

# COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

COM(69) 200

Bruxelles, le 5 mars 1969

## NECESSITE ET MODALITES D'UNE ACTION DANS LE DOMAINE DES CAPITAUX

---

(Mémorandum de la Commission au Conseil)

## I. Fondements d'une action

Les notions de "Marché commun" (mentionné dans le Traité) ou "d'union économique" (à laquelle font référence maints textes officiels) sont ambiguës, notamment pour ce qui concerne leur contenu à l'égard de la mobilité effective des capitaux.

Le Traité reflète cette ambiguïté. Le principe de "l'abolition, entre les Etats membres, des obstacles à la libre circulation ... des capitaux" est reconnu (art. 3 alinéa c), mais aucune disposition détaillée n'est prévue concernant le rythme et les modalités d'une action.

L'article 67 dispose que "les Etats membres suppriment progressivement entre eux, pendant la période de transition et dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun, les restrictions aux mouvements des capitaux appartenant à des personnes résidant dans les Etats membres, ainsi que les discriminations de traitement fondées sur la nationalité ou la résidence des parties, ou sur la localisation du placement". L'interprétation précise des obligations des Etats membres dans ce contexte a été rendue difficile, notamment en raison des diverses possibilités d'apprécier "la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun". De plus, aucune disposition du Traité, et en particulier du chapitre 4 du Titre III de la deuxième partie (articles 67 à 73) qui concerne "les capitaux" ne traite des actions spécifiques requises en vue de la constitution d'un marché unifié des capitaux.

Une telle action qui peut davantage être fondée sur des arguments de caractère politico-économique que juridique ne constitue pas une fin en soi-même mais représente une condition indispensable à la réalisation des objectifs du Traité de Rome. En effet, en l'absence de progrès vers la constitution d'un marché unifié des capitaux :

- a) certains objectifs précis du Traité ne pourraient être pleinement réalisés (par exemple la liberté du droit d'établissement et la réalisation d'une concurrence effective notamment entre entreprises) ;
- b) d'autres objectifs, plus généraux, mais explicites, du Traité, tels que l'expansion continue et équilibrée de l'ensemble de la Communauté seraient compromis ;
- c) des objectifs non explicitement prévus par le Traité, que l'on peut rattacher à ceux indiqués en b) et dont l'importance apparaît de façon de plus en plus nette aujourd'hui, ne pourraient être efficacement poursuivis, tels par exemple : le développement d'une politique industrielle et la promotion du processus de concentration des entreprises, que rendent nécessaires les mutations de structures, elles-mêmes provoquées par l'interpénétration des économies nationales, les progrès technologiques, etc... ;
- d) à défaut d'une plus grande mobilité effective des capitaux entre pays de la C.E.E., le marché dit "international" sera appelé à jouer un rôle croissant comme centre de répartition de l'épargne, notamment des pays de la C.E.E. Dans les conditions actuelles, ce marché distribue la plus grande partie des ressources qui y sont réunies aux entreprises des pays tiers, et son fonctionnement échappe à toute réglementation de la part des pays de la C.E.E. ;
- e) finalement, il n'y a pas contradiction entre l'objectif de développement d'un marché européen des capitaux et celui de l'amélioration du fonctionnement des marchés nationaux ; les mesures nécessaires dans les deux cas sont très largement analogues et complémentaires.

.../...

Constatant que les décalages intervenus dans la libération des mouvements de marchandises, de travailleurs et de capitaux à l'intérieur de la Communauté introduisent des distorsions dans la réalisation du Marché commun et peuvent compromettre les objectifs de croissance équilibrée que s'assignent les Etats membres, le projet de second programme de politique économique à moyen terme préconise, au chapitre VI, consacré à la "Politique du développement de l'épargne et du financement des investissements", l'instauration d'une plus grande mobilité effective des capitaux à l'intérieur de la Communauté et le développement progressif d'un marché d'envergure européenne.

## II. Principaux problèmes que pose une action visant la promotion de la mobilité des capitaux

### 1. Restrictions actuelles à la mobilité des capitaux

En dépit des progrès réalisés par la suppression des obstacles provenant de la réglementation des changes (par certains pays de la C.E.E. dès avant 1958, par d'autres avec les deux directives adoptées par le Conseil en 1960 et 1962, des mesures supplémentaires et unilatérales ayant été prises par la suite), et dont le bénéfice a été étendu aux pays tiers, des restrictions de change subsistent encore dans certains pays membres pour ce qui concerne à la fois d'importantes transactions à long terme telles que l'émission de titres et les prêts de nature purement financière et toute une gamme de mouvements de capitaux à court terme. En outre, des restrictions de change ont été réintroduites en France en 1968 à la suite des perturbations qui se sont produites dans la situation monétaire extérieure du pays.

En outre, tous les pays membres ont conservé de puissants moyens, offerts par leurs législations et pratiques internes, pour restreindre la mobilité des capitaux à travers les frontières au sein de la Communauté. Il s'agit par exemple des procédures mises en oeuvre pour l'établissement du "calendrier des émissions" ou d'autres procédures destinées à assurer l'équilibre des marchés de valeurs mobilières ainsi que des dispositions législatives ou administratives régissant l'activité des investisseurs institutionnels.

## 2. Cloisonnement des marchés nationaux

Il en résulte une situation de cloisonnement très marquée des marchés nationaux qui ne se manifeste pas seulement à l'égard de la mobilité des capitaux entre pays membres mais qui aboutit souvent à la création de circuits compartimentés à l'intérieur même des marchés nationaux de chaque pays. La situation actuelle dans tous les pays membres est en effet caractérisée par une liberté très large des particuliers qui peuvent - sans grandes difficultés, même là où des contrôles de différente nature subsistent encore - transférer leur épargne et la placer à l'étranger. L'épargnant averti qui, en général, s'avère être le détenteur de grosses épargnes, est donc libre de rechercher l'instrument de placement et le rendement qui lui conviennent, tant à l'intérieur du pays qu'à l'extérieur. Il n'en va pas de même pour l'épargne qui est placée à travers les investisseurs institutionnels. Ces investisseurs sont soumis à des règles très strictes de placement qui, associées à une gamme assez vaste de mesures de stimulation de certaines catégories d'épargne et d'encouragement à certaines catégories d'investissements aboutissent à un véritable compartimentage des marchés de capitaux, tant au niveau national qu'au niveau communautaire. Ce compartimentage est en grande partie responsable de l'étroitesse des marchés de capitaux des pays membres et des défauts de fonctionnement qui les caractérisent.

## 3. Principales raisons d'être de ce cloisonnement

Les principaux facteurs qui incitent les pays membres à rechercher délibérément un tel cloisonnement sont indiqués ci-après.

- a) Un facteur général (et que l'expérience faite dans le domaine de la suppression du contrôle des changes tend aujourd'hui à renforcer) est lié à la crainte qu'une mobilité généralisée et réelle des capitaux n'engendre des mouvements de nature à compromettre la réalisation des objectifs de la politique monétaire et budgétaire, en d'autres termes des principaux éléments de la politique d'équilibre. Cette crainte constitue sans doute la plus grande des difficultés à surmonter pour parvenir à la réalisation d'une union économique car elle traduit un "cercle vicieux" dans lequel les relations de cause à effet peuvent à peine être décelées avec clarté. S'il est vrai que des mouvements de capitaux "pervers" peuvent mettre en échec la

.../...

politique nationale, il est aussi et surtout vrai que ces mouvements "pervers" sont provoqués, à leur tour, par certains défauts ou retards dans l'application des instruments de la politique d'équilibre. En présence d'une politique monétaire et budgétaire appropriée, les mouvements de capitaux sont appelés à jouer un rôle compensatoire entre des économies dont l'évolution présenterait certains décalages. Or, la situation actuelle est précisément telle que les mouvements compensatoires sont empêchés ou gênés par une série d'obstacles ou d'entraves qui ont été conçus à l'origine pour freiner des mouvements "pervers" découlant de l'application inadéquate des mesures de redressement budgétaire ou monétaire. En effet, la réalisation d'une large mobilité des capitaux ne peut pas être conçue sans référence à la nécessité d'une application efficacement coordonnée des instruments de la politique monétaire et du recours, dans la mesure et au moment opportun, aux instruments de la politique budgétaire.

C'est dire qu'il existe des liaisons multiples entre le budgétaire, le monétaire et le financier et que, au-delà d'un certain seuil, des progrès dans ce dernier domaine dépendent, en large mesure, d'une harmonisation des deux premiers.

- b) A l'époque actuelle aucun Etat ne laisse aux forces du marché la tâche de répartir les ressources en capital entre les divers secteurs de la demande. Tous les Etats entendent soit réserver, soit canaliser une part, parfois prédominante, des capitaux, en vue de satisfaire des besoins considérés comme prioritaires. Il ne s'agit pas nécessairement ou uniquement de pourvoir au financement de déficits budgétaires dont l'ampleur dépend souvent des dépenses en capital de l'Etat lui-même. Il s'agit aussi d'assurer la satisfaction de besoins en capital toujours croissants des collectivités locales et de garantir la disponibilité des fonds nécessaires à la réalisation de certains objectifs d'ordre régional ou sectoriel.

A cet égard, la Commission souligne qu'elle ne préconise pas la réalisation immédiate d'un régime de liberté totale et incontrôlée sur les marchés de capitaux des pays membres. Il serait en effet injustifié d'instaurer un débat sur le caractère "libre" ou "dirigé", "ouvert" ou "fermé" du marché européen qui devrait résulter de l'évolution préconisée

.../...

à l'intérieur de la Communauté. Il convient de souligner que le dilemme ne se pose pas en termes aussi nets et que la réalité se situera à mi-chemin entre ces extrêmes sur le plan européen comme elle s'y situe déjà à l'échelle des Etats membres. Tous les marchés connaissent par exemple la pratique du calendrier des émissions, les nuances portant plutôt sur le degré d'indépendance - à l'égard des pouvoirs publics - de l'autorité qui établit ce calendrier. De même, les circuits du crédit sont placés sous la tutelle des autorités monétaires dans tous les pays de la Communauté, même si l'ampleur de leurs interventions et les instruments utilisés diffèrent quelque peu. Il serait peu réaliste d'imaginer que le marché européen des capitaux puisse ignorer des impératifs du même ordre. Finalement une libération réelle des mouvements de capitaux à l'intérieur de l'aire communautaire n'est pas incompatible avec le maintien de certaines restrictions aujourd'hui en vigueur vis-à-vis des pays tiers ; (des restrictions semblables sont d'ailleurs appliquées aux mouvements de capitaux par la majorité de ces mêmes pays tiers). L'extension unilatérale des dispositions des deux premières directives de libération des mouvements de capitaux au bénéfice des pays tiers ne doit pas nécessairement constituer un précédent, car il est bien concevable que la portée de mesures nouvelles, surtout en ce qui concerne les placements des investisseurs institutionnels, soit limitée à la seule aire communautaire.

### III. Nature et portée de l'action envisagée

1. Si les considérations avancées en I. militent en faveur d'une action qui, dans le long terme, doit viser une très large mobilité des capitaux, et l'établissement d'un marché des capitaux européen unifié, les problèmes évoqués en II. incitent à penser que le processus de réduction des cloisonnements existants doit être graduel et étalé sur une période de transition suffisamment longue pour permettre aux Etats membres et à la Commission de rechercher des méthodes alternatives de financement des objectifs prioritaires de la politique économique. Il est ainsi exclu de mettre en cause par une action précipitée les objectifs de politique économique poursuivis par les Etats membres ; mais des mesures graduelles de libération des mouvements de capitaux pourront aller de pair avec une coordination croissante de ces objectifs et de ces politiques au sein de

.../...

la Communauté. Une telle approche est conforme à ce que préconise le chapitre VI précité du second programme de politique économique à moyen terme.

Quelles que soient les limites dont il convient d'assortir l'action communautaire en ce domaine, dans le proche avenir, une telle action est nécessaire à l'heure actuelle. La fin de la période de transition approche, et aucun progrès en matière de suppression des obstacles à la liberté des mouvements de capitaux n'ayant été accompli dans le cadre communautaire depuis 1962 (2ème directive), il est possible d'avancer qu'il existe un certain décalage entre ce qui a été fait dans certains domaines (union douanière et marché commun agricole, par exemple) et d'autres domaines (suppression des discriminations en matière de capitaux plus particulièrement).

La manifestation d'une volonté, de la part des Etats membres, d'aller de l'avant en cette matière est de nature à provoquer la recherche de moyens de faire des progrès en matière de coordination effective des politiques économiques et monétaires.

La liaison entre ces deux domaines est apparue très nettement des travaux entrepris dans le cadre du Comité des Gouverneurs des Banques Centrales de la C.E.E. où la recherche des possibilités de procéder à une suppression graduelle des restrictions aux mouvements de capitaux à court terme a conduit ces autorités à rechercher en même temps les moyens concrets de faire progresser la coordination des politiques monétaires et l'harmonisation des instruments de cette politique.

2. Dans une matière aussi complexe, il est impossible de prévoir avec précision quelle pourrait être la chronologie exacte des actions susceptibles de conduire à l'unification, à l'échelle de la Communauté, des régimes auxquels sont soumis l'offre et la demande des capitaux dans chacune des zones économiques nationales. Aussi, la Commission se limitera, au stade actuel, à proposer au Conseil certaines actions susceptibles d'être groupées dans un ensemble constitutif d'une première étape à franchir le plus rapidement possible. Il s'agit, pour l'essentiel, de mesures ayant fait l'objet, séparément, dans le passé, de propositions, de travaux et d'échanges de vues, notamment au sein du Conseil, et qui sont reprises ici dans la perspective générale évoquée au paragraphe 1 ci-dessus. Le contenu

.../...



de cet ensemble pourrait être le suivant :

- a) Adoption à bref délai de certaines mesures de libération des capitaux et de réduction des discriminations ; il s'agirait de mesures :
- dont la mise en oeuvre n'exigerait pas une mutation notable dans les mécanismes et la portée des processus de coordination des politiques budgétaires et monétaires déjà engagés, car de telles mesures n'augmenteraient pas de façon appréciable les risques de mouvements de capitaux aberrants qui peuvent déjà se produire, en cas de perturbations, eu égard aux possibilités de transferts de fonds déjà offertes par les progrès réalisés dans la suppression du contrôle des changes ;
  - qui ne sont pas de nature à bouleverser en quoi que ce soit les priorités nationales actuelles en matière de financement.
- b) Adoption de certaines mesures d'harmonisation dans l'organisation des marchés nationaux de capitaux et dans les réglementations fiscales susceptibles d'influer sur les mouvements de capitaux. Les mesures envisagées tendraient à jeter les bases pour l'établissement d'un futur marché des capitaux à l'échelle européenne ; ces mesures devraient se situer dans la perspective des réformes entreprises dans les pays membres et dont le but commun est de favoriser une meilleure adaptation de l'offre des capitaux aux besoins d'une société industrielle moderne (problèmes posés par la "préférence pour la liquidité" de l'épargnant européen, et sa propension, dans certains pays, à utiliser cette épargne à des fins qui ne répondent pas de façon très satisfaisante aux besoins des collectivités intéressées).

3. Les considérations évoquées au § 2 a) seraient très largement satisfaites par l'adoption de la proposition de 3ème directive de la Commission, présentée en 1964 et modifiée en 1967. Sa teneur générale est la suivante :

.../...

- d'une part, elle supprime entre les Etats membres les dispositions législatives, réglementaires et administratives qui revêtent un caractère discriminatoire quant à l'accès des émetteurs d'autres Etats membres aux divers marchés financiers nationaux, à l'introduction en bourse de titres des autres Etats membres et à l'acquisition de ces titres par les établissements financiers ;
- d'autre part, elle assure un minimum de réciprocité dans les engagements des Etats membres en matière de réglementation des changes. La proposition prévoit, en effet, que les Etats membres qui, en vertu de certaines dispositions de la première directive maintiennent ou peuvent rétablir des restrictions de change sur certaines opérations intéressant particulièrement les marchés des capitaux, libèrent, jusqu'à concurrence d'un plafond annuel, égal à 1,5 % de la formation intérieure brute de capital, certaines de ces transactions. Ces transactions sont, d'une part l'émission et le placement de titres des entreprises des autres Etats membres, sur le marché national de ces Etats, d'autre part l'octroi de prêts et crédits financiers à moyen et long terme dont l'équivalent en monnaie nationale n'excède pas 1 million d'u.c. par opération.

4. Les mesures d'harmonisation envisagées au § 2 b) sont les suivantes :

- a) Dispositions fiscales. Le traitement fiscal a une influence décisive sur le comportement tant de l'investisseur que de l'épargnant dans le choix des instruments financiers. Il convient ainsi d'accorder une priorité particulière à l'élimination des doubles impositions frappant les revenus de valeurs mobilières et les intérêts des prêts qui sont transférés d'un pays membre à l'autre.

Il est également nécessaire de réaliser un certain nombre d'harmonisations fiscales, notamment en matière de retenues à la source sur les revenus de valeurs mobilières, en fixant les taux à des niveaux uniformes, sans discrimination entre les résidents et les non-résidents. Certaines propositions en cette matière ont déjà été présentées au Conseil ; à la demande de celui-ci, elles sont maintenant replacées dans le contexte plus général de l'action envisagée pour les marchés des capitaux dans la note jointe, qui expose le programme d'harmonisation que la Commission envisage dans le domaine fiscal.

- b) Assouplissement des réglementations applicables aux investisseurs institutionnels. Il s'agit d'élargir le rôle que ces investisseurs jouent à l'intérieur de chaque marché national et d'accroître leur contribution à l'interpénétration des marchés des Etats membres. Ces organismes sont à l'heure actuelle contraints, par les règles qui s'imposent à elles en matière de placement, à concentrer leurs opérations sur les titres du secteur public. Or, l'absence d'intervention des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux est en grande partie responsable de l'instabilité extrême des cours de valeurs mobilières qui rend difficile leur liquidation en cas de besoin et qui à son tour a une incidence marquée sur le manque d'intérêt du public pour les placements financiers à long terme. C'est, ici encore, une exigence qui a trouvé récemment en France une manifestation dans l'assouplissement des règles de placement des compagnies d'assurance-vie. Il s'agit aussi d'aménager les réglementations auxquelles sont soumises les institutions de crédit en vue de leur permettre de participer dans des conditions équitables de concurrence au développement des opérations financières à l'intérieur des Etats membres. La méthode par laquelle il pourrait être procédé serait d'ouvrir des plafonds, modestes au départ mais s'élargissant progressivement, dans les limites desquels les organismes financiers en question seraient libres d'utiliser leurs ressources pour des placements en titres nationaux ou en titres des autres pays membres.
- c) Information du public. Les travaux d'harmonisation déjà entrepris concernant le contenu de la présentation des comptes annuels des sociétés, devraient être étendus en vue de réaliser :
- une amélioration de l'information continue intéressant l'activité des sociétés ;
  - l'établissement de ~~normes communes~~ de publicité sur la base d'un schéma uniforme lors de l'émission de valeurs mobilières et de leur introduction en bourse ;
  - la définition de mesures visant à garantir la sécurité des transactions en valeurs mobilières, et notamment des opérations d'achat ou de vente de blocs d'actions, des opérations effectuées par les dirigeants des sociétés sur les actions de leurs sociétés ainsi que celles effectuées par les intermédiaires en bourse pour leur propre compte ;

- l'établissement d'une coopération entre les autorités préposées au contrôle de l'application des normes de publicité dans les Etats membres en vue de rapprocher les méthodes et les formes d'un tel contrôle et d'en assurer une égale efficacité.

Il y a une prise de conscience croissante dans tous les pays membres (la création d'une Commission des opérations de bourse en France en est une illustration) de la nécessité d'obtenir une publicité rapide et complète des faits essentiels de la vie d'une société et d'imposer un contrôle rigoureux et efficace du respect de cette obligation de publicité. Un groupe d'experts a été créé en 1968 par la Commission des Communautés Européennes. Ce groupe a pour mission d'examiner ce problème et de faire rapport à la Commission qui saisira par la suite le Conseil de toute proposition utile.

- d) Diversification et harmonisation des types de valeurs mobilières offertes au public. Il conviendrait d'harmoniser les positions des Etats membres à l'égard de diverses formules d'émission existantes, afin d'offrir des conditions semblables aux émetteurs et des titres aussi attrayants aux épargnants des divers pays membres. Les travaux devraient concerner surtout les titres à revenu fixe comportant des clauses de valorisation (obligations indexées ou participantes, obligations convertibles, échangeables ou avec warrants, obligations à lots) et les titres à revenu variable (surtout actions privilégiées). L'objet de ces travaux devrait être de rendre possible, par les harmonisations et les adaptations appropriées des législations des pays membres, l'utilisation d'instruments de financement ayant rencontré du succès dans certains pays mais peu connus dans d'autres en raison surtout d'une réglementation qui en limite les possibilités d'usage. Des études ont été menées à cet égard de façon à permettre à la Commission d'envisager une action à échéance relativement rapprochée.
- e) Sûretés et garanties. Le but à poursuivre est celui de faciliter l'emploi de certains types d'instruments juridiques existants ou nouveaux, susceptibles de faciliter les transactions financières intracommunautaires et par là même le financement des investissements surtout dans le secteur industriel. A cet égard il serait nécessaire d'envisager des travaux d'harmonisation des législations en vue de faciliter l'octroi de cautions par des établissements de crédit à des non-résidents ou par des sociétés

.../...

mères en faveur de filiales étrangères. Parallèlement il serait utile de rechercher une sûreté mobilière uniforme inspirée d'une technique souple et réunissant les avantages de la simplicité et de la sécurité juridique et du faible coût. Enfin, il serait possible de rechercher rapidement et indépendamment des réformes de base éventuelles une solution à certains problèmes particulièrement importants dans la pratique concernant notamment la monnaie de l'inscription hypothécaire, l'ordre des privilèges en matière de faillite, l'inscription d'hypothèques par des ressortissants des autres pays membres. Enfin, en matière de sûretés et de garanties traditionnelles, plusieurs travaux d'harmonisation sont à entreprendre, qui nécessitent toutefois de longues procédures, afin qu'il soit possible de parvenir à un rapprochement des législations dont les principes de base diffèrent considérablement. Sur ces différents problèmes, une étude détaillée a été commandée par la Commission à un expert extérieur.