

## ITALIE

UNE POSITION  
PLUS RÉSERVÉEPierluigi  
AngeliniHead of finance  
Italian Banking  
Association

La position italienne sur la directive MIF reste mitigée. L'Association des banques italiennes lui reproche de favoriser les marchés où dominant les investisseurs institutionnels au détriment des investisseurs *retail*.

La directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) d'avril 2004 aura des conséquences très importantes sur l'activité des marchés en Italie, compte tenu de certaines de ses dispositions :

- la suppression de la capacité des États membres à exiger des intermédiaires pour traiter sur un marché donné (suppression de la concentration des ordres) ;
- l'introduction des internalisateurs systématiques, intermédiaires qui exécutent les ordres des clients sans les présenter sur un marché, et qui se trouveront en compétition avec les marchés régulés ;
- les intermédiaires n'ont plus comme objectif d'exécuter les ordres au meilleur prix, mais sur la base de la meilleure exécution possible qui ne coïncide pas toujours avec le critère du prix ;
- l'obligation d'information sur les risques attachés à un instrument financier est réduite à une description simple des risques liés à la catégorie à laquelle appartient un instrument financier donné et ne porte plus sur les risques d'un instrument en particulier ;
- une nouvelle classification des clients est instaurée qui allège notamment les nouvelles règles de conduite pour la catégorie des contreparties éligibles ;

■ la possibilité ouverte pour les intermédiaires d'exécution simple des ordres d'un client (*execution only*) sans obligation de conseil vis-à-vis du client sur l'opportunité de la transaction.

UNE ORIENTATION FAVORABLE  
AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les objectifs affichés par la directive, à savoir réduire le coût en capital des entreprises et améliorer la qualité de services aux investisseurs, sont évidemment louables. Cependant, les nouvelles règles représentent un risque systémique pour l'industrie financière italienne. Ces règles ne sont pas similaires aux standards réglementaires italiens quant à leur clarté et leur précision pour ce qui concerne leur application (qui seront encore renforcés par la prochaine loi sur la protection de l'épargne). Cela risque de créer des distorsions de concurrence entre prestataires de services financiers au sein du marché unique.

Cette situation s'explique par le fait que la directive a tenu compte de la position d'industries financières qui opèrent sur des marchés sur lesquels il n'y a pas un fort besoin pour des règles précises et obligatoires ; pas uniquement pour des raisons historiques, mais, de façon plus pragmatique, parce que les investisseurs institutionnels sont majoritaires sur le marché ; leur expertise professionnelle les met en position d'agir en toute connaissance de cause sans avoir besoin de protection particulière. Cela évite aux intermédiaires des exigences d'information trop détaillées, dans la mesure où un cadre réglementaire minimum est suffisant pour encadrer leurs opérations.

Prenons, par exemple, la nouvelle obligation faite aux intermédiaires d'obtenir pour leurs clients la meilleure exécution possible, avec un résultat qui ne dépend plus seulement du meilleur prix possible, mais d'un ensemble de facteurs supplémentaires (les coûts de *trading*, la rapidité et l'opportunité d'exécution...) qu'il sera difficile d'évaluer pour un investisseur particulier, même avec un bon niveau de connaissances financières.



## PRÉSERVER LA PROTECTION DES INVESTISSEURS RETAIL

En Italie, comme probablement pour d'autres États membres de l'Union européenne, les caractéristiques du marché sont à l'opposé : les investisseurs particuliers sont prédominants et ils ont besoin d'un cadre réglementaire détaillé spécifiant les règles de conduite des intermédiaires et les droits des clients. Le parlement italien, et notamment la Consob, s'efforcent d'évoluer dans cette direction depuis plus de 15 ans et les intermédiaires ont mis en oeuvre des procédures complexes pour se conformer aux obligations qui leurs sont faites. Le projet réglementaire proposé par la Commission devrait définir un cadre réglementaire dans lequel l'activité d'investissement retail doit s'habituer à travailler dans un contexte légal fondé sur la protection de la partie la plus faible, et qui doit permettre à cette dernière d'accroître sa capacité à réaliser des décisions d'investissement judicieuses. Une approche différente pourrait avoir des effets négatifs sur l'activité des intermédiaires dans les pays où l'activité retail est importante (en Italie, environ 900 millions d'euros investis dans des fonds sont gérés en direct par les investisseurs, avec 25 millions de comptes titres et 3 millions de traders on line). Il est donc essentiel de maintenir un niveau élevé de protection des intérêts des investisseurs particuliers, notam-

**“Le projet réglementaire semble aboutir à une diminution de la transparence sur le trading, notamment en ce qui concerne les internaliseurs.”**

ment sur le plan de l'information sur les instruments financiers ainsi que sur la précision des règles pour les intermédiaires. Ainsi, parce que seulement une minorité des investisseurs particuliers peuvent comprendre les caractéristiques et les risques des instruments financiers. Ces préoccupations ne sont pas uniquement celles de la communauté bancaire italienne. Selon Clive Briault, de la FSA, directeur du Retail Markets auprès de la Financial Services Authority (lors de l'intervention “key themes for 2005” en mars 2005, à l'occasion de APCIMS Investment Day) “nous devons faire face à des enjeux forts dans ce domaine en raison de la faiblesse des connaissances financières de base au Royaume-Uni”.

## UNE TRANSPARENCE MOINDRE

Reste un point sur la transparence de marché. Le projet réglementaire semble aboutir à une diminution de la transparence sur le trading, notamment en ce qui concerne les internaliseurs. Des considérations qui vont à l'encontre d'un régime de transparence pre-trade ont été prises en compte, en dépit de la nécessité de garantir une réelle compétition entre les différents canaux de marché (venues) et de permettre aux clients une comparaison des cotations. Nous allons à l'inverse des évolutions des marchés américains. Pourquoi ? Qui profitera d'une moindre transparence ? ■

# RB

REVUE BANQUE

CLUB BANQUE

# Club BANQUE

**mardi 11 juillet 2006**

**OBJECTIF → 01.01.2007**

## BÂLE II : état d'avancement des travaux

Partenaire officiel :

**ERNST & YOUNG**

Président de séance : Radwan Hoteit, Associé, Ernst & Young

**mardi 11 juillet 2006 à 18 h 00**  
Auditorium de la FBF  
18, rue La Fayette, 75009 Paris

**Inscriptions et renseignements :**  
Magali Marchal  
Tél. : 01 48 00 54 04 - Fax : 01 48 24 12 97  
marchal@revue-banque.fr