



LE DIALOGUE RÉGLEMENTAIRE UNION EUROPÉENNE - ÉTATS-UNIS

ALEXANDER SCHAUB *

Le processus d'intégration se traduit jour après jour par l'émergence d'une Europe financière plus forte, plus efficiente, plus compétitive. C'est le résultat d'efforts politiques sans précédent, entrepris d'abord dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers, puis du livre blanc de la Commission européenne sur la Politique des services financiers 2005-2010. Pour spécifique qu'il soit, ce processus doit néanmoins s'inscrire dans un contexte mondial en évolution rapide, où la sphère financière joue un rôle particulier. On ne peut donc se pencher sur l'Europe financière sans prendre en compte sa dimension extérieure.

Sous cet angle, la relation transatlantique entre l'Union européenne et les États-Unis occupe bien évidemment une place particulière. Du fait des nouvelles règles du jeu imposées par la mondialisation croissante de l'économie, l'Europe et les États-Unis ont mis en place au cours de ces dernières années un dialogue réglementaire destiné à mieux appréhender les enjeux communs. Après avoir rappelé le contexte dans lequel prend place ce dialogue réglementaire et les raisons ayant mené à son établissement, cet article tente d'apporter un éclairage sur les apports d'un tel mécanisme de coopération, avant d'en faire un premier bilan et d'esquisser quelques perspectives pour l'avenir.

LE NOUVEAU PARADIGME DE LA RÉGULATION MONDIALE

Il est devenu banal de souligner la croissance phénoménale des échanges internationaux. Indubitablement, jamais le commerce

* Ancien directeur général en charge du Marché intérieur et des services, Commission européenne.



mondial n'a été aussi développé. Au-delà même des échanges, on assiste à une interpénétration, voire interdépendance, croissante des économies des acteurs engagés sur la scène mondiale. La sphère financière est bien entendue la première concernée, dans la mesure où toute forme de commerce ou d'échange économique se traduit par l'apparition de flux financiers, gagnant chaque jour en intensité, notamment dans leur dimension transatlantique, et créant donc de nouvelles règles du jeu pour les régulateurs européens et américains.

Une interdépendance financière croissante

Afin d'avoir une idée des ordres de grandeur en jeu, il suffit d'examiner le montant total des avoirs financiers européens aux États-Unis. Fin 2003, ils représentaient 1 500 Md\$ (dont environ 780 Md\$ en actions), soit environ 14 % du PIB américain¹. Symétriquement, les avoirs financiers américains dans l'Europe des 25 à la même date atteignaient le montant de 1 700 Md\$ (dont 950 Md\$ en actions), soit environ 15 % du PIB de l'Union.

Au-delà des grands agrégats macroéconomiques, l'interdépendance économique croissante de l'Europe et des États-Unis, et plus généralement de l'ensemble des grands acteurs économiques mondiaux, se traduit aussi au niveau microéconomique. Pour certaines grandes sociétés ou institutions financières, il devient par exemple de plus en plus complexe, voire vain, de définir leur nationalité, concept autrefois simple et direct. En effet, la nationalité d'une société est-elle mieux définie par celle de ses actionnaires majoritaires (quand ils existent) ? Par la nationalité de ses dirigeants, de ses employés ? Par le pays où elle est enregistrée ? Par le pays d'où elle est gérée ? Par les pays où se concentre son activité ? Ainsi qu'on a pu le voir à travers certains exemples récents, suivant le point de vue adopté, les réponses peuvent grandement varier sans qu'aucune ne soit conclusive.

La nécessité d'une nouvelle approche

Tout ceci n'est pas sans conséquence pour les régulateurs, dont le cadre d'action est plus nettement défini, et parfois limité. Un cas hors du champ des services financiers a probablement été le symbole des changements fondamentaux intervenus et le signe d'un besoin d'adaptation des approches réglementaires. Il s'agit de la tentative de fusion entre GE et Honeywell, dont le projet initial avait été annoncé en octobre 2000 par les deux sociétés. Suite à la notification de la concentration en février 2001 à la Commission européenne, celle-ci a jugé en juillet de la même année que cette concentration était incompatible avec les règles du marché commun², alors que les autorités antitrust américaines avaient de leur côté approuvé l'opération. Cela n'a pas été sans soulever des



controverses politiques. Plus profondément, cette affaire a révélé la mondialisation croissante de certains acteurs économiques, dont le cadre d'action ne correspond plus nécessairement au cadre réglementaire existant.

Dans le domaine des services financiers, deux initiatives politiques de part et d'autre de l'Atlantique ont joué le rôle de catalyseur.

Il s'agit d'abord de la directive européenne sur la surveillance prudentielle des conglomérats financiers. Afin d'accompagner le phénomène croissant de « conglomération » des institutions financières, l'Union européenne a choisi de se doter de normes assurant une surveillance appropriée de l'ensemble des risques sur une base transsectorielle³. Mais *quid* des conglomérats basés hors de l'UE et possédant néanmoins des activités significatives en Europe ? Dans la mesure où l'appréhension correcte des risques transsectoriels se fait nécessairement au niveau consolidé - et donc au niveau de la maison mère -, la directive porte en elle-même la nécessité d'une coopération internationale.

Le deuxième évènement déclencheur a été bien entendu l'adoption en juillet 2002 de la Loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, en réaction à une série de scandales financiers aux répercussions mondiales. L'une des mesures emblématiques de la Loi Sarbanes-Oxley est sa section 101 établissant le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), doté de pouvoir en matière de surveillance, de réglementation, d'inspection et, le cas échéant, de sanction de la profession de l'audit aux États-Unis. Mais très vite les principes posés par la Loi Sarbanes-Oxley se sont heurtés aux réalités de l'internationalisation des marchés financiers. Était-il imaginable que le PCAOB puisse s'acquitter seul de sa tâche, lorsqu'il s'agit de contrôler, par exemple, un auditeur japonais contrôlant les comptes d'une société japonaise émettant des obligations aux États-Unis ? Au-delà des simples aspects pratiques, une approche unilatérale aurait porté le risque de soulever de nombreuses incompatibilités juridiques. Ainsi, dans certains pays européens, le simple fait de transmettre des informations sur leurs clients au PCAOB en dehors d'un cadre juridique européen adapté aurait pu exposer les auditeurs à des poursuites pénales.

Ces deux initiatives réglementaires ont donc mis en évidence, si besoin était, la nécessité d'une coopération transatlantique poussée en matière de régulation financière. Car il s'agit bien d'une nécessité tant économique que politique. C'est partant de ce constat que la Commission européenne et le Trésor américain, associé à la Securities and Exchange Commission (SEC) et la Federal Reserve (Fed), ont jeté les bases du dialogue sur la réglementation des marchés financiers⁴.

*LES APPORTS DU DIALOGUE RÉGLEMENTAIRE*

La coopération en matière réglementaire au sein du dialogue UE-EU ne peut s'assimiler aux négociations commerciales classiques. Dans la plupart des cas, il ne s'agit pas de trouver une position de compromis satisfaisant pour les deux parties, tant sur le plan des concessions accordées que des avantages obtenus. En effet, la situation est bien plus souvent comparable à celle du dilemme du prisonnier où la coopération permet d'obtenir une solution d'équilibre « gagnant-gagnant », alors que l'équilibre non coopératif est sous-optimal, « perdant-perdant » en d'autres termes. C'est pourquoi le dialogue réglementaire doit faire appel en permanence à de nouvelles méthodes, de nouveaux outils, tout en s'attachant à respecter certains principes essentiels à sa réussite.

La « boîte à outils réglementaire »

L'Union européenne, de par son histoire, a une pratique poussée de la coopération en matière de réglementation. Mais alors que certains outils ou concepts peuvent paraître familiers, il ne faudrait pas sous-estimer la difficulté à les mettre en œuvre à une échelle plus grande, avec des partenaires qui n'en ont pas forcément l'expérience. Prenons par exemple le cas de l'assurance de part et d'autre de l'Atlantique. Côté européen, des directives déjà anciennes ont mis en place le système de passeport, qui permet à une entreprise d'assurance établie et autorisée dans un État membre de se développer dans toute l'Union européenne, avec un minimum de formalités. Côté américain, la supervision du secteur de l'assurance est de la responsabilité des États. Ainsi, une entreprise d'assurance doit obtenir une autorisation État par État, sans qu'une autorisation obtenue dans un État ne puisse servir de « visa » pour opérer dans un autre État. Plus généralement, il ne faut pas oublier que l'Union européenne repose sur un ensemble de règles décidées en commun et que c'est sur cette base commune que s'organise la coopération réglementaire. Au niveau international, ce socle commun n'existe pas forcément.

Dès lors, par où commencer ? L'expérience a montré que le point de départ incontournable est l'établissement entre les partenaires de relations de confiance, reposant sur une compréhension mutuelle des enjeux de chacun. Le système européen est, par construction, complexe puisqu'il doit prendre en compte la diversité d'une Union de 25, bientôt 27 voire 28, États membres. Le système américain possède lui aussi des particularités, on l'a vu en matière d'assurance et l'on pourrait également citer la coexistence de plusieurs régulateurs en matière bancaire. C'est pour mieux appréhender cette complexité que l'une des fonctions



premières et essentielles du dialogue réglementaire UE-EU est de maintenir en permanence des canaux de communication ouverts entre les régulateurs. Ainsi, il devient le lieu naturel d'échanges sur le contexte, sur les enjeux auxquels doit faire face chaque partenaire. Par cet échange permanent, s'inscrivant dans la durée, s'établit non seulement une compréhension mutuelle, mais aussi et surtout une relation de confiance.

Pour essentielle qu'elle soit, notamment pour éviter tout malentendu ou anticiper des problèmes imprévus, une compréhension mutuelle ne suffit parfois pas à résoudre des questions plus techniques. Revenons, par exemple, au cas de la supervision de l'audit. Légitimement, les régulateurs ont le devoir de se soucier de la qualité du processus de formation de l'information financière, élément essentiel au bon fonctionnement des marchés financiers. C'est notamment pour répondre à cette exigence d'une information financière fiable que les États-Unis ont adopté la Loi Sarbanes-Oxley et, plus récemment, que l'Union européenne a adopté une nouvelle 8^{ème} directive « Droit des sociétés » portant sur l'audit. Cependant, comme on l'a vu plus haut, de nombreux obstacles pratiques ne manquent pas de se poser dans un contexte mondialisé. C'est pour surmonter ces obstacles, et donc pour assurer l'efficacité des nouvelles dispositions réglementaires, que le dialogue UE-EU s'est efforcé d'imaginer de nouveaux dispositifs de coopération entre les autorités de surveillance, notamment de manière à « partager le travail » afin de le rendre plus efficace.

Dans le domaine de la comptabilité également, de nouveaux champs de la coopération sont explorés. Ainsi, les directives Prospectus et Transparence⁵ prévoient que des normes comptables équivalentes aux normes IFRS⁶ en vigueur en Europe depuis le 1^{er} janvier 2005 puissent être utilisées par des émetteurs venant de pays tiers. Qu'entend-on par normes équivalentes ? Sans entrer dans des débats trop techniques, reprenons le concept, notamment développé par CESR⁷ dans son avis à la Commission⁸, de normes qui conduisent l'investisseur à prendre des décisions similaires. Un concept qui permet de remplir les exigences de protection des investisseurs, tout en rendant la Place de marché européenne attractive en évitant de coûteuses et inutiles réconciliations comptables aux émetteurs utilisant déjà des normes comptables de qualité et fournissant une information équivalente à celle fournie par les IFRS. Mais derrière la question de l'équivalence se profile aussitôt celle de convergence - même si l'équivalence n'est pas préconditionnée par une convergence parfaite des normes sous-jacentes. Et, en effet, le véritable enjeu dans le domaine comptable est aujourd'hui celui de la convergence des IFRS, des US GAAP, mais aussi des GAAP japonais vers un ensemble de normes équivalentes.



Échange d'informations, partage du travail, équivalence, convergence... On le voit, les outils à la disposition du dialogue EU-UE ne manquent pas. Cette liste ne saurait être limitative. En effet, chaque nouveau problème apporte souvent son lot de nouvelles questions, pour lesquelles il est du devoir des régulateurs, en dehors de tout dogmatisme, de travailler en commun sur la mise au point de la meilleure solution possible.

Les ingrédients clés

Le succès du dialogue EU-UE ne repose pas seulement sur l'emploi d'outils réglementaires, parfois innovants. Il réside aussi dans le respect de certains principes clés. Le premier d'entre eux est la nécessité d'une grande flexibilité. Les marchés financiers évoluent vite, en Europe, aux États-Unis, dans le reste du monde. De nouveaux instruments financiers apparaissent chaque jour. La technologie change les échelles de temps et d'espace. Ce qui est un défi pour les régulateurs à l'échelle domestique, l'est encore plus à l'échelle internationale. Car, ne nous trompons pas, en l'absence de coopération entre les régulateurs des principales places financières mondiales, les bénéficiaires seront les astucieux exploitants les failles, par des arbitrages effectués au détriment des autres investisseurs ou même portant le risque de crises financières majeures. En raison de leur poids dans la sphère financière, l'Europe et les États-Unis ont évidemment un rôle moteur à jouer. C'est pourquoi il est essentiel que le dialogue réglementaire UE-EU reste flexible de manière à identifier les défis émergents pour permettre aux régulateurs de réagir de façon appropriée.

Le corollaire de la flexibilité est la nécessaire informalité du dialogue. Répétons-le : il ne s'agit pas de négociations commerciales, mais bel et bien de trouver à chaque fois les solutions « gagnant-gagnant ». Les sujets sont souvent politiquement sensibles, la pression extérieure sur les régulateurs forte, les responsabilités politiques incontournables. Dans ces conditions, un dialogue formel non seulement ne permettrait pas la flexibilité évoquée plus haut, mais surtout porterait le risque de se muer en un forum de discussions « politiciennes », dont le succès se mesurerait plus à travers les titres de journaux que dans les solutions concrètes mises en œuvre sur le terrain. Ce n'est pas sur ces bases que le dialogue UE-EU s'est construit et toute déviation de ce principe d'informalité nuirait sans nul doute à son efficacité.

Pour autant, informalité ne saurait rimer avec opacité. En effet, tous les acteurs du dialogue UE-EU s'attachent à la transparence la plus complète sur les discussions engagées. Ainsi, en Europe, la Commission tient régulièrement informés le Parlement européen, les États membres (à travers les différents comités du Conseil tels que le Comité des services

financiers ou le Comité économique et financier), les autorités de contrôles européennes (dans l'enceinte des comités dits de « niveau 3 » dans l'architecture Lamfalussy), l'industrie... En amont, il est également essentiel que toutes les parties prenantes prennent part au débat et contribuent à identifier les questions essentielles, de façon à ce que le dialogue réglementaire puisse s'en saisir et résoudre les éventuels problèmes le plus en amont possible.

PREMIER BILAN ET PERSPECTIVES

Progressivement mis en place au cours de ces cinq dernières années, le dialogue réglementaire UE-EU gagne chaque jour en ampleur et en profondeur, répondant aux nouvelles questions qui ne manquent pas de se poser. S'il n'est donc pas possible d'en faire aujourd'hui une évaluation exhaustive et définitive, un premier bilan peut toutefois en être fait, de façon à esquisser les perspectives pour les années à venir.

La résolution des problèmes et l'anticipation des frictions, en complément aux autres formes de coopération

Comme cela a été expliqué plus haut, le dialogue réglementaire a d'abord été créé pour répondre à des questions réglementaires urgentes nécessitant une coopération transatlantique approfondie. C'est là son premier succès. Dans le cadre du dialogue, les efforts de part et d'autre pour assurer un résultat positif, notamment par la mise en place de règles pour les Investment Bank Holding Companies aux États-Unis, ont permis la mise en œuvre de la directive Conglomérats sans que ne subsistent des difficultés insurmontables. Le Comité européen des conglomérats financiers a pu définir une orientation générale (*guidelines*) sur le régime de contrôle aux États-Unis destinée aux autorités de contrôle européennes, qui ont pu ensuite prendre des décisions individuelles institution financière par institution financière.

De même, le dialogue a contribué à faciliter grandement la mise en place de nouvelles règles pour la supervision de la profession de l'audit en Europe et aux États-Unis. Certes, tout n'est pas forcément encore réglé. Les nouvelles règles et les nouveaux mécanismes de coopération devront faire preuve de leur efficacité et de leur praticabilité dans les années à venir, mais lorsque l'on se souvient des inquiétudes et des réactions politiques en Europe ayant accompagné l'adoption de la Loi Sarbanes-Oxely, on peut mesurer le chemin parcouru depuis lors.

Au-delà de la résolution *ex post* de situations problématiques, le dialogue permet également d'anticiper d'éventuelles frictions réglementaires, et donc de prévenir tout effet indésirable non attendu. Les résultats sont moins visibles, puisque le principal objectif est de désamorcer *ex ante* des situations potentiellement conflictuelles avant



même qu'elles n'apparaissent. Le fait qu'aujourd'hui l'on assiste à des discussions plus techniques que politiciennes sur des sujets aussi complexes que les normes comptables, le processus de retrait de la cote des sociétés étrangères auprès de la SEC, ou encore les agences de notation financière, est le signe concret que le dialogue fonctionne, au plus grand bénéfice de l'ensemble des parties prenantes des marchés financiers européens et américains.

L'expérience de ces dernières années a montré également le rôle complémentaire que pouvait jouer le dialogue par rapport aux enceintes multilatérales de coopération réglementaires (telles que le Comité de Bâle, l'IOSCO⁹ ou encore l'IAIS¹⁰) et aux négociations sur l'accès aux marchés menées dans le cadre de l'OMC. En effet, le dialogue réglementaire avec les États-Unis, mais aussi les autres dialogues engagés avec le Japon et la Chine, et plus récemment l'Inde et la Russie, permettent de renforcer la position européenne, notamment pour la promotion et l'emploi par les principales Places financières de normes réglementaires mondiales de qualité.

*L'objectif de long terme : des marchés plus ouverts,
plus sûrs et plus efficaces*

8

À plus long terme, le dialogue réglementaire UE-EU s'inscrit pleinement dans l'ambition définie dans le livre blanc de la Commission sur la Politique des services financiers 2005-2010, celle de bâtir une Europe financière ouverte, efficiente, compétitive, attractive et sûre. Sans nul doute, la compétition entre les grandes Places financières est intense. Dans ce nouveau contexte mondial, seuls les marchés ouverts et attractifs seront à même d'attirer émetteurs et investisseurs de l'ensemble de la planète, dans un cercle vertueux où la liquidité entraîne la liquidité. Un élément crucial de l'attractivité d'une Place financière est bien entendu la qualité de sa réglementation et de sa supervision, engendrant un niveau élevé de protection des investisseurs. Dans un marché ouvert, une telle qualité nécessite une coopération poussée avec les principaux partenaires. Le dialogue réglementaire avec les États-Unis n'est donc pas optionnel, mais bel et bien une nécessité pour l'Europe si elle veut atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés pour les cinq ans à venir.

En conclusion, on voit que le dialogue réglementaire UE-EU sur la réglementation des marchés financiers est avant tout né du pragmatisme raisonné des régulateurs de part et d'autre de l'Atlantique, ayant à faire face à de nouveaux défis. Dans bien des cas, le dialogue a dû défricher les champs de la coopération internationale, parfois en mettant au point de nouveaux outils les mieux à même de répondre aux problèmes



pratiques se posant. Pour autant, le pragmatisme dans la recherche de solutions s'appuie sur de solides principes sous-jacents au dialogue : flexibilité, informalité, transparence, et surtout confiance mutuelle. C'est sur cette base que certains sujets potentiellement conflictuels ont été, ou sont sur la voie d'être, résolus, de façon à atteindre l'équilibre coopératif « gagnant-gagnant ». D'autres ne manqueront pas de se poser, à échéance plus ou moins brève. L'Europe et les États-Unis ont désormais le cadre adapté à ces nouveaux défis, de façon à atteindre l'objectif de marchés financiers mondiaux plus ouverts, plus efficaces et plus sûrs.

NOTES

1. Source : Coordinated Portfolio Investment Survey - Fonds Monétaire International.
2. Cette décision a depuis été confirmée par le Tribunal de première instance de la Cour de justice des Communautés européennes (arrêt du 14 décembre 2005).
3. Directive 2002/87/CE (Conglomérats).
4. Financial Markets Regulatory Dialogue (FMRD).
5. Directives 2003/71/CE (Prospectus) et 2004/109/CE (Transparence).
6. International Financial Reporting Standards.
7. Committee of European Securities Regulators, ou Comité Européen des Régulateurs de Valeurs Mobilières, qui regroupent l'ensemble des autorités de marché européennes.
8. Document référencé CESR/05-230 b, disponible sur le site web de CESR : www.cesr-eu.org
9. International Organisation of Securities Commissions.
10. International Association of Insurance Supervisors.

