra se fonder sur une légitimité démocratique : il devra répondre de ses actes devant les Institutions Européennes. Une instance d'appel spécifique, créée au sein de la Cour de Justice de l'Union, pourrait s'avérer nécessaire.

Sa mission ne serait pas d'essayer d'anticiper de futurs développements commerciaux ou de déterminer la structure du marché.

Cette architecture institutionnelle à deux niveaux serait suffisamment souple pour répondre à de nouveaux besoins commerciaux. Un tel cadre ne doit pas être compris comme générateur d'une nouvelle bureaucratie centralisée. Il respecterait au contraire le principe de subsidiarité sur la base de règles générales communes. Ce système, qui pourrait être inspiré du modèle SEBC, serait basé sur une procédure commune de décision, tandis que l'application et la sanction des règles resteraient de compétence nationale. Les investisseurs et les entreprises maintiendraient leurs liens avec leurs régulateurs nationaux, qui ont une meilleure connaissance de leur environnement local.

Ce système permettrait également à l'Union Européenne de disposer d'une autorité suffisante pour influencer sur les règles financières internationales (normes comptables, règles de gouvernement d'entreprise...).

For an European regulation and supervision system



Annexe 5 - Objectifs et fonctionnement de l'Association Eurofi

1. Buts et fonctionnement de l'Association

Conformément à ses statuts, l'association EUROFI 2000 a été créée le 11 avril 2000 afin de promouvoir « l'approfondissement de l'Union Européenne (UE), plus particulièrement en favorisant l'intégration croissante du marché unique des services bancaires et financiers ».

Constituée sous l'égide de la présidence française de l'Union Européenne (deuxième semestre 2000), sa composition reflète sa vocation européenne.

Sur le plan opérationnel, elle est coprésidée par Messieurs **de Larosière** (Gouverneur honoraire de la Banque de France, conseiller du groupe BNP PARIBAS) et **Lebègue** (Directeur Général de la Caisse des Dépôts et Consignations) assistés par un bureau, un Vice-Président Monsieur **Bourdillon**, et un Délégué Général, Monsieur **Cahen**.

L'Association exerce son activité par trois voies principales en réalisant :

- des études générales et particulières sur tout aspect de l'Europe bancaire et financière réalisées par des experts qualifiés,
- des forums et groupes de travail ad hoc,
- des publications.

Le principal objectif de cette association est de contribuer à une certaine convergence d'opinions entre les professionnels et les institutions publiques (Institutions Européennes, Ministères des Finances, Banques Centrales) sur les sujets relatifs à l'intégration du marché de capitaux européen.

2. Financement de l'Association Eurofi

- 2/3 des ressources proviennent d'institutions publiques (Commission Européenne, Ministère des Finances)
- 1/3 des ressources proviennent de fonds privés (Euronext, Caisse des Dépôts et Consignations, Groupement des Cartes Bancaires "CB",...).

Annexe 6 - Synthèse des réponses aux questionnaires Eurofi, grandes tendances

Personal and confidential

Paris, November 2002

SYNTHESIS OF THE ANSWERS TO THE EUROFI QUESTIONNAIRES

Main trends

on the basis of the answers to the questionnaires and the interviews realised by Eurofi*

- **The questionnaires have been sent to 183 institutions; 55 answered.**
- **61 interviews were realised.**

* This document takes into account both written answers to the questionnaires and interviews. All answers have the same weight.

The access to the European capital markets is today insufficiently developed, according to most of the financial market actors who have answered.

The reasons are numerous. A number of them are stressed in the replies to the consultation of European professionals organised by Eurofi.

This preliminary synthesis describes the main trends emerging from the consultation. It is, in no way the outline of the final report.

1. Organisation of the European capital market

The large majority of our sample (79%) would like to keep some competition between at least two stock exchanges in Europe. In the same vein, they encourage the existence of ECNs. Both these trends stimulate competition and lower prices.

However, this competition should not be maintained at the expense of lower quality of service for issuers and investors. Quality has to be improved thanks to a better integration of the payment and back office systems and a more harmonised definition of norms.

A great part of the consulted professionals are in favour of a sufficiently harmonised set of rules (legal, regulatory and fiscal framework) for financial services and stocks in Europe, in order to facilitate the interconnection of settlement-delivery and payment systems. Such an interconnection would permit the savings of time and costs.

If participants generally advocate an evolution towards a few regulated markets with centralisation of orders, for the sake of more liquidity, effectiveness and transparency, several believe that this model could co-exist with decentralised and non regulated markets, in order to reconcile investor protection and transparency with diversity of investors' needs and liquidity for small stocks.

Maintaining competition between back office service providers is encouraged (56%). If not integrated, providers should be at least coordinated or interconnected.

A number of answers are against intervention of public authorities in the process of concentration of stock exchanges and market systems. They consider that only the market is capable of generating or not the integration of companies in this sector. Moreover, professional preferences between horizontal (37%) and vertical (30%) integration of the payment and settlement-delivery systems are not clear.

The asset management questionnaire shows, for this profession, a particularly high demand (mentioned by 74% of the respondents) for harmonisation and simplification of back office systems.

2. Legal, regulatory and fiscal framework

2.1. Company law

A very large majority of the professionals who have answered (88%), (all professions together), consider the harmonisation of European company law to be desirable but only 20% of them think it is absolutely necessary. These answers suggest that the basis of this European law should be mentioned in the Community texts.

This harmonisation would require the creation of a complete European company statute (one or more legal forms to be defined) (51%). Furthermore, the definition of corporate governance rules (41%) and a minimum harmonisation of tax norms (46%) are also requested by a number of professionals.

The lack of company law is viewed as a brake on entrepreneurship freedom (issuers...) and hinders « fair competition » between stock exchanges, as underlined in the interviews. Moreover, European company laws (takeovers and bankruptcy) could facilitate the free setting up of companies in the European internal market.

2.2. Issuing Prospectus

The major part of consulted issuers and institutional investors (insurance and asset management) consider the creation of a single issuing prospectus in Europe as an essential step towards financial integration.

There is no consensus on the way to bring about this single issuing prospectus : the issuers prefer a harmonisation of the existing national models, but the other consulted actors (mainly the investors) wish a new redefined issuing prospectus (faster method).

2.3. Financial products

The second priority (58% of answers) of asset managers, after the rapprochement of stock exchanges and back-office systems, concerns an increase in the range of instruments in which collective funds can place their assets (notably the possibility to invest in other funds, in market instruments not assimilated to securities, or in derivatives).

Professionals also would like the establishment of an effective European “passport” allowing collective investment funds to market a financial product in all the countries of the European Union without requiring the creation of a subsidiary in the host country (for financial products not covered by Community legislation in force).

Interviews, especially with insurers, show that the development of pension funds is considered highly desirable, as long as they respect a minimum of regulation and supervision rules. The adoption of a common legal framework for pension funds is seen as facilitating the establishment of pan European retirement funds, with all the expected benefits for promoters, fund members, retired persons and firms (economies of scale, development of monitoring of European capitalisation...).

2.4. Transparency and financial information

Most of the professionals recognise the need for a European harmonisation in the field of transparency and financial information. A redefinition of the rules may be necessary on this subject, in the light of the current financial crisis.

The harmonisation of accounting rules is uniformly demanded by all types of actors.

The reinforcement of market surveillance, concerning notably market abuse and insider trading is also a market priority; as well as guarantees of the independence of financial analysts and rating companies and the clear definition of their respective roles.

The reinforcement of the obligations concerning public information about the accounting books - and the corporate events that affect their figures - is also an essential element for the establishment of a reliable market in Europe.

Finally, the Directive on market abuse and the different recommendations on account auditing are considered as insufficient to guarantee financial market integrity (55% of the consulted professionals).

2.5. Investor Protection

According to our consultation, the implementation of a European company law and the existence of a single prospectus, accompanied by the access to reliable and homogenous financial information in Europe, are essential criteria for a fair protection of European savers.

A number of actors agree that the minimum and core principles essential to an appropriate protection of investors need to be defined : transparency conditions (price, date of engagement, non abusive commercialisation, fees...), obligations of information (nature of risk of the product, procedures for solving cross-border complaints ...).

2.6. Other regulatory aspects

The harmonisation of European insurance law (contract law and customs) appears necessary according to the answers. This harmonisation should focus on national insurance codes.

A significant part of the respondents think that the harmonisation of the legal statute for securities (issuing rules, market model, operations on securities, date of property transfer) would be favourable to a growth and performance factor for the European capital markets.

2.7. Taxation

A large majority of the survey participants (74%) consider that the current differences between the national tax systems are significant enough to impede competition on the financial markets.

There is no need for systematic tax unification but there is a need to identify financial product taxes that can have a distortive effect on the capital movements.

Issuers, stock exchanges and service providers (back office, settlement-delivery, clearing, payment...), insurers and asset managers detect as priorities to be addressed : withholding

taxes and capital gain taxes. Insurers also stress the national taxes specific to insurance products.

A proposal, which is often mentioned in the answers, consist in the harmonisation of the tax base in order to benefit from comparable figures. The member States would keep freedom in determining the fixation of rates.

3. Regulation and supervision

The current system of enforcement and sanction of rules at the national level does not satisfy all the actors of the financial markets (42% of “unsatisfied” answers).

Directives should be of a general matter and lay out principles whilst maintaining room for innovation opportunities. New methods should allow their adaptation in national laws in a faster and more exact way.

The general opinion is that the Lamfalussy report has brought a significant albeit not sufficient improvement. In a first stage, an extension to the bank and insurance sectors of the Lamfalussy mechanism is considered desirable by a great part of the professionals. It implies (according to the interviews) that the participants in the relevant committees are endowed with effective competencies and decision making abilities. It also requires that the rules set up as national specificities should not be artificial means for restricting competition and favour protectionist behaviours. Finally, the staffing of the committees should be sufficient.

The majority of the respondents (76% against 24% of negative answers) are in favour of a flexible European system of regulation and supervision in the long term.

This system would be based on the principle of subsidiarity : as far as the corpus of core rules is defined on a common basis, monitoring could be decentralised at the national level (we should carry out “as much centralisation as necessary, as much decentralisation as possible”). In this context, regulation and enforcement need to be separated.

The aim of the regulation system is to regulate activities rather than companies. This long term evolution should be based on the following principles : transparency, fair competition, development of financial innovation, investor protection and financial stability. Europeans should make sure that such a system would not lead to bureaucratic methods, which could slow down or artificially complicate the regulation process and the financial innovation.

The European system of regulation and the European system of supervision are generally envisaged as two separated functions.

The large majority of the respondents think that the professionals need to be systematically consulted at any stage of regulation and supervision, before the drafting of Directives and in the framework of both primary and secondary regulation. Their role and intervention modes should be clearly defined.

3.1. Loopholes in the regulation of insurance, banking and asset management activities

- According to the examined answers, for the cross border operations, the current system which privileges mutual recognition and regulation by home country is a positive stage. However it could be extended by a more systematic application of the system and the dismantling of national protectionist (legal, technical...) measures.
 - The project of European Directive on conglomerates is only partly sufficient for the regulation of the totality of these activities.
 - Finally, professionals generally recognise that the dispersion of local regulation authorities creates competitive distortions, notably between insurance companies.

3.2. Regulation

- Outlines of a European regulation system :

Were the creation of a single European regulation authority to be favoured, professionals would prefer a decentralised organisation maintaining the national level under a European coordinator given these national regulators must respect the corpus of common rules.

The adopted European regulation system should be composed of at least some representatives of the national regulators and some representatives of the professionals (organised by profession).

- Adaptation of texts and consultation role :

According to our survey, the regulator should have a consultative role in the primary legislation, by the mean of a **consultation** before the establishment or revision of the European Directives. The core mission of the European regulation system however remains the second level legislation, though the establishment of technical rules **complementing** the principles enacted by the Community institutions.

3.3. Supervision

The need for a more coordinated system of supervisors, in an integrated and efficient European financial market, appears clearly in the questionnaires. The emergence and development of pan European companies, deploying their financial activities across the borders, implies a need for non centralised surveillance.

The general trend in our survey favours the separation between regulation entities and supervision ones. One can not imagine however to disconnect both entities; they need to be tightly coordinated.

- Outlines of a European supervision system :

The European supervision entity needs to be organised as a unified system maintaining however some autonomy for the differing professions which should be organised per type of activity (banking, insurance, financial markets).

A great majority of the respondents think that the European supervision entity, whatever its organisation may be in the long run, should be planned in the future Treaty.

4. Short term priorities :

The interviews show that a prioritisation of short term actions has to be achieved :

Free provision of services :

- Implementation of the mutual recognition principle
- Definition of minimum core standards and rules for investor protection
- Reverse the onus of proof : The country which wants to prevent a financial institution from proposing a product in its orders has to make the case that the institution in question has not respected the initial agreement granted by its home regulator.

Interoperability of financial products :

- Implementation of the appropriate framework for pension funds, guaranteeing the interoperability of their products in the European market.
- Establishment of an effective European passport for financial products.

Taxation :

- Identification of financial product taxes that can have a distortion effect on the capital movements

Financial information :

- Common accounting standards
- Charter of corporate governance (entrusted to a committee of wise men)

Company law :

- Takeover bids, mergers-acquisitions and bankruptcy laws
- Legal agreement of securities (notably ownership rights) : priority for most financial institutions and issuers (and not for some CSDs)

Legislation, regulation and supervision :

- Necessity to involve the market participants in each stage of the process (before the projects of Directive and in the context of secondary regulations)
- Directives transposed by the member states in a more rigorous and rapid way
- Necessity of a body of rules applied and sanctioned in a homogenous way in all European countries. This is an evolving process which, in the light of the implementation of Lamfalussy recommendations, should progressively lead, according to most answers of the questionnaires and interviews, to a proper European system of regulation and control.

Annexe 7 – L'enquête Eurofi : Méthodologie

Eurofi a adressé une série de 6 questionnaires (Régulation, Supervision, Marché et services de back-office, Gestion d'actifs pour comptes de tiers, Assurance, Supplément Crise) à 183 institutions.

55 institutions y ont répondu (cf. Liste de l'Annexe 2).

Eurofi a également mené 61 entretiens particuliers avec de hauts responsables des milieux bancaires et financiers, qui avaient ou non préalablement répondu aux questionnaires (cf. Liste de l'Annexe 2).

- **Toutes les données contenues dans les réponses aux questionnaires et entretiens ont été exploitées selon la méthode suivante :**

- a) Recensement de l'échantillon de répondants à l'enquête
- b) Analyse statistique des questionnaires pour les questions à choix multiples (toutes les réponses étant pondérées de façon identique). Identification des sujets sur lesquels les opinions semblent converger. L'analyse a été réalisée par types de questionnaires (assurance, gestion d'actif...), de manière à respecter les spécificités de chacun des métiers.
- c) Analyse qualitative des commentaires rencontrés dans les questionnaires. Ces commentaires ont été listés, et synthétisés lorsque plusieurs répondants donnaient une même explication.
- d) Analyse et synthèse des entretiens, dans le respect de la diversité des opinions exprimées.
- e) Comparaison des données contenues dans les questionnaires et des commentaires recueillis via les entretiens.
- f) Synthèse globale des réponses aux questionnaires et aux entretiens, afin de dégager les grandes tendances d'opinion en matière d'intégration et de régulation des marchés de capitaux européens.

Cette analyse a été menée de façon non orientée, dans le respect des opinions de chacun des répondants.

- **La méthode de pondération utilisée pour le dépouillement des questionnaires a été avant tout choisie dans un souci de transparence:**

Les statistiques ont été établies selon 2 principes :

- 1) **1 réponse = 1 voix** : pour chaque questionnaire (QCM uniquement), une seule institution financière (ex : BNP Paribas) a le même poids qu'une association de plusieurs institutions financières (ex : LIBA).
- 2) **Une même institution ne peut compter pour plus d'une voix** (ex : les diverses réponses reçues de la part d'HSBC comptent ensemble pour 1 seule voix).

Cette méthode est celle habituellement utilisée par Atos Odyssee pour dégager les résultats d'une enquête. Bien que l'absence de pondération ne permette pas d'établir des résultats parfaitement représentatifs, cette méthode permet au moins de garantir un traitement non arbitraire des réponses reçues.

NB : La même technique est employée par la Commission Européenne dans la conduite de ses consultations.

Les réponses reçues n'ont pas été pondérées selon le principe 1 institution = 1 voix, pour les raisons suivantes :

- 1) Introduire une telle pondération demanderait d'accroître le poids des associations en proportion du nombre de leurs institutions membres. Cela nuirait à la cohérence statistique comme à la représentativité de l'échantillon.

Exemple : Questionnaire Régulation (39 réponses, dont 33 exploitables dans les statistiques, c-a-d cochant les réponses proposées).
Certaines des 33 réponses exploitables viennent d'associations qui sont parfois composées d'un très grand nombre de banques ou autres institutions financières (German Banks Association : 263 institutions ; LIBA : 31 ; FESE : 19 ; Europlace : >100...).

Cette méthode conduirait à négliger les réponses d'institutions seules (comme BNP Paribas, CDC, Deutsche Bank, ING, HSBC...), et ferait de l'enquête une simple analyse de réponses venant d'un petit nombre d'associations.

- 2) Certaines de ces associations ne pourraient être incluses dans les statistiques que comme "non-réponses", parce-qu'elles n'ont pas répondu aux QCM et ont préféré présenter une réponse générale sous forme de position paper. Elles ne pourraient être incluses qu'au niveau des commentaires présentés dans l'analyse.

Exemple : La German Banks Association (x263), qui a répondu via un position paper, ne serait pas incluse dans les statistiques, tandis que la réponse de la LIBA (x31) serait prise en compte.

Ainsi, les différences d'opinions ne seraient pas correctement représentées.

NB : Les réponses de l'enquête Eurofi seront disponibles prochainement sur un site internet, dans la mesure où les institutions ayant répondu donneront leur accord et participeront financièrement à la mise en ligne des résultats.