

LE ROLE DES BOURSES DE VALEURS DANS LE DEVELOPPEMENT
DE LA COMMUNAUTE

Exposé de Monsieur Raymond BARRE au Congrès de la
C I S M E C à Milan, le 14 mars 1972

Les efforts déployés depuis de nombreux mois au sein de la Communauté Economique Européenne pour faire face à la crise monétaire internationale ont fait perdre de vue les travaux et réflexions en cours dans un domaine fondamental pour l'avenir de cette Communauté : l'intégration et le développement de ses marchés des capitaux.

Je suis heureux que ce congrès me donne l'occasion de rappeler que les institutions de la Communauté, et parmi elles, la Commission se préoccupent non seulement d'éteindre les incendies, mais aussi de construire patiemment la maison.

Vos travaux étant principalement axés sur le thème fort important des bourses de valeurs, je souhaiterais après le remarquable rapport général de M. PIVATO, examiner le rôle de ces bourses dans le développement de la Communauté. Je voudrais, cependant, vous présenter d'abord quelques réflexions sur la conception que l'on peut se faire d'un marché commun des capitaux, car c'est dans ce cadre plus vaste qu'il convient de replacer les efforts nécessaires pour trouver des solutions utiles et efficaces aux problèmes des Bourses de valeurs dans la Communauté.

I. LA CONCEPTION D'UN MARCHÉ COMMUN DE CAPITAUX

1. A diverses reprises, la Commission a, au cours de ces dernières années, souligné la nécessité de construire un marché commun des capitaux.

Les travaux relatifs à la réalisation progressive d'une union économique et monétaire ont montré que parmi les objectifs essentiels à poursuivre se trouvait celui de la réalisation d'un tel marché. Le Rapport du Groupe d'experts présidé par M. WERNER souligne que "la suppression des obstacles de natures diverses et l'harmonisation des structures financières doivent permettre d'aboutir à un véritable marché commun des capitaux par l'interpénétration progressive des marchés nationaux".

On y lit encore : "la libération des mouvements de capitaux à l'intérieur du marché commun est restée en deçà des objectifs fixés dans le Traité.... il apparaît nécessaire d'engager rapidement des actions dans deux directions : l'abolition des obstacles aux mouvements de capitaux, et en particulier des dispositions résiduelles de contrôle des changes et une coordination des politiques à l'égard des marchés financiers".

La résolution du Conseil du 22 mars 1971 prévoit qu'au terme de la période de 10 ans au cours de laquelle sera exécuté le plan par étapes"... la Communauté constituera une zone à l'intérieur de laquelle les personnes, les biens, les services et les capitaux circulent librement et sans distorsion de concurrence, sans pour autant engendrer des déséquilibres structurels et régionaux et dans des conditions propres à permettre aux agents économiques de développer leur activité à l'échelle communautaire".

Dès la première étape de l'union économique et monétaire, des actions spécifiques sont prévues.

La Commission, pour sa part, entend d'ici la fin de cette première étape, faire au Conseil toutes les propositions permettant de concrétiser ces principes et d'amorcer la création d'un marché commun des capitaux.

2. Quelle idée peut-on se faire de ce marché ?

Le marché des capitaux a bien sûr pour fonction de collecter l'épargne de millions d'individus et d'institutions pour la mettre à la disposition des demandeurs de capitaux. Mais c'est aussi, et on l'oublie trop souvent, un instrument essentiel de politique économique qui peut être mis, selon les circonstances, au service d'objectifs conjoncturels ou structurels. A ce dernier point de vue, il est un outil de la politique industrielle, des politiques régionale et sectorielle, voire de la politique à l'égard des pays tiers. C'est ce qui explique qu'à l'époque actuelle aucun Etat ne laisse exclusivement aux forces du marché la tâche de répartir les ressources en capital entre les divers demandeurs de capitaux. De plus les divers compartiments du marché des capitaux, et notamment les circuits constitués par les institutions de crédit, sont soumis aux contraintes de la politique économique et monétaire selon l'évolution de la conjoncture interne et de la balance des paiements.

3. Ce qui est vrai sur le plan national ne l'est pas moins sur le plan communautaire. Je décevrai peut-être ceux qui pensent que l'instauration d'une libre circulation des capitaux et le développement d'un marché commun des capitaux élimineront toute contrainte de politique économique et monétaire qu'elles soient nationales ou communautaires. Ce serait cependant une illusion de croire que la Communauté pourrait se passer, comme par miracle, d'une régulation globale surtout si elle veut être une communauté de croissance et de stabilité". Au contraire, plus un Etat ou une Communauté d'Etats a des dimensions importantes, plus il importe de surveiller le tableau de bord de l'économie et d'intervenir à temps pour

orienter l'évolution économique de façon à éviter les multiples dangers entre lesquels il faut naviguer. En effet, dans ce cas, les conséquences des erreurs seraient désastreuses non seulement pour cet Etat ou groupe d'Etats, mais aussi pour les pays tiers avec lesquels ils entretiennent des relations.

Aussi, vous comprendrez que je ne sois pas partisan d'un régime de liberté totale et incontrôlée pour les marchés des capitaux des Etats membres. Il y a peu de chances que le marché commun des capitaux dont la Communauté a un besoin impérieux puisse s'identifier avec les marchés internationaux des euro-dollars et des euro-émissions, qui se sont sans doute révélés utiles à un certain nombre d'utilisateurs de capitaux, mais qui ont posé des problèmes sérieux pour la politique économique d'un grand nombre de pays dans le monde. En revanche, je voudrais préciser que la supervision et la régulation du marché des capitaux n'ont pas besoin de réglementations complexes et tâtilloannes pour être efficaces.

4. En tout état de cause, il est indispensable que les marchés des capitaux se développent. Le rythme de leur expansion dans les années à venir est largement commandé par l'ampleur des investissements. Aussi ces marchés doivent-ils être aptes à mobiliser une épargne plus importante, sous les formes les plus adéquates, pour répondre aux besoins de financement de l'économie. La croissance de l'épargne est la condition fondamentale du développement des marchés de capitaux ; elle n'est possible que si une politique continue d'encouragement de cette épargne est suivie. La continuité constitue en effet un facteur important de la confiance. Elle suppose que le marché des capitaux et, à travers lui l'épargnant, ne soit pas soumis au régime de la douche écossaise qu'implique trop souvent la politique de "stop and go" commandée par l'évolution de la situation conjoncturelle. Elle suppose, par conséquent, que

le souci du développement du marché des capitaux tiennent une place importante parmi les diverses préoccupations de politique économique. Cela n'a pas toujours été le cas dans le passé pour tous les pays de la Communauté.

5. Le développement des marchés de capitaux dépend d'autre part de la correction des défauts de structure et de fonctionnement. Ils tiennent essentiellement au cloisonnement maintes fois dénoncé à l'occasion des réflexions menées en vue d'améliorer l'efficacité de ces marchés. Ces défauts ne pourront être éliminés que dans le cadre communautaire, grâce à des progrès réalisés en même temps dans la libre circulation des capitaux entre pays membres et dans la coordination des politiques à l'égard des marchés des capitaux.

Les possibilités d'améliorer le fonctionnement des marchés nationaux butent en effet sur la dimension trop étroite des économies. Il n'est de marché efficace et bien organisé que dans une économie de grande dimension. Le marché du Royaume-Uni ne constitue pas une exception à cet égard, car il a été en fait le marché du Commonwealth, sinon celui d'un plus vaste espace international encore. L'amélioration du fonctionnement des marchés des pays membres de la Communauté dépend donc largement de leur interpénétration. L'ouverture des marchés nationaux aux émetteurs et épargnants de l'ensemble des pays membres n'est pas, comme certains le pensent, un sacrifice sur l'autel de la Communauté, mais le plus sûr moyen de résoudre les problèmes nationaux. Les mesures qui doivent être prises d'une part pour améliorer le fonctionnement des marchés nationaux et d'autre part pour faciliter leur interpénétration sont largement analogues et complémentaires. Cette observation s'applique particulièrement aux marchés de valeurs mobilières, dont je voudrais étudier maintenant les possibilités de développement et d'interpénétration.

II. Possibilités de développement et d'interpénétration des marchés des valeurs mobilières

1. On souligne fréquemment l'étroitesse des marchés des valeurs mobilières de la Communauté. Cette affirmation est-elle vérifiée par les chiffres ?

Elle n'est pas confirmée par l'examen des volumes d'émission. Les émissions d'obligations ont atteint en 1970, en chiffres bruts, 19,3 milliards de dollars pour l'ensemble de la C.E.E., montant certes nettement plus faible que les 69,2 milliards de dollars des Etats-Unis, mais qui se compare avantageusement aux 5,4 milliards de dollars du Royaume-Uni. L'Italie et l'Allemagne avec 6,6 et 5,6 milliards de dollars d'émissions dépassent le Royaume-Uni. En 1971, avec un montant record de 28,7 milliards de dollars d'émissions, la Communauté a probablement amélioré sa position par rapport au Royaume-Uni et aux Etats-Unis pour lesquels les chiffres ne sont pas encore disponibles.

Les volumes d'émissions d'actions de la C.E.E. soutiennent encore mieux la comparaison puisqu'ils ont atteint en 1970 environ 4,9 milliards de dollars dans la C.E.E. contre 8,6 milliards aux Etats-Unis et 0,2 milliards au Royaume-Uni.

2. Des indications quantitatives que l'on peut trouver pour apprécier l'importance comparée des bourses de valeurs laissent malheureusement une impression beaucoup moins optimiste.

La comparaison des volumes de la capitalisation boursière des actions nationales révèle une grave infériorité des bourses de la Communauté. Cette capitalisation boursière s'élevait à la fin de 1971 à environ 75 milliards de dollars dans l'ensemble de la C.E.E. contre 100 milliards de dollars au Royaume-Uni et 740 milliards de dollars sur le seul New-York Stock Exchange ! Ces montants sont

d'environ 27,4 milliards de dollars en Allemagne, 21,2 en France, 10,4 aux Pays-Bas, 9,9 en Italie, 5,9 en Belgique.

Les indicateurs de l'ampleur de la gamme des titres cotés révèlent également l'infériorité des bourses de la Communauté : le plus significatif est celui du nombre de lignes de cotation, c'est-à-dire grosso modo du nombre de valeurs mobilières différentes cotées dans chacun des pays.

Ces chiffres étaient en 1970 pour les actions nationales et étrangères de plus de 3.500 lignes à Londres contre environ 1.400 en France, 600 en Allemagne, 700 aux Pays-Bas, 500 en Belgique, 150 en Italie, 75 au Luxembourg et 15.000 à New-York !

La comparaison est assez frappante, surtout si l'on tient compte du fait que de nombreuses valeurs cotées dans les bourses de la Communauté n'ont en fait qu'un marché quotidien extrêmement faible. On observera que les marchés offrant la plus grande variété d'actions sont ceux sur lesquels les actions étrangères sont les plus nombreuses.

Pour les obligations par contre, la gamme des titres cotés dans les bourses du continent supporte mieux la comparaison avec le Royaume-Uni puisque le nombre de lignes est assez semblable en France et au Royaume-Uni (environ 1.500) et est impressionnant en Allemagne (plus de 4.300).

Je vous ai cité beaucoup de chiffres et m'en excuse.

Quelles observations essentielles peut-on en tirer ?

En premier lieu, les marchés de la Communauté sont avant tout des marchés d'obligations, tandis que celui de Londres est un grand marché d'actions. On pourrait ajouter que les marchés de la Communauté servent principalement au financement d'émetteurs publics, tandis que celui de Londres est ouvert aux entreprises du secteur privé.

En second lieu, il existe pour les actions une contradiction entre l'importance des émissions sur le marché primaire et l'étroitesse du marché secondaire attestée par divers indicateurs.

Faut-il en conclure que les conditions d'accès et l'organisation des marchés d'actions ne sont pas satisfaisantes ? Ou bien l'étroitesse du marché des actions est-elle plutôt imputable à des facteurs externes ? Cette anomalie mérite en tous cas qu'on en recherche de manière approfondie les causes.

3. L'étroitesse des bourses est confirmée par l'observation de l'évolution des cours et leur mise en rapport avec le volume des transactions. En effet, il n'est pas rare d'observer des variations de cours importantes, provoquées par des ordres d'une ampleur pourtant modeste. Des efforts ont été déployés dans plusieurs Etats membres pour favoriser le développement des placements en valeurs mobilières, et notamment ceux des investisseurs institutionnels qui disposent des ressources les plus abondantes et des connaissances du marché les plus approfondies. Mais en fait ces investisseurs institutionnels hésitent à opérer des placements importants sur les marchés des Etats membres, car ils craignent de ne pouvoir ensuite les mobiliser en raison de l'étroitesse de ces marchés. De plus, ils ne trouvent pas toujours dans le cadre national une gamme de valeurs suffisante pour

pour assurer la nécessaire répartition des risques. Dès lors, ils sont contraints de placer une partie importante de leurs ressources sur le seul marché de grande dimension, qui offre les possibilités de mobilisation et de diversification requises, celui des Etats-Unis.

Même sur les marchés primaires des obligations, dont on a vu qu'ils sont relativement importants dans les pays membres, on se heurte parfois à un problème de dimension. En effet, des emprunts de montants élevés de 60 et parfois de 100 millions de dollars, comme ceux qu'il est nécessaire d'émettre pour le financement des sociétés multinationales européennes, ne peuvent être lancés sur les marchés nationaux sans les assécher pour plusieurs semaines. Au contraire, ils peuvent être placés plus facilement lorsque la technique de placement s'appuie sur un réseau de banques de nombreux pays et aboutit à disperser le placement sur plusieurs marchés.

Après des années de recherches infructueuses de solutions au problème de l'étroitesse des marchés dans le cadre national, n'est-il pas temps de se tourner vers la solution communautaire ?

4. L'interpénétration des marchés de valeurs mobilières de la Communauté constitue, sans nul doute, le meilleur moyen de faciliter leur développement. Il ne s'agit certes pas d'entretenir des illusions et de croire qu'il sera possible de retrouver la situation favorisée qui était celle du marché des valeurs mobilières avant 1914. Le marché des valeurs mobilières occupe dans tous les pays membres comme dans le reste du monde une place plus réduite parmi les sources de financement des entreprises et parmi les modes de placement; cette évolution correspond à des modifications des méthodes de gestion financière des entreprises et des comportements sociologiques

des épargnants qui sont, pour une grande part, irréversibles. Mais l'évolution dans ce sens a probablement été trop loin puisque l'on s'accorde généralement pour estimer que l'endettement bancaire des entreprises est souvent excessif et que l'épargne financière des ménages est trop faible. Il est donc souhaitable que le marché des valeurs mobilières retrouve au moins une partie du rôle qu'il a joué comme instrument de mobilisation de l'épargne et comme source de financement des investissements.

5. J'ajoute que les valeurs mobilières sont des instruments qui se prêtent particulièrement à l'intégration des marchés des capitaux. Il est plus facile d'envisager une interpénétration des marchés des valeurs mobilières que de certains autres circuits de financement tels que les circuits des institutions de crédit sur lesquels pèsent plus lourdement les contraintes des politiques monétaires nationales, ou tels les circuits des compagnies d'assurance et fonds de pension dont les ressources sont davantage orientées vers le financement d'investissements nationaux prioritaires.

C'est pourquoi la Commission a fait porter en priorité ses efforts sur l'interpénétration des marchés des valeurs mobilières. Les directives de libération des mouvements de capitaux adoptées en 1960 et en 1962 ont déjà supprimé les restrictions de change sur l'achat de titres négociés en bourse. Une directive en cours d'examen aura, une fois adoptée, pour effet de libérer progressivement les émissions de valeurs mobilières lancées sur les marchés de chacun des Etats membres par des émetteurs de la Communauté. De plus, il est envisagé de supprimer tout traitement discriminatoire des titres d'autres pays membres lors de leur admission à la cote officielle d'une bourse d'un Etat membre.

Cependant, ces progrès dans la libération des mouvements de capitaux ne devront pas aboutir à une situation anarchique. C'est pourquoi, depuis plusieurs années déjà se déroulent des travaux visant à une coordination progressive des politiques des Etats membres à l'égard des marchés financiers.

D'ores et déjà, des représentants des autorités de tutelle de ces marchés procèdent au sein d'un groupe de travail du Comité Monétaire à des examens trimestriels de la situation des marchés financiers nationaux et internationaux. Il faudrait maintenant chercher à parvenir à une coordination effective des politiques en cette matière. A cette fin, il est envisagé de mettre en place une concertation portant sur les orientations à court terme des politiques poursuivies sur les marchés financiers ainsi que des consultations préalables portant sur les projets de réforme de structure intéressant ces marchés.

Il est certain que les progrès dans la libération des mouvements de capitaux correspondant à des opérations sur valeurs mobilières seront d'autant mieux acceptés par les Etats membres qu'ils seront accompagnés de progrès dans la coordination des politiques à l'égard des marchés financiers et d'une certaine harmonisation des structures de ces marchés.

Naturellement, les progrès parallèles qui seront accomplis plus généralement dans la coordination des politiques économiques et monétaires conditionnent également dans une large mesure les possibilités de libération des mouvements de capitaux et d'interpénétration des marchés. C'est un point qui est suffisamment connu pour que je me dispense de l'approfondir aujourd'hui. Je voudrais par contre insister ici sur la nécessité de réaliser certains progrès techniques dans l'harmonisation des structures, et sur les possibilités d'obtenir des résultats à cet égard, indépendamment des progrès de l'union économique et monétaire.

III - Nécessité et possibilité de l'harmonisation des structures des marchés financiers

Les travaux d'harmonisation en cours qui intéressent le plus les bourses de valeurs concernent :

- l'information et la protection des porteurs de valeurs mobilières;
- le régime d'admission en bourse et les conditions de fonctionnement des bourses;
- la fiscalité des valeurs mobilières.

1. L'amélioration de l'information et la protection des porteurs de valeurs mobilières a fait l'objet de travaux discrets, mais importants, des services de la Commission depuis plusieurs années. Ils ont abouti en novembre 1971 à une proposition de directive transmise par la Commission au Conseil et concernant l'harmonisation des comptes annuels des sociétés. Ils devraient aboutir dans les prochaines semaines à une autre proposition de directive qui vous concerne encore de plus près puisqu'elle portera sur le contenu, le contrôle et la diffusion d'un prospectus à publier lors de l'admission en bourse de valeurs mobilières. D'autres travaux sont en cours ou projetés; ils concernent notamment l'information à donner par les fonds communs de placement, l'information continue à donner par les sociétés, l'information à donner et les procédures à suivre en cas d'offres publiques d'achat de valeurs mobilières.

Pourquoi tous ces efforts en ces domaines ?

D'abord parce que la coordination des garanties des associés et des tiers est prévue par le Traité de la C.E.E. Mais surtout parce qu'il est essentiel de combler "le gap de l'information" qui existe sur le Continent par rapport au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Des progrès en ces domaines représentent une clef essentielle du développement et de l'interpénétration des marchés des valeurs mobilières de la C.E.E.

En effet, les lacunes et les différences dans l'information du public sur les valeurs mobilières constituent une "seconde barrière" aux mouvements de capitaux entre Etats membres; elle empêche de profiter pleinement des avantages résultant, pour le fonctionnement des marchés financiers, de la suppression des restrictions de change déjà intervenue.

L'amélioration de l'information sur les valeurs mobilières cotées dans les bourses de la Communauté pourrait accroître leur attrait pour le

public et, par là, influencer sur l'alimentation en épargne de ces marchés et sur leur tenue. En effet le manque de transparence des marchés est souvent considéré comme une cause essentielle de leur étroitesse et de leur instabilité.

Faute de disposer d'informations suffisantes sur l'activité des sociétés et sur leurs perspectives d'évolution, les investisseurs, qui recourent de plus en plus aux techniques de l'analyse financière, adoptent une attitude de réserve à l'égard des marchés de la Communauté et préfèrent orienter leurs placements vers certaines grandes valeurs internationales pour lesquelles une information extensive est disponible. Pour les mêmes raisons ils attachent davantage d'importance aux facteurs d'ordre politique ou fiscal, ce qui contribue à expliquer le caractère excessif de certaines réactions observées sur ces marchés et le niveau injustifié des cours des titres de certaines sociétés.

L'amélioration de l'information devrait également développer les transactions en valeurs mobilières réalisées dans chacun des Etats membres par des non-résidents. Il est certain, en effet, que la difficulté de réunir les informations nécessaires pour opérer des placements en valeurs mobilières se trouve accrue sur des marchés étrangers, en particulier dans la Communauté; cette situation contribue à expliquer pourquoi les placements réciproques des pays membres sont moins développés que leurs placements sur les marchés de certains pays tiers où l'information sur les valeurs mobilières est plus extensive.

Le fait que les sociétés se trouvent confrontées à des exigences différentes et plus ou moins rigoureuses lors de l'admission en bourse dans les divers Etats membres peut avoir pour effet :

- de fausser leur choix entre les bourses auxquelles elles demandent la cotation de leurs titres;
- de les décourager de demander l'admission de leurs titres aux bourses d'autres Etats membres.

L'obligation de publier les mêmes informations minima n'aboutira sans doute pas à une harmonisation complète des exigences d'informations sur les diverses places mais contribuera à les rapprocher largement. Ainsi réduira-t-elle les inconvénients précités.

Sans doute, dans un certain nombre de cas, les entreprises européennes devront-elles publier, du fait de la directive, certaines informations qu'elles n'étaient pas tenues de divulguer au préalable. Toutefois, dans l'ensemble, les exigences d'information auxquelles doivent satisfaire les sociétés demandant l'admission de leurs titres aux bourses de Londres ou de New York sont nettement plus strictes. Or, l'expérience de ces pays témoigne que les sociétés cotées n'ont pas eu à souffrir de l'obligation de publier des informations extensives, mais bien au contraire qu'elles en ont tiré des avantages dans leurs possibilités de financement et dans leurs rapports avec le public en général.

2. Les conditions de l'admission en bourse et de fonctionnement de ces marchés ont fait également l'objet de travaux au sein des services de la Commission, avec le concours d'experts nationaux depuis un an.

Dans ce domaine de nombreux sujets mériteraient d'être examinés sur le plan communautaire : les procédures d'admission en bourse, l'organisation des transactions, les communications entre les marchés, le statut des intermédiaires. Etant donné l'impossibilité d'aborder de front tous ces domaines, la priorité a été accordée aux conditions d'admission en bourse. Il s'agissait, sur la base d'une analyse comparative et critique des régimes légaux et coutumiers existants, de préciser les principes et règles harmonisées que l'expérience commune permet de considérer comme nécessaires et de repérer parmi les différences de traitement entre titres nationaux et étrangers, celles qui ne sont pas justifiées par des raisons techniques et qui constituent des discriminations à éliminer.

Les conditions posées pour l'admission en bourse sont un compromis entre la nécessité d'admettre assez libéralement les valeurs mobilières pour leur donner un marché, et la nécessité d'assurer une protection suffisante aux épargnants qui s'intéresseront à ces valeurs. Des solutions très diverses ont été trouvées pour satisfaire ces exigences contradictoires et sont reflétées dans des réglementations souvent fort anciennes.

Il en est de même d'ailleurs pour tout ce qui a trait à l'organisation et au fonctionnement des bourses.

Certains se demandent s'il faut toucher à ces réglementations vénérables, et il est tentant de dire, qu'après tout, les bonnes vieilles règles nationales n'ont pas donné de si mauvais résultats.

Mais dans la vie économique moderne caractérisée par une intense concurrence, il ne suffit pas d'être bon. Il faut chercher à être le meilleur. Cela vaut pour les modes d'organisation de nos bourses, comme pour les règles de gestion des entreprises. De plus, si vraiment tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes, comment explique-t-on que nos marchés boursiers soient confrontés dans tous les pays membres à la même étroitesse ?

Puisque les Etats membres ont la chance de disposer d'expériences très diverses, ne vaudrait-il pas mieux chercher à dégager celles qui ont donné les meilleurs résultats ?

Nous sommes bien placés à la Commission des Communautés Européennes pour nous rendre compte à quel point la comparaison de différentes expériences peut être enrichissante dans des domaines très divers. Pour tirer tous les fruits de cette comparaison, il est évidemment nécessaire que l'examen soit impartial et que les représentants des Etats membres qui sont conviés à faire le bilan de leur propre expérience consentent à se livrer au jeu de l'auto-critique.

J'ai l'espoir que ces analyses déboucheront sur des possibilités d'améliorer en commun l'attrait des bourses de valeurs de la C.E.E. et leurs liaisons. L'apport des experts des nouveaux Etats membres, et notamment de ceux du Royaume-Uni dont l'expérience est si grande en ce domaine, sera certainement bénéfique à l'ensemble de la Communauté élargie.

3. L'aménagement des impôts susceptibles d'exercer des effets sur les mouvements de capitaux et sur le fonctionnement des marchés de valeurs mobilières fait également l'objet de travaux patients depuis de nombreuses années. Vous savez mieux que quiconque les difficultés auxquelles on se heurte en ce domaine.

Il s'agit d'ailleurs d'un domaine que l'on s'accorde à trouver important. Peut-être existe-t-il dans certains milieux une tendance excessive à compter sur un aménagement de la fiscalité pour vivifier les bourses. Sans doute n'existe-t-il pas de solution miracle à trouver dans le seul domaine fiscal. Néanmoins l'harmonisation de la fiscalité revêt une très grande importance tant pour éliminer les distorsions dans les mouvements de capitaux, que pour permettre le développement de l'épargne et sa canalisation vers le marché.

Dans un mémorandum transmis au Conseil en mars 1969 la Commission avait proposé certains objectifs et esquissé certaines solutions.

L'objectif essentiel de la neutralité fiscale, selon le lieu de placement et la résidence de l'investisseur devrait conduire en priorité à chercher une solution à l'élimination des doubles impositions dans les relations entre pays membres. Une solution simple pour y parvenir consisterait à rendre imputable dans le pays du domicile du porteur de valeurs mobilières, toute retenue à la source perçue dans un autre Etat membre.

Cette solution permettrait au porteur de valeurs mobilières de n'avoir affaire qu'à son administration fiscale nationale, et lui éviterait les démarches complexes qu'implique actuellement la récupération des retenues à la source, à supposer que celle-ci soit possible dans le cadre d'accords internationaux contre la double imposition, ce qui n'est pas toujours le cas, même dans les relations intracommunautaires. Les conséquences budgétaires qui résulteraient d'une telle réforme pourraient éventuellement être compensées par des versements entre les Trésors des Etats membres, sans toucher par conséquent, aux recettes du budget.

L'harmonisation des impôts susceptibles d'exercer des effets sur les mouvements de capitaux, et qui concernent les retenues à la source sur les intérêts et dividendes et l'impôt sur les sociétés est un objectif incontesté. Cependant, il existe des divergences importantes entre les systèmes fiscaux des Etats membres; des idées diverses concernent les modalités selon lesquelles cette harmonisation devrait être réalisée.

A mon sens, les solutions devront être commandées par certains impératifs économiques. C'est ainsi qu'il faut reconnaître qu'en droit ou en fait, les intérêts d'obligations ne sont soumis dans aucun pays à l'impôt personnel progressif à son taux plein. Il existe soit des exemptions totales ou partielles, soit une fraude tacitement admise, qui limite en fait le prélèvement fiscal à la retenue à la source. Cela est nécessaire parce que la fiscalité de l'obligation doit tenir compte de l'existence de l'érosion monétaire, et de la concurrence que le marché international des euro-émissions exerce à l'égard des marchés nationaux.

La fiscalité de l'action devrait tenir compte du fait que ce mode de financement et de placement est actuellement défavorisé par rapport à l'obligation, puisqu'il subit dans tous les pays, quoique à des degrés divers, une double imposition économique. En effet, ces revenus sont frappés d'abord par l'impôt sur les sociétés, puis par l'impôt personnel.

Une réduction de cette double imposition économique, qui est déjà pratiquée dans certains pays, paraît devoir être généralisée selon des modalités restant à déterminer, surtout si l'on veut favoriser les actionnaires petits et moyens qui sont actuellement les plus frappés par cette double imposition.

Dans le domaine des impôts indirects, je rappellerai simplement qu'une directive adoptée en juillet 1969, mais qui entre cette année en application, a supprimé les droits de timbre et harmonisé les droits d'apports frappant le rassemblement de capitaux, et qu'une directive pour l'harmonisation des impôts frappant les transactions boursières sera soumise au Conseil d'ici peu.

*
* *
*

Il apparaît, au terme de cette étude, que le développement et l'interpénétration des bourses de valeurs, et plus largement des marchés des valeurs mobilières, devront résulter d'une série d'actions parallèles que le Conseil a prévues, dans sa résolution du 22 mars 1971 relatif à l'Union économique et monétaire.

L'élargissement de la Communauté est une incitation supplémentaire à agir sans retard.

L'élargissement accroît le rôle possible d'un marché commun des capitaux. Mais en même temps, il impose de procéder aux harmonisations indispensables ainsi qu'à l'ouverture des marchés, car la présence de la bourse de Londres dans le Marché commun accroîtra la concurrence entre les bourses de la Communauté.

Certes, le développement des communications entre les places ne rend plus nécessaire la concentration des opérations en un lieu unique, mais les qualités et l'organisation des diverses places détermineront les préférences des sociétés et opérateurs.

