

Une nouvelle étape dans la construction d'un marché financier paneuropéen

La proposition de Directive sur les services d'investissement constitue une nouvelle étape dans la politique communautaire d'intégration des marchés. Mais le texte soulève encore un certain nombre d'interrogations.

■ Dans le cadre de la politique communautaire pour la mise en place d'un marché financier unique, efficace, intégré et discipliné, une nouvelle étape vient d'être franchie. La Commission a adopté la nouvelle proposition de Directive sur les services d'investissement. Celle-ci a été transmise au Parlement européen et au Conseil des ministres de l'Union européenne qui l'examinent. Elle marque l'accomplissement de l'un des objectifs fixés par le plan d'action pour les services financiers (PASF).

Le nouveau cadre réglementaire organise l'exécution des transactions boursières opérées en Europe par les prestataires de services d'investissement pour le compte de leurs clients investisseurs, et tient compte des profondes mutations structurelles intervenues sur les marchés, ces dix dernières années.

L'évolution du paysage financier en Europe

La proposition de Directive du 19 novembre 2002 remplacera, si elle est adoptée par les Quinze¹, la Directive actuelle sur les services d'investissement datant de 1993 et transposée en France par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996. La Directive de 1993 ne représente pas un cadre réglementaire adapté à l'émergence des nouvelles infrastructures d'exécution des ordres et constitue donc un obstacle à la création d'un système de négociation

compétitif et intégré. En outre, son champ d'application matériel ne couvre pas tout l'éventail des services offerts aux investisseurs, tels que le conseil en investissement.

La Commission, dans sa proposition de Directive de 2002, a entendu opter pour un modèle anglo-américain de marché décentralisé. Il existe, en effet, une opposition entre les juridictions qui imposent le principe de concentration des ordres sur les marchés réglementés, comme la France et d'autres pays de l'Europe continentale, et celles qui ne l'imposent pas, comme le Royaume-Uni par exemple.

Pour l'élaboration de la proposition de Directive, la Commission est partie du constat que des ordres de plus en plus nombreux se réalisaient hors du cadre des marchés réglementés. Il est, en effet, des systèmes de négociation qui permettent aux opérateurs de négocier à des conditions autres que celles en vigueur sur les Bourses ou de procéder par voie de « compensations internes » entre leurs propres ordres et ceux de leurs clients.

L'émergence d'un environnement financier plus hétérogène et complexe appelle une réponse appropriée de la part des régulateurs. La proposition de Directive sur les services d'investissement instaure un cadre réglementaire régissant globalement l'exécution des transactions sur instruments financiers, indépendamment de la méthode de négociation utilisée.

Delphine Caramalli
Docteur en droit et
avocat à la Cour
*Fried, Frank, Harris,
Shriver & Jacobson*



La Commission a entendu mettre un terme au monopole qui subsiste en faveur des marchés réglementés (les Bourses de valeurs) dans certains pays européens, dont la France, via le principe de la concentration des ordres.

Vers un marché financier paneuropéen plus large

Le texte reconnaît la nouvelle génération des systèmes de négociation apparus en parallèle. D'une part, la proposition de Directive reconnaît l'exploitation d'un système de négociation multilatérale (*Multilateral Trading Facilities* ou MTF) qu'elle définit comme une infrastructure organisée de publication et d'exécution multilatérale d'offres entre utilisateurs. La proposition de Directive envisage de les soumettre à un agrément spécifique, pour leur permettre de fournir des services dans toute l'Union européenne. D'autre part, la proposition de Directive reconnaît aux prestataires de services d'investissement la possibilité d'internaliser, dans certaines conditions et dans le respect des règles de transparence, l'exécution des ordres de leurs clients. L'internalisation (ou *in house matching*) consiste pour les banques à traiter en interne les ordres boursiers transmis par les clients sans passer par la case « Bourse », mais par le biais d'une compensation contre ses propres ordres.

La proposition de Directive tend à organiser la concurrence entre ces différents modes de traitement et d'exécution

des ordres en imposant des principes directeurs communs. La nouvelle architecture réglementaire préconise un régime de transparence visant à assurer, sur une base paneuropéenne, l'accessibilité de tous les opérateurs à l'information disponible sur les marchés, les nouveaux systèmes de négociation et autres lieux d'exécution des ordres. Elle oblige, notamment, les entreprises d'investissement à rendre publics le volume, le prix et la date des transactions. Elle oblige également les entreprises d'investissement à établir des procédures permettant un traitement rapide et équitable des ordres pour permettre aux investisseurs d'avoir pleinement connaissance des différents canaux par lesquels leurs ordres peuvent être exécutés. Elle impose, en outre, une obligation effective d'exécution au mieux, qui vise à contraindre les organisateurs de la négociation, quels qu'ils soient, à comparer les conditions de négociation des différentes infrastructures, afin d'offrir à leurs clients les meilleures affaires possibles au meilleur prix. L'obligation d'exécution au mieux garantit l'efficacité globale du marché puisqu'elle contribue à canaliser les liquidités vers les infrastructures de négociation les plus compétitives.

Par ailleurs, le texte nouveau étend le champ d'application matériel de la réglementation actuelle en complétant la liste des instruments financiers concernés. Les instruments dérivés sur produits de base donnant lieu à un règlement en espèces sont désormais couverts par la réglementation. Il élargit, en outre, la gamme des services d'investissement principaux pour lesquels un agrément est exigé, en y incluant le conseil en investissement et précise les services auxiliaires que les entreprises d'investissement peuvent fournir, tels que l'étude d'investissement et l'analyse financière.

Toutefois, les règles relatives à l'efficacité et à l'intégrité du marché (publication des ordres et des transactions, surveillance) et celles relatives à la protection des investisseurs varient selon que la transaction s'opère sur un marché réglementé, une MTF ou par le biais de l'internalisation². La Commission a ainsi prévu des aménagements en fonction de la taille des entités et des ordres; les marchés réglementés étant soumis au respect du régime le plus exigeant et le plus achevé. Par exemple, la portée de

l'obligation d'exécution au mieux varie. La meilleure exécution est présumée pour les marchés réglementés alors que les entreprises d'investissements devront prouver qu'elles ont exécuté l'ordre aux meilleures conditions du moment.

Un texte discuté en dépit de son élaboration concertée

La proposition de Directive s'inscrit dans une volonté énoncée de dialogue et de concertation avec les parties intéressées. La Commission avait procédé, en juillet 2001, à une première consultation qui l'avait conduite à modifier profondément sa proposition initiale sur la base des 77 réponses recueillies. En mars 2002, les services de la Commission ont lancé une deuxième consultation publique sur les modifications possibles.

« L'intégration financière pourrait apporter une croissance économique supplémentaire d'environ 1 % sur une dizaine d'années et une augmentation de 0,5 % de l'emploi total. »

La proposition de Directive, telle qu'adoptée par le collège des commissaires européens à l'issue de ces consultations, semble avoir été accueillie favorablement par la majorité des banques d'affaires qui considèrent que le nouveau dispositif réglementaire ne pourra qu'améliorer l'intégrité et la transparence des marchés de l'Union européenne et renforcer la concurrence entre les Bourses traditionnelles et les autres systèmes de négociation.

Selon la Commission, cette évolution devrait avoir pour effet d'encourager l'innovation, de réduire les coûts de négociation et de libérer des capitaux supplémentaires pour l'investissement, ce qui devrait stimuler l'emploi, la compétitivité et la croissance économique. Il ressort, en effet, d'une étude publiée récemment par la Commission européenne, que l'intégration financière pourrait apporter une croissance économique supplémentaire d'environ 1 %

sur une dizaine d'années et une augmentation de 0,5 % de l'emploi total³.

Néanmoins, ce texte ne fait pas l'unanimité. Les Bourses font notamment remarquer les risques liés à une dispersion de la négociation. La négociation sur les MTF et l'exécution d'ordres hors marché par les entreprises d'investissement limitent le volume des transactions dénouées par l'intermédiaire des carnets d'ordre boursier. Le risque que la fragmentation du marché puisse amoindrir la représentativité des prix formés en Bourse, qui servait traditionnellement de référence, constitue une préoccupation connexe.

La Fédération des banques françaises et l'Association française des entreprises d'investissement font, quant à elles, remarquer que les propositions de la Commission prévoient des règles plus souples, en matière de transparence, au profit des internalisateurs par rapport aux marchés réglementés et aux MTF: « la proposition de la Commission ne prend pas suffisamment en compte les principes d'égalité de concurrence entre les systèmes d'exécution des ordres, et celui de transparence avant et après les transactions ». L'absence de présentation au marché de l'ordre à cours limité internalisé enlève aux acteurs du marché une opportunité d'exécuter un ordre à un meilleur prix que celui immédiatement disponible sur le marché. Euronext réclame aussi « des règles du jeu égales pour tous qui garantissent la protection des investisseurs et la qualité du service qui leur est apporté ». Enfin, il ressort du rapport publié le 26 novembre 2002 par l'association Eurofi 2000, qui vise à promouvoir l'intégration du marché européen des services bancaires et financiers, que les professionnels des marchés se prononcent certes en faveur d'une harmonisation européenne des produits financiers, de l'information financière, du droit des assurances, du droit des sociétés ou de la fiscalité, mais ne retiennent pas pour autant l'unification totale. ●

1 L'adoption de la nouvelle Directive sur les services d'investissement est prévue pour 2004.

2 H. de Vauplane et J.-J. Daigre, Actualités réglementaires, *Banque & Droit*, n° 86, p. 33.

3 Commission des Communautés européennes, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les Directives 85/911/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil. Texte à consulter sur le site <http://europa.eu.int/>.