

# **E 2153**

**ASSEMBLÉE NATIONALE**

DOUZIÈME LÉGISLATURE

**SÉNAT**

SESSION ORDINAIRE DE 2002-2003

---

Reçu à la Présidence de l'Assemblée nationale le 5 décembre 2002

---

Annexe au procès-verbal de la séance du 5 décembre 2002

## **TEXTE SOUMIS EN APPLICATION DE L'ARTICLE 88-4 DE LA CONSTITUTION**

PAR LE GOUVERNEMENT,

À L'ASSEMBLÉE NATIONALE ET AU SÉNAT

Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000 décembre CE du Parlement européen et du Conseil.

COM(2002) 0625 final

**FICHE DE TRANSMISSION DES PROJETS D'ACTES  
DES COMMUNAUTES EUROPEENNES ET DE L'UNION EUROPEENNE**

- article 88-4 de la Constitution -

**INTITULE**

*COM(2002)625 final*

Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil.

N A I U R E	S.O. Sans Objet
	N.L. Non Legislatif
	Date d'arrivée au Conseil d'Etat :  29/11/2002
	Date de départ du Conseil d'Etat :  04/12/2002

**Observations :**

La présente proposition de directive vise à remplacer la directive 93/22/CEE concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (DSI), adoptée en 1993- qui fixe les conditions dans lesquelles des entreprises d'investissement et des banques peuvent fournir **des** services dans d'autres Etats membres ou y ouvrir des succursales. Elle reprend les dispositions de l'actuelle DSI et élargit sensiblement son champ d'application. En ce qu'elle touche aux principes fondamentaux des obligations civiles et commerciales, elle relèverait, en droit interne, du domaine de la loi aux termes de l'article 34 de la Constitution.



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 19.11.2002  
COM(2002) 625 final

2002/0269 (COD)

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LES MARCHÉS  
RÉGLEMENTÉS, ET MODIFIANT LES DIRECTIVES 85/611/CEE ET 93/6/CEE  
DU CONSEIL, AINSI QUE LA DIRECTIVE 2000/12/CE  
DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

(présentée par la Commission)

## TABLE DES MATIÈRES

EXPOSÉ DES MOTIFS.....	4
Section I. contexte dans lequel s'inscrit la proposition.....	4
I.1 Que recouvre la directive concernant les services d'investissement? .....	4
I.2 L'évolution rapide du paysage financier en Europe .....	4
I.3 Pourquoi une nouvelle directive est-elle nécessaire?.....	6
I.4 Grands objectifs de la révision .....	9
Section II. vers une infrastructure de négociation efficace, transparente et intégrée.....	10
II. 1 Concurrence et fragmentation .....	10
II.2 Principes directeurs pour une réglementation de l'exécution des ordres .....	14
II.3 Principes de haut niveau applicables aux marchés réglementés (titre III).....	18
II.4 L'exploitation d'une MTF: nouveau service de base .....	20
II.5 Exécution d'ordres par les entreprises d'investissement: .....	22
II.6. Conclusions concernant la réglementation de l'exécution des ordres.....	27
Section III. La protection des investisseurs et le régime des entreprises d'investissement (Section 2): .....	28
III.1. Adéquation des fonds propres (articles 11 et 17):.....	29
III.2. Conflits d'intérêts (article 16):.....	29
III.3. Règles de conduite applicables lors de la fourniture de services aux clients (article18):	30
III.4 Exécution au mieux (article 19): .....	31
III.5. Règles concernant le traitement des ordres des clients (article 20):.....	32
III.6. Négociation avec des contreparties éligibles (article 22):.....	33
III.7. Conclusions sur le régime applicable aux entreprises d'investissement: .....	33
Section IV: Champ d'application de la directive:.....	34
IV.1 Conseil d'investissement (annexe I, section A):.....	34
IV.2. Analyse financière (annexe I, section B): .....	35
IV.3. Instruments dérivés sur produits de base (annexe I, section C):.....	35
Section V: Autres éléments importants de la proposition: .....	36
V.1. Compensation et règlement: .....	36
V.2. Autorités compétentes et coopération en matière de surveillance (titre IV): .....	37

V.3. Recours aux procédures de comitologie pour la mise en oeuvre des dispositions  
proposées:..... 38

## EXPOSÉ DES MOTIFS

### PROPOSITION DE DIRECTIVE CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

#### SECTION I. CONTEXTE DANS LEQUEL S'INSCRIT LA PROPOSITION

##### **I.1 Que recouvre la directive concernant les services d'investissement?**

La directive concernant les services d'investissement (ci-après DSI), adoptée en 1993, visait à créer les conditions dans lesquelles des entreprises d'investissement et des banques agréées pourraient, sur la base de l'agrément délivré et de la surveillance exercée par leur État membre d'origine, fournir des services déterminés dans d'autres États membres. Aux termes de la DSI actuelle, les services pouvant être couverts par un tel agrément incluent le courtage, la négociation, la gestion individuelle de portefeuille, la réception et la transmission d'ordres passés par des investisseurs et les activités de prise ferme/de placement. En outre, la DSI a garanti le droit de toute entreprise d'investissement agréée de participer, directement ou à distance, au processus de négociation ayant lieu sur les bourses de valeurs/les marchés réglementés d'autres États membres. Pour favoriser l'exercice effectif de ce droit, la DSI a, par ailleurs, introduit des dispositions définissant certaines caractéristiques que les bourses de valeurs doivent présenter pour bénéficier d'une reconnaissance mutuelle et, partant, imposant certaines conditions pour leur exploitation<sup>i</sup>. La DSI constitue donc l'instrument législatif visant à traduire dans la pratique les libertés inscrites dans le traité, pour ce qui concerne les services d'investissement et la négociation organisée d'instruments financiers. (Voir l'annexe 1 pour une présentation détaillée de la directive 93/22/CEE).

##### **I.2 L'évolution rapide du paysage financier en Europe**

En Europe, le marché joue un rôle croissant dans le financement des moyennes et des grandes entreprises et dans le placement de l'épargne. Des marchés financiers au fonctionnement ordonné, transparent et efficacement réglementé peuvent servir de moteur puissant à la création de richesse<sup>ii</sup>. Les entreprises européennes voulant emprunter se sont récemment tournées vers ces marchés financiers comme une alternative aux prêts bancaires: recherchant l'accès à des financements désintermédiés et peu coûteux pour des projets d'investissement ambitieux, elles ont ainsi fait exploser le nombre et la valeur des nouvelles émissions à la fin des années 1990. Cette demande accrue a rencontré une offre déjà bien réelle, puisque les investisseurs ont commencé à privilégier les investissements fondés sur le marché comme moyen d'optimiser le rendement de leur épargne en l'ajustant au risque et de constituer des provisions pour leur retraite.

Les revers récemment essuyés par les marchés des actions n'affaiblissent pas les arguments plaidant en faveur d'un tel mode de financement. Ils soulignent cependant l'importance de mettre en place un solide cadre législatif et réglementaire pour préserver la confiance des investisseurs et la liquidité des marchés financiers et pour permettre auxdits marchés financiers de prospérer. Les marchés financiers peuvent, en effet, résister à des épisodes de volatilité, à des corrections cycliques ou à la mauvaise performance de certains titres. Mais ils ne survivront pas à l'érosion de la confiance des investisseurs sous l'effet d'un fonctionnement désordonné, opaque et susceptible de donner à lieu à des abus de marché, ou si les intermédiaires manquent à leurs obligations à l'égard des investisseurs finaux<sup>iii</sup>. La présente proposition s'intègre dans un programme cohérent de mesures législatives visant à faciliter

l'émergence de marchés européens des capitaux intégrés et efficaces, tout en imposant des dispositifs appropriés de contrôle et d'équilibrage pour éviter les excès du marché et protéger des investisseurs.

L'intégration des marchés européens des actions et des obligations de sociétés laisse présager une réduction significative du coût de ces instruments financiers comme de leur négociation. De nouveaux travaux de recherche indiquent que les effets statiques positifs résultant de la seule existence de marchés des actions et des obligations de sociétés intégrés, profonds et liquides devraient être importants – notamment une réduction permanente du coût des capitaux propres de 0,5 %, une relance de l'investissement, une hausse de l'emploi de 0,5 % et une croissance du PIB de 1,1 %<sup>iv</sup>. Par ailleurs, les avantages offerts par des marchés des capitaux efficaces seront optimisés par un regroupement de la liquidité et par l'interagissement, à l'échelle européenne, de l'offre et de la demande d'instruments financiers. Cela maximisera l'importance des positions de négociation exprimées, réduira la volatilité inhérente à certains titres et limitera l'incidence d'une évolution négative des prix sur les grandes transactions. De plus, le regroupement de la liquidité afférente aux titres de premier ordre et la fin des stratégies de diversification géographique peuvent libérer du capital pour de nouveaux marchés d'émission ainsi que du capital-risque. L'introduction de l'euro a déjà ouvert la voie à l'intégration totale des marchés monétaires ordinaires et donné une forte impulsion à l'intégration des marchés de la dette souveraine et de la dette financière. Les participants du marché cherchent à présent à appliquer les mêmes stratégies de négociation et de gestion de portefeuille aux marchés des actions et d'autres actifs. Tous ces facteurs expliquent la forte croissance enregistrée récemment dans la négociation transfrontalière d'instruments financiers: au cours des cinq dernières années, le volume des transactions transfrontalières sur actions a progressé de 20 % à 25 % par an.

Au regard de la contribution que des financements concurrentiels et flexibles par le marché peuvent apporter à la croissance et à l'emploi, les Conseils européens de Lisbonne et de Stockholm ont placé l'intégration des marchés financiers européens au cœur de l'agenda des réformes économiques en Europe. Pour en retirer tous les avantages, il convient toutefois de supprimer les obstacles à l'investissement et de mettre en œuvre un programme global de mesures visant à harmoniser les régimes réglementaires nationaux pour toutes les étapes du processus de négociation: des obligations de publicité lors de l'émission de titres, en passant par des lignes directrices communes applicables à la négociation elle-même et au comportement des participants du marché, jusqu'au dénouement et à la déclaration des transactions conclues. S'appuyant sur le plan d'action pour les services financiers (PASF), la Commission a présenté un ensemble de propositions législatives visant à jeter les bases d'un cadre réglementaire cohérent pour des marchés financiers intégrés. Ce programme législatif ambitieux est la clé d'une croissance importante et durable de l'emploi en Europe comme de son potentiel de création de richesses. La nouvelle proposition en fait partie intégrante.

***Directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et mesures législatives connexes***

En harmonisant les règles de négociation soit avec des clients ou en leur nom, soit pour compte propre et en promouvant le fonctionnement transparent des systèmes de négociation organisée, la nouvelle DSI facilitera l'intégration des marchés secondaires. Si elle est nécessaire, cette révision ne suffira cependant pas à garantir l'interaction effective, sur une base transfrontalière, de tous les intérêts acheteurs et vendeurs potentiels afférents à un instrument financier donné. Le PASF a donc répertorié un certain nombre de domaines appelant une solution à l'échelle européenne, en vue de créer un marché financier unique:

Harmoniser le contenu et la forme de la publicité exigée des émetteurs: l'un des rôles clés joués par les marchés financiers est de permettre que toutes les informations disponibles sur un instrument financier soient reflétées dans son prix. Des règles relatives à l'information que les émetteurs doivent publier au moment de l'offre initiale (prospectus), puis sur une base continue, sont essentielles pour garantir que tous les investisseurs et tous les négociants opérant dans l'Union européenne puissent se former un jugement pareillement fondé sur la valeur d'un investissement envisagé (c'est-à-dire pour assurer qu'ils disposent des mêmes paramètres de comparaison). C'est pourquoi le PASF a lancé un programme global d'action en matière d'information financière. Ce programme englobe la proposition de directive sur les prospectus, les nouveaux travaux sur l'information périodique (y compris en ce qui concerne la publication de l'information susceptible d'influencer les prix) et le règlement sur les normes comptables internationales (qui fait désormais l'objet d'un accord politique). L'instauration d'un régime moderne d'exigences de publicité applicables aux émetteurs est également cruciale au regard de l'objectif, inscrit dans la DSI, de permettre aux marchés réglementés de se faire concurrence pour l'attraction de liquidité, en admettant les titres de pays partenaires à la négociation sans que cela n'entraîne le doublement des formalités de publicité préalables.

Préserver l'intégrité du marché et empêcher les abus de marché: sur un marché financier intégré, un investisseur résidant dans un État membre pourra négocier des valeurs émises dans un deuxième État membre, en utilisant l'infrastructure d'un marché situé dans un troisième, avec une contrepartie établie dans un quatrième. Face à un tel scénario, il est crucial de mettre en place un régime européen solide, qui permette de détecter et de sanctionner efficacement les abus de marché. Autorités de surveillance, opérateurs et acteurs du marché doivent se comporter de manière scrupuleuse, rester vigilants et coopérer effectivement lorsque cela apparaît nécessaire pour empêcher les abus de marché transfrontaliers de saper la confiance des investisseurs. La directive sur les abus de marché (en passe d'être adoptée) définit clairement les comportements illicites et établit des disciplines strictes pour poursuivre et punir les pratiques abusives dans toute l'Union européenne.

Permettre aux organismes de placement collectif de tirer parti des libertés offertes par le marché unique: les OPCVM se sont imposés comme des acteurs puissants dans la gestion et l'intermédiation de l'épargne privée. À l'heure actuelle, ils représentent une capitalisation de 3 à 4 milliards d'euros. Les directives OPCVM récemment adoptées consolideront le cadre réalisant le marché unique pour les SICAV et les fonds communs de placement, en élargissant la palette des organismes pouvant distribuer leurs produits dans toute l'UE et en introduisant un dispositif de reconnaissance mutuelle des qualifications exigées des gestionnaires.

Renforcer l'efficacité et la compétitivité de la compensation et du règlement des transactions transfrontalières: les obstacles au dénouement des transactions transfrontalières sur valeurs mobilières font l'objet d'une attention croissante. Un haut degré d'interconnectivité entre les différents maillons de la chaîne de compensation et de règlement est, en effet, crucial si l'on veut permettre aux investisseurs entreprenant une transaction sur un marché situé dans un autre État membre de pouvoir rapatrier les titres concernés sans encourir surcoûts, retards ou risques d'échec de la transaction. On assiste aujourd'hui à une prise de conscience croissante de la myriade d'obstacles juridiques, fiscaux et réglementaires empêchant une compensation et un règlement efficaces des transactions transfrontalières. Certaines parties prenantes ont exprimé l'opinion selon laquelle la coexistence de structures organisationnelles et directionnelles différentes, pour l'exercice de ces activités, pouvait également ériger des barrières stratégiques à une prestation concurrentielle. La Commission a récemment publié une communication (COM(2002)257) traçant un certain nombre d'orientations stratégiques et invitant les professionnels concernés à cibler les réponses politiques à apporter à l'échelle européenne.

### **I.3 Pourquoi une nouvelle directive est-elle nécessaire?**

La directive en vigueur ne permet plus de disposer d'un cadre régissant efficacement les opérations transfrontalières d'investissement dans l'Union européenne. Elle n'établit pas de règles de base claires, à partir desquelles la concurrence entre systèmes de négociation



(bourses de valeurs et autres) et leur intégration puissent avoir lieu. Ses principales carences sont les suivantes:

- (1) la DSI ne prévoit pas une harmonisation suffisante pour permettre la reconnaissance mutuelle effective des agréments délivrés aux entreprises d'investissement. En conséquence, l'efficacité du passeport qu'elle a introduit a été fortement amoindrie par l'exercice d'une surveillance double, voire multiple, sur les transactions transfrontalières;
- (2) les disciplines qu'elle contient en matière de protection des investisseurs sont dépassées: les garanties offertes doivent être actualisées, de manière à tenir compte des nouveaux modèles d'entreprise, des nouvelles pratiques du marché et des risques y afférents. Les règles de protection des investisseurs doivent aussi être revues, afin d'obliger les entreprises d'investissement, lorsqu'elles agissent au nom desdits investisseurs, à faire activement usage des nouvelles opportunités de négociation, de façon à obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients. Cela garantira que la concurrence entre les différents types d'infrastructures d'exécution des ordres s'exerce à l'avantage des investisseurs finaux plutôt qu'à leur désavantage;
- (3) La DSI ne couvre pas tout l'éventail des services offerts aux investisseurs (par exemple, le conseil en investissement ou les nouveaux canaux de distribution) ni de la négociation financière (par exemple, lorsqu'elle porte sur des instruments dérivés sur produits de base). Lorsqu'elles sont exercées à titre principal ou régulier, certaines de ces activités peuvent faire peser des risques importants sur les investisseurs ou l'efficacité et la stabilité du marché – risques qui pourraient être traités par l'application de la DSI révisée et de disciplines connexes;
- (4) la directive ne permet pas d'apporter une réponse aux questions d'ordre réglementaire et concurrentiel soulevées par la concurrence entre les bourses de valeurs et entre celles-ci et les nouvelles infrastructures d'exécution des ordres. Au moment où elle a été adoptée, le problème était inexistant. Aujourd'hui, la concurrence entre les différentes méthodes d'exécution des transactions (sur les bourses de valeurs, via les nouveaux systèmes de négociation, en interne par les entreprises d'investissement) constitue le principal défi réglementaire auquel soient confrontées les autorités de surveillance de l'UE. Les quelques dispositions de la DSI relatives aux marchés réglementés, étant excessivement limitées, ne fournissent pas un cadre réglementaire sain dans lequel lesdits marchés réglementés et les autres systèmes de négociation puissent se faire concurrence pour l'attraction de liquidité, ni dans lequel les entreprises d'investissement puissent procéder à l'exécution d'ordres hors marché, lors d'une prestation d'autres services à leurs clients;
- (5) la DSI a retenu une approche optionnelle quant à la réglementation des structures de marché, créant ainsi un obstacle considérable à la création d'une infrastructure de négociation compétitive et intégrée. De fait, l'article 14, paragraphe 3, de la directive actuelle permet aux autorités nationales de prévoir que les ordres passés par de petits investisseurs sont exclusivement exécutés sur un marché réglementé ("obligation de concentration"). Un certain nombre d'États membres a retenu cette option, pour promouvoir l'interaction de ces ordres dans le cadre de carnets d'ordres centralisés, administrés par les marchés réglementés. D'autres États membres ont fait le choix inverse et laissé aux entreprises d'investissement la responsabilité de déterminer comment assurer l'exécution au mieux des ordres passés par leurs clients. D'un État membre à l'autre, les méthodes d'exécution des ordres sont, en conséquence, très

diverses. Des divergences aussi fondamentales dans la réglementation des structures de marché ont, par ricochet, entraîné des disparités au niveau des conventions nationales de négociation, des règles régissant le fonctionnement du marché, de la marge de concurrence existant entre les infrastructures d'exécution des ordres et du comportement des participants du marché<sup>v</sup>. Ces disparités entravent fortement les transactions transfrontalières et fragmentent la liquidité;

- (6) les dispositions de la DSI relatives à la désignation des autorités compétentes et à leur coopération sont insuffisantes: la directive actuelle n'est pas assez claire en ce qui concerne l'attribution des responsabilités de contrôle au sein des États membre et n'a pas posé de bases saines pour une coopération prudentielle transfrontalière. Un marché financier unique, c'est-à-dire pleinement intégré exige que tout comportement illicite soit poursuivi et sanctionné avec une égale sévérité dans toute l'UE. Une autre condition préalable à la réalisation d'un marché unique au fonctionnement ordonné est celle d'une coopération totale et immédiate et de flux d'informations continus entre les autorités nationales. Les dispositions de la DSI actuelle en matière de coopération prudentielle ont été conçues à une époque où les liens entre les marchés financiers nationaux étaient moins utilisés qu'aujourd'hui. Par conséquent, elles doivent être considérablement remaniées;
- (7) les dispositions de la DSI sont rigides et datées: la directive doit être réécrite, parce qu'elle ne permet pas d'apporter une réponse aux questions réglementaires brûlantes soulevées par l'évolution des structures de marché, des affaires qui y sont traitées et des pratiques prudentielles. Cette nécessité témoigne d'ailleurs de la futilité de vouloir réglementer les marchés financiers en ancrant des dispositions très détaillées dans une législation immuable. Compte tenu de la réaction favorable du Conseil et du Parlement européen aux recommandations formulées par le comité Lamfalussy, il est proposé de modifier les dispositions clés de la directive, de façon à permettre l'adoption de mesures d'exécution légalement contraignantes par la procédure de la comitologie. Cette procédure sera appliquée dans le strict respect de la coopération interinstitutionnelle entre le Parlement européen, le Conseil et la Commission.

Étant donné les carences importantes présentées par la directive actuelle et la nécessité de rendre le texte plus réactif au changement structurel qui s'opère sur les marchés financiers européens, la Commission estime plus efficace et rationnel de le remplacer dans son intégralité. La proposition présentée reprend toutefois les dispositions de l'actuelle DSI qui ont fait la preuve de leur efficacité. De plus, elle s'appuie sur les structures nationales de surveillance et de contrôle qui lui ont donné effet. Les modifications proposés en termes de champ d'application représentent une évolution organique plutôt qu'un changement radical. En se fondant sur les bases posées par la directive existante, la Commission espère limiter l'ampleur des ajustements législatifs, institutionnels et prudentiels qui se révéleront nécessaires pour mettre en œuvre le nouveau texte.

#### **Une nouvelle approche dans l'élaboration de la réglementation financière européenne**

Le plan d'action pour les services financiers a mis en lumière l'état de sous-développement de la législation européenne applicable aux marchés des valeurs mobilières et les coûts d'opportunité importants résultant de la fragmentation réglementaire de la liquidité dans l'UE. Il a donc répertorié un certain nombre d'initiatives nécessaires pour créer un cadre législatif pouvant servir de base à la création d'un marché financier unique, à la capitalisation et à la liquidité importantes. Dans ce contexte, la Commission a publié, en novembre 2000, un Livre vert examinant un certain nombre de

thèmes liés à l'application de la DSI<sup>vi</sup>. Au regard des soixante-huit contributions reçues en réaction à ce Livre vert, elle a conclu qu'une révision approfondie du texte s'imposait.

Les recommandations du Comité des sages (comité Lamfalussy), avalisées par le Conseil européen de Stockholm de mars 2001, ont fortement inspiré l'élaboration de la nouvelle proposition:

Consultation des professionnels du marché et des autres parties intéressées: depuis la publication du Livre vert, les services de la Commission ont sollicité, à deux reprises, la réaction des parties intéressées, d'une manière ouverte et globale, en vue d'une réflexion préliminaire informelle sur l'étendue et la forme à donner à la révision de la DSI. Un premier document de consultation, traçant les grandes lignes de toutes les modifications pouvant être apportées, a été publié en juillet 2001. Ces orientations préliminaires ont été discutées lors d'une audition qui s'est tenue à Bruxelles les 18 et 19 septembre 2001 et à laquelle ont assisté 150 personnes. 77 contributions ont été reçues à la suite de cette consultation. Ces réactions ont amené la Commission à reconsidérer un certain nombre d'éléments importants, critiqués comme étant excessivement prescriptifs et préjudiciables à la concurrence et à l'innovation dans la prestation des services d'exécution des ordres. En conséquence, la Commission a publié, en mars 2002, un ensemble d'orientations sensiblement remaniées pour la révision de la DSI. Ces orientations remaniées ont, elles aussi, fait l'objet d'un examen rigoureux, lors d'un forum tenu le 22 avril 2002 et réunissant plus de 200 participants. La présente proposition a été élaborée sur la base d'un examen attentif des 107 contributions reçues par la suite.

2. Des règles pour le marché unique plus efficaces et plus adaptables: le comité Lamfalussy a préconisé d'opérer une distinction systématique et rationnelle entre les principes de haut niveau qu'il convient d'harmoniser au moyen de directives et les mesures d'exécution légalement contraignantes, mais adaptables, qu'il convient de promulguer via la procédure de la "comitologie". Conformément à cette structure, le CESR élaborera des avis techniques détaillés, dans le cadre de mandats donnés par la Commission et à la lumière des réactions obtenues lors de consultations ouvertes. Cette structure à deux niveaux de la législation relative aux valeurs mobilières a été proposée comme un moyen de réconcilier la continuité de principes réglementaires clés, démocratiquement établis, avec l'harmonisation détaillée nécessaire à l'organisation transfrontalière du processus de négociation et des services y afférents comme avec la flexibilité qu'exigent des pratiques en rapide évolution sur des marchés financiers très changeants. Le vote confortable du Parlement européen réuni en session plénière et l'accord interinstitutionnel intervenu sur la mise en œuvre des recommandations du comité Lamfalussy a permis d'élaborer la présente proposition conformément à ces recommandations.

#### **I.4 Objectifs généraux de la nouvelle proposition**

La proposition de directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés vise à renforcer le cadre législatif communautaire, de manière à servir davantage deux grands objectifs réglementaires:

1. protéger les investisseurs et préserver l'intégrité du marché, en fixant des exigences harmonisées pour l'activité des intermédiaires agréés;
2. promouvoir l'équité, la transparence, l'efficacité et l'intégration des marchés financiers: la réalisation de cet objectif sera notamment favorisée par l'élaboration de règles fondamentales applicables à la négociation d'instruments financiers et à l'exécution des transactions correspondantes sur les systèmes de négociation organisée (dont les marchés) ou par les entreprises d'investissement.

La nouvelle directive sera examinée ci-après, sous les rubriques suivantes:

- mesures visant à promouvoir la réalisation d'une infrastructure de négociation financière efficace, transparente et intégrée;

- dispositions régissant la prestation des services d'investissement, dans l'objectif de protéger les investisseurs et de renforcer l'intégrité du marché;
- propositions d'extension du champ d'application de la directive;
- autres thématiques (compensation et règlement, coopération en matière de surveillance).

## **SECTION II. VERS UNE INFRASTRUCTURE DE NEGOCIATION EFFICACE, TRANSPARENTE ET INTEGREE**

### **II. 1 Concurrence et fragmentation**

En Europe, comme ailleurs, les fonctions de marché et d'intermédiaire de marché étaient traditionnellement exercées par des catégories d'institutions distinctes. Au moment où la DSI a été adoptée, les marchés boursiers jouissaient d'une exclusivité nationale pour la confrontation organisée des intérêts acheteurs et vendeurs relatifs à des valeurs mobilières localement émises. Les intermédiaires se faisaient concurrence pour la prestation de services aux investisseurs finaux et aux émetteurs comme pour la négociation "de gré à gré"<sup>vii</sup>. Cette dichotomie permettait d'opérer une distinction claire dans la portée des règles visant à protéger les investisseurs – qui ne s'appliquaient qu'aux intermédiaires – et de celles visant à préserver la transparence et l'efficacité des marchés – qui s'appliquaient essentiellement aux bourses de valeurs. Depuis lors, la place financière européenne est devenue plus complexe, gommant la frontière entre marchés et intermédiaires. L'informatique a permis à des infrastructures non boursières de reproduire à faible coût l'activité clé des bourses de valeurs et à celles-ci de se réinventer comme des acteurs compétitifs du marché: aujourd'hui, les opérateurs sont donc plus nombreux et offrent un plus large éventail d'options de négociation.

#### ***Nouvelles tendances de la négociation financière dans l'Union européenne***

Les tendances suivantes, impulsées par l'innovation technologique, ont bouleversé le paysage de la négociation financière dans l'Union européenne:

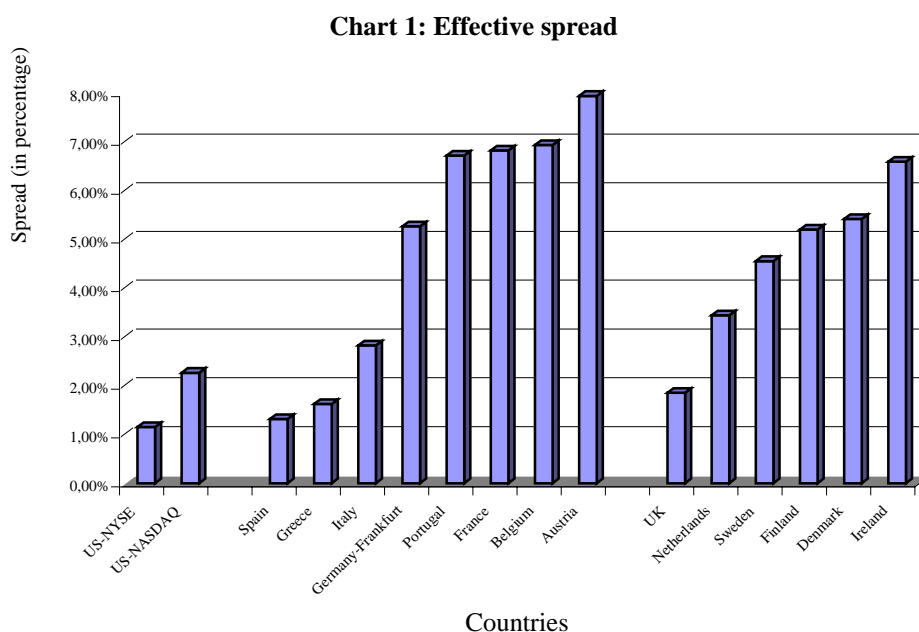
1. la concurrence entre bourses: l'époque où les bourses de valeurs, gérées comme un service public, faisaient office de source nationale unique et incontestée de liquidité est révolue. Des places boursières à la recherche de profit se font désormais directement concurrence pour les flux d'ordres et les cotations et cherchent à développer leur activité par des fusions transfrontalières ou par une intégration verticale le long de la chaîne de compensation et de règlement;

2. la concurrence exercée par les systèmes de négociation alternatifs (ATS)<sup>viii</sup>: de nouveaux venus sur le marché proposent aux investisseurs institutionnels et professionnels un nouveau type d'infrastructures aux fins de négociation pour compte propre. Les ATS représentent aujourd'hui les principales places de négociation organisée des obligations. Cependant, elles captent seulement 1% du volume des transactions en actions effectuées dans l'UE (soit beaucoup moins qu'aux États-Unis)<sup>ix</sup>;

3. développement de l'exécution des ordres des clients "en interne", par les entreprises d'investissement: la concentration du courtage dans les mains d'un nombre déclinant d'entreprises d'investissement et de banques crée une situation dans laquelle un grand volume d'ordres de clients peut être exécuté "en interne" - soit en appariant l'ordre passé par un client à l'ordre émanant d'un autre client, soit en l'exécutant par confrontation avec une position de négociation propre au courtier-négociant. Les ordres des petits investisseurs qui ne peuvent être exécutés en interne – de moins en moins nombreux – sont routés, aux fins de cette exécution, vers une bourse de valeurs. Cette pratique est bien établie dans les États membres qui n'ont pas instauré d'"obligation de concentration": beaucoup de grandes institutions y internalisent actuellement de 15 % à 30 % de leurs flux d'ordres.

Avant d'examiner les défis réglementaires posés par la concurrence entre les infrastructures d'exécution des ordres, il convient de faire les remarques suivantes:

Concernant l'efficacité globale du marché, les dispositions réglementaires restreignant directement la concurrence entre les infrastructures d'exécution des ordres ne semblent pas produire, en termes de formation des prix, d'améliorations telles qu'elles justifieraient une intervention aussi forte au niveau des structures de marché en vue de favoriser l'exécution sur les bourses de valeurs. Une analyse récente du prix des transactions portant sur presque toutes les actions négociées sur les principales places boursières européennes n'a étayé en aucune manière l'hypothèse selon laquelle le fait de les y concentrer améliorerait l'efficacité du marché (telle que mesurée par les fourchettes moyennes entre cours acheteurs et vendeurs effectifs<sup>x</sup>). (graphique n° 1)(source: London Economics: 2002).



- Outre qu'une réglementation directe des structures de marché ne produit aucun effet statique positif, il convient de ne pas négliger les coûts dynamiques que pourrait devoir supporter le marché dans son ensemble du fait d'une restriction du nombre de participants, de la concurrence entre les systèmes de négociation et de l'innovation. Or une telle concurrence peut produire des effets dynamiques, si elle fait baisser les coûts de transaction, fait davantage converger la liquidité vers les marchés, favorise l'élaboration de stratégies de négociation sophistiquées et contribue à rationaliser le règlement des transactions. Même si d'autres facteurs sont en jeu, cette hypothèse semble quelque peu accréditée par le fait que, dans les États membres où la réglementation autorise la concurrence entre les bourses et les autres systèmes de négociation, la capitalisation des marchés des actions et leur liquidité (telle que mesurée par le chiffre d'affaires) sont plus élevées que dans ceux qui favorisent la négociation boursière (170 % et 407 % du PIB respectivement, contre 80 % et 130 % du PIB respectivement)<sup>xi</sup>. L'expérience américaine récente suggère qu'une telle augmentation du chiffre d'affaires et de la capitalisation peut entraîner une réduction des coûts de négociation<sup>xii</sup>.
- Ces avantages ne concerneront pas uniquement les participants du marché agissant en qualité de professionnels. L'internalisation des ordres passés par les clients peut, en effet, bénéficier à ceux-ci à divers titres: exécution plus rapide, prix plus intéressants et réduction

des coûts, du fait du règlement direct des transactions au sein même des systèmes utilisés par les entreprises d'investissement. La concurrence entre les intermédiaires devrait aussi répercuter certains de ces avantages sur les investisseurs finaux. Cependant, on ne peut considérer que tout cela est donné d'avance. L'un des objectifs de la présente proposition est donc de créer des conditions dans lesquelles l'exécution hors marché des ordres des clients ne puisse avoir lieu que lorsqu'il est prouvé que ceux-ci en retirent un avantage. L'expérience enregistrée au Royaume-Uni avec le système Retail Service Providers montre toutefois que, dans sept cas sur dix, l'exécution hors marché permet aux petits investisseurs d'obtenir des prix plus avantageux.

- La concurrence entre les bourses de valeurs et les autres types d'infrastructures d'exécution des ordres n'a rien de nouveau: dans tous les États membres, les places boursières sont confrontées, depuis longtemps, à la concurrence résultant de l'exécution d'ordres hors marché, pour certains types de transactions au moins. Même les États membres qui exigent la concentration, sur un marché réglementé, des ordres passés par les petits investisseurs autorisent déjà la concurrence entre négociation boursière et autres méthodes de négociation pour les transactions effectuées par les investisseurs professionnels et institutionnels. En outre, dans toutes les cultures financières nationales, il est reconnu que les carnets d'ordres boursiers ne constituent pas la méthode de négociation optimale pour tous les types de transactions. C'est ainsi que les carnets d'ordres centraux coexistent avec la négociation de "gré à gré" ou par fragmentation interne (*upstairs trading*)<sup>xiii</sup>. Un certain nombre de marchés réglementés cherchent aujourd'hui à cumuler les avantages de la négociation reposant sur les teneurs de marché (*quote-driven*) et de la négociation gouvernée par les ordres (*order-driven*)<sup>xiv</sup>. La grande variété des systèmes de négociation existant dans les différents États membres revient à reconnaître tacitement qu'un cadre réglementaire favorisant un type particulier d'infrastructures faillirait à embrasser toute la gamme des intérêts et des stratégies de négociation inhérentes à un marché concurrentiel.

Si le marché financier européen intégré doit fonctionner au maximum de son potentiel, l'environnement réglementaire doit permettre la coexistence de différentes microstructures de marché, la concurrence entre les systèmes de négociation et la liberté de choix pour les investisseurs et les participants du marché. Quoi qu'il en soit, l'intensification de la concurrence dans le processus d'exécution des ordres pose de nouveaux défis réglementaires en termes de protection des investisseurs et de fonctionnement ordonné et efficace des marchés. La nouvelle directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés doit donc établir un cadre cohérent qui permette de relever efficacement ces défis. Les questions les plus complexes et les plus litigieuses entourant la révision de la DSI résultent, pour la plupart, du brouillage de la distinction entre les fonctions de marché et d'intermédiaire de marché et du durcissement consécutif de la concurrence s'exerçant au sein même des différents types d'infrastructures d'exécution des ordres ainsi qu'entre elles. Ces questions peuvent être examinées de trois points de vue différents.

#### *Fragmentation et efficacité de la formation des prix*

La dispersion de la négociation entre un grand nombre d'infrastructures d'exécution des ordres peut avoir pour effet de fragmenter les intérêts acheteurs et vendeurs en des poches de liquidité superficielles et déconnectées les unes des autres. Si elle n'est pas contrôlée, cette dynamique peut s'exercer au détriment des deux attributs essentiels à la compétitivité d'un marché financier, à savoir la liquidité et un processus efficace de formation des prix<sup>xv</sup>. En particulier, la fragmentation peut creuser les écarts entre cours vendeurs et acheteurs, aggraver l'incidence d'une évolution négative des prix sur les transactions et limiter les possibilités de négociation<sup>xvi</sup>. Aussi bien la concurrence intra-bourse que celle s'exerçant entre les bourses de

valeurs et les autres types d'infrastructures d'exécution des ordres peuvent contribuer à cette fragmentation.

Les régulateurs et les observateurs des marchés financiers s'accordent de plus en plus à reconnaître qu'un régime de transparence efficace permettrait de retirer les avantages de la concurrence entre les infrastructures d'exécution des ordres, tout en limitant les effets négatifs de cette concurrence sur l'efficacité globale du marché. "La transparence du marché – essentiellement, la large disponibilité des informations relatives aux possibilités actuelles de négociation et aux transactions récemment conclues – est généralement considérée comme essentielle à la fois à l'équité et à l'efficacité du marché concerné, notamment quant à sa liquidité et quant à la qualité qu'il offre en termes de formation des prix.<sup>xviii</sup>"

Tout effort visant à contrer les effets potentiellement négatifs de la fragmentation par un régime de transparence approprié doit d'emblée tenir compte de tout l'éventail des infrastructures d'exécution des ordres existantes, si l'on veut qu'un tel régime puisse apporter une solution globale au problème. "Il serait souhaitable d'instaurer, pour une catégorie d'actifs donnée, des règles de transparence cohérentes, qui s'appliquent à tous les marchés.<sup>xviii</sup>" Un régime de transparence s'appliquant exclusivement aux marchés réglementés et ignorant l'exécution d'ordres hors marché serait, en effet, limité dans sa portée et sous-optimal dans ses effets. À l'instar de la négociation boursière, la négociation hors marché peut être porteuse d'informations importantes pour l'opinion que se forment, en matière d'investissement, les participants d'autres marchés. On arguera donc qu'il conviendrait de rendre ceux-ci en mesure d'intégrer les informations afférentes aux transactions ainsi conclues ou aux intérêts de négociation ainsi exprimés dans leurs décisions d'investissement et, partant, de maximiser l'efficacité du processus de formation des prix.

La transparence peut cependant avoir un coût en termes de fourniture de liquidités aux participants du marché. Le fait d'obliger les négociants et les courtiers-négociants à divulguer les conditions auxquelles ils veulent acheter ou vendre certains instruments peut, en effet, restreindre leur capacité de réaliser un profit sur ces transactions et les exposer à la spéculation d'autres participants du marché<sup>xix</sup>. Ainsi, des règles conçues pour promouvoir une transparence absolue – selon laquelle tout participant du marché posséderait, à tout moment, toute information pertinente sur toute possibilité de négociation – contraindrait ces opérateurs à dévoiler leurs positions de négociation dans une mesure telle qu'ils ne seraient plus disposés à soutenir le marché par l'apport de liquidités. Cela compliquerait le processus de négociation pour les participants du marché et les investisseurs, notamment en ce qui la négociation de blocs de titres ou de titres peu liquides ainsi que les opérations d'arbitrage programmées sur ordinateur (*programme trading*), et pourrait accroître la volatilité des prix. Par conséquent, la plus grande prudence est requise avant d'étendre la réglementation et les règles de transparence applicables aux marchés boursiers à la négociation hors marché, dans laquelle les participants du marché engagent leur propre capital.

### *Protection des investisseurs*

Les changements structurels qui s'opèrent dans la négociation financière et l'exécution des ordres soulèvent également certaines préoccupations en matière de protection des investisseurs. L'une de ces préoccupations a trait aux conflits d'intérêts que peuvent rencontrer les courtiers-négociants qui exécutent les ordres de leurs clients "en interne", en jouant le rôle de contrepartie (ce processus étant généralement appelé "internalisation"). Ces courtiers-négociants sont, en effet, incités à faire passer leurs intérêts avant ceux des clients.. De tels conflits d'intérêts soulèvent la question de la confiance que peuvent avoir les investisseurs dans le fait que les courtiers-négociants se conforment bien à leur obligation

suprême, qui est d'agir de manière à servir au mieux les intérêts de leurs clients. +Ils sont déjà monnaie courante sous le régime de la DSI actuelle et sous les régimes nationaux autorisant les courtiers-négociants à exécuter les ordres de leurs clients en dehors des règles propres à un "marché réglementé". Cependant, ils peuvent être exacerbés lorsque l'entreprise d'investissement concernée a pour stratégie active d'internaliser ses flux d'ordres et de minimiser le nombre d'ordres qui doivent être exécutés en bourse.

Une préoccupation connexe est le risque que la fragmentation du marché puisse amoindrir la représentativité des prix formés en bourse, qui servaient traditionnellement de référence pour l'exécution au mieux. Les règles d'exécution au mieux disposent généralement qu'une entreprise d'investissement est réputée avoir rempli ses obligations à l'égard d'un client lorsque les ordres passés par celui-ci sont exécutés sur un marché réglementé ou à un prix égal ou plus avantageux que celui offert sur ledit marché réglementé. Cependant, la généralisation de l'exécution des ordres en dehors des marchés réglementés pourrait détourner les liquidités des places boursières et, comme mentionné précédemment, miner la représentativité des prix de référence établis sur ces places boursières. Dans cette hypothèse, les règles d'exécution au mieux qui évaluent le comportement des courtiers à l'aune des tels prix perdent leur pertinence comme moyen fondamental de protéger les investisseurs. En outre, confrontés à la fragmentation de la négociation entre des marchés et des systèmes déconnectés les uns des autres, les investisseurs et leurs courtiers peuvent ne pas être informés ou ne pas avoir accès aux possibilités de négociation les plus intéressantes. Il convient toutefois de noter que l'expérience accumulée par les marchés qui autorisent l'exécution d'ordres hors marché n'apporte guère de preuves empiriques pour étayer ces craintes: les fourchettes entre cours acheteurs et vendeurs, pour les actions négociées sur le LSE SETS (carnet d'ordres électronique du London Stock Exchange) n'ont cessé de se rétrécir, malgré l'exécution d'un grand nombre d'ordres passés par de petits investisseurs en dehors de ce système<sup>xx</sup>.

### *Arbitrage réglementaire*

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'ordres boursiers. Inévitablement, la question se pose de savoir si on peut laisser les nouveaux systèmes de négociation faire concurrence aux places boursières pour les flux d'ordres sans les assujettir à une tutelle réglementaire comparable. En particulier, les courtiers-négociants qui internalisent de larges volumes d'ordres - et qui, pour cette raison-même, sont parfois décrits comme assumant le rôle de "marchés"<sup>xxi</sup> - doivent-ils être tenus de se conformer à une réglementation de type boursier? La réponse à cette question suppose une évaluation objective de l'opportunité d'assimiler l'exécution "en interne" à l'exploitation d'un marché. Elle suppose également de comprendre comment il convient d'adapter les exigences réglementaires à la mécanique et aux risques propres aux différentes méthodes d'exécution des ordres.

## **II.2 Principes directeurs pour une réglementation de l'exécution des ordres**

La révision de la DSI représente une occasion unique de définir les règles du jeu de telle sorte que l'exécution des ordres - qu'elle ait lieu sur des marchés réglementés, via des MTF ou dans le cadre de transactions conclues par les entreprises d'investissement - soit effectuée d'une manière qui serve les intérêts des investisseurs et renforce l'efficacité globale du système financier. La manière de procéder aura également une incidence directe importante sur la relation concurrentielle unissant les différentes catégories de participants du marché. Dans l'élaboration de sa réponse aux questions examinées ci-dessus et dans son choix d'une



approche équilibrée par rapport aux arbitrages réglementaires nécessaires, la Commission a été guidée par les principes suivants:

**1). La révision de la DSI doit poser les fondements nécessaires à la création d'une infrastructure de négociation intégrée et concurrentielle.** Un marché financier pleinement intégré est un marché sur lequel les intérêts acheteurs et vendeurs relatifs à un instrument financier donné peuvent interagir harmonieusement et se rencontrer instantanément au-delà des frontières, indépendamment du lieu d'où opèrent les participants du marché et des systèmes par lesquels ils expriment leurs intérêts de négociation<sup>xxii</sup>. À cet égard, les "options" laissées aux États membres pour ce qui est du traitement et de l'exécution des ordres passés par les petits investisseurs - qui représentent quelque 90 % du nombre total, mais seulement 10 % de la valeur totale des transactions – sont fondamentalement contraires à l'objectif d'un marché financier unique. Elles créent une faille, non seulement en termes de statut réglementaire et de situation concurrentielle des plates-formes de négociation existant dans les différents États membres, mais aussi en termes de réglementation applicable aux intermédiaires et de protection offerte aux investisseurs. Par conséquent, si l'on veut qu'elle prépare le terrain à la réalisation d'un marché financier intégré et efficace, la révision de la DSI doit, avant tout, résister aux sirènes des "options" réglementaires. Étant donné la capacité de l'obligation optionnelle de concentration d'empêcher l'alignement de la réglementation applicable aux marchés sur un modèle commun, la proposition ne la reconduit pas.

**2). La DSI doit tenir adéquatement compte des risques tangibles menaçant la protection des investisseurs et l'efficacité du marché.** L'émergence d'un environnement financier plus hétérogène et complexe appelle une réponse appropriée de la part des régulateurs, si les intérêts des investisseurs et l'efficacité globale du marché doivent être préservés. Les investisseurs doivent pouvoir avoir confiance dans le fait que les courtiers exploitent activement les nouvelles opportunités de négociation de manière obtenir la "meilleure donne" possible pour leurs clients. Ceux-ci ne doivent pas voir leurs intérêts compromis par l'existence de conflits d'intérêts lorsqu'ils font appel à des courtiers-négociants pour exécuter leurs ordres. Les professionnels du marché, les émetteurs et les régulateurs ont un intérêt commun à veiller à ce que les liquidités ne soient pas fragmentées en des poches de peu d'envergure et déconnectées les unes des autres.

Cela considéré, il apparaît nécessaire d'introduire un ensemble de mesures visant à garantir que la dispersion de la négociation entre un grand nombre de marchés, via divers canaux, n'aboutisse pas à une fragmentation des liquidités et n'empêche pas les opérateurs de repérer les possibilités de négociation mutuellement avantageuses. L'essentiel de cet ensemble de mesures doit être formé par un régime de transparence efficace, qui vise à assurer qu'une information ad hoc sur les transactions récemment conclues et les opportunités actuelles de négociation sur tous les marchés, autres systèmes de négociation et autres lieux d'exécution des ordres soit accessible à tous les opérateurs, sur une base paneuropéenne. La proposition prévoit également l'application d'obligations renforcées aux intermédiaires, pour qu'ils fassent un usage actif de cette information, de manière à obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients<sup>xxiii</sup>.

La proposition reconnaît également le droit des clients des courtiers à exprimer toute préférence qu'ils peuvent avoir en ce qui concerne les canaux par lesquels leurs ordres doivent être exécutés. Toute information pouvant influencer sur le choix du courtier ou sur l'appréciation du service d'exécution proposé doit être fournie par avance, pour permettre aux clients de se forger une opinion avertie. À cet effet, il est proposé que tout petit investisseur donne son consentement préalable, soit dans le cadre d'un accord général, soit pour chaque transaction,

avant que ses ordres ne puissent être exécutés ailleurs que sur un "marché réglementé" ou une MTF.

### **3). Les règles prévues par la DSI doivent être proportionnées et aller dans le sens du marché:**

Les objectifs d'efficacité du marché et de protection des investisseurs doivent être poursuivis au moyen d'interventions réglementaires apportant une réponse adaptée à un risque démontrable. Il convient ici de tenir compte de la réalité technologique et des solutions développées par le marché comme d'imposer le moins de restrictions possibles à la concurrence et à l'innovation. Cette philosophie a orienté la proposition de la manière suivante:

- "Aucune interdiction": La DSI révisée ne doit pas interdire ou autrement empêcher, par l'application d'exigences réglementaires injustifiées ou inadéquates, l'exécution d'ordres en dehors des places boursières ou des marchés traditionnels. En effet, la concurrence exercée par les nouveaux systèmes de négociation<sup>xxiv</sup> a amené les bourses de valeurs à innover et à développer de nouvelles sources d'avantage concurrentiel. Il n'y a aucune raison de croire que ces avantages sont désormais épuisés ou qu'il convient d'ériger des barrages réglementaires pour créer des flux d'ordres captifs, réservés à une certaine catégorie de marchés.
- Aucune contrainte: la proposition n'exigera pas des entités souhaitant procéder à l'exécution d'ordres sur une base organisée qu'elles obtiennent un agrément comme marché réglementé. Les systèmes de négociation multilatérale (MTF), qui exploitent des systèmes d'affichage des intérêts de négociation et d'exécution des ordres correspondants, seront autorisés à opérer sur la base d'un agrément comme entreprise d'investissement, sous réserve de se conformer à des exigences réglementaires taillées sur mesure (voir ci-dessous).
- Pas de régime réglementaire unique pour tous les systèmes de négociation: les différences de traitement réglementaire ne doivent pas amoindrir la capacité qu'ont les bourses de valeurs et les autres institutions, assujetties à un régime particulier, d'attirer des liquidités. Cependant, la volonté de limiter les arbitrages réglementaires ne revient pas à plaider pour une application sans nuance d'une réglementation de type boursier aux autres systèmes ou méthodes d'exécution des ordres des investisseurs. Il convient plutôt que la DSI révisée fixe des exigences réglementaires comparables pour les méthodes comparables d'exécution des ordres. Ainsi, les MTF, qui répliquent la fonction remplie par les bourses de valeurs (affichage et interaction des intérêts de négociation), seront soumises à une modulation des règles boursières en matière de négociation<sup>xxv</sup>. Toutefois, l'exécution d'ordres par des entreprises d'investissement négociant ou fournissant des services pour le compte de clients ne doit pas être assimilée à l'administration d'un marché ou d'un carnet d'ordres organisé. L'activité, le fonctionnement et la régulation des marchés et des MTF sont radicalement différents de ceux qu'impliquent l'exécution d'ordres par les entreprises d'investissement - même lorsque celles-ci internalisent les ordres de leurs clients. En particulier, l'exécution en interne d'ordres passés par des clients ne permet pas à ceux-ci de négocier à loisir avec d'autres clients via les systèmes exploités par l'entreprise d'investissement concernée. En outre, toute règle de transparence applicable à la négociation reposant sur les teneurs de marché (*quote-driven*) ne doit pas empêcher les négociants de mettre leur propre capital en jeu, d'une manière qui peut améliorer la liquidité du marché et rendre son fonctionnement plus harmonieux. La révision de la DSI doit, par conséquent, trouver un juste équilibre entre les préoccupations relatives aux arbitrages réglementaires et la nécessité de conserver

aux fournisseurs de liquidités une marge suffisante pour opérer. La question n'est pas de favoriser un type de structure de marché au détriment d'un autre (négociation reposant sur les teneurs de marché par opposition à la négociation régie par les cours). La proposition vise simplement à créer un cadre réglementaire favorisant la coexistence de différents canaux de négociation, avec les garde-fous suffisants pour préserver l'efficacité globale du marché et les intérêts des investisseurs finaux.

À la lumière des considérations qui précèdent, la proposition vise à établir un cadre cohérent et ajusté au risque pour la réglementation des principaux types d'infrastructures d'exécution des ordres actuellement actives sur la place financière européenne. Elle prévoit des interventions réglementaires adaptées aux risques, propres à chaque méthode de négociation, pesant sur la protection des investisseurs et sur l'efficacité du marché. Elle tient compte des interactions concurrentielles et réglementaires qui sont en jeu lorsque coexistent différentes plates-formes et méthodes de négociation, toutefois assujetties à diverses variantes de la réglementation relative aux marchés et aux investisseurs. Elle vise à créer une situation dans laquelle les intérêts de négociation, indépendamment du moyen par lequel ils sont exprimés ou du lieu d'où ils le sont, puissent interagir les uns avec les autres sur une base transfrontalière et en temps réel, de manière à ce que les flux de liquidité soient totalement réactifs aux différences de prix.

L'instrument clé de réalisation de ces objectifs est un jeu complet de règles exigeant la transparence de l'information relative à la négociation. Ce régime de transparence embrasse les principales méthodes d'exécution des ordres afférents à des transactions portant sur des actions - par des marchés réglementés, par des MTF et hors marché, par des entreprises d'investissement. Les obligations qu'il prévoit visent à permettre l'interaction effective, en temps réel et sur une base transfrontalière des intérêts de négociation, sans laquelle un marché financier unique ne saurait exister. Ce régime permettra également la concurrence et l'innovation dans l'exécution des ordres ou dans les services incluant l'exécution d'ordres, sans pour autant compromettre l'efficacité du processus de formation des prix. Ses modalités d'application favoriseront la divulgation de la plus large information possible sur les transactions, compte tenu du fait que le même degré de transparence ne convient pas à tous les types d'infrastructures. Ce régime de transparence sera un garant important de l'équité et de l'efficacité des marchés financiers européens et de l'obtention, par les investisseurs, du meilleur résultat possible selon l'importance et le type de transaction envisagée. Ce ne sera pas le seul.

La proposition envisage aussi d'autres mesures visant à assurer que l'exécution hors marché d'ordres passés par des clients ne puisse avoir lieu que lorsqu'il pourra être démontré qu'elle sert au mieux leurs intérêts. Élément particulièrement important, l'accent mis sur le respect d'une forme plus efficace et plus dynamique d'obligation d'exécution au mieux vise ainsi à assurer que les entreprises d'investissement prennent en considération toute une palette de méthodes de négociation lorsqu'elles agissent au nom de clients. Cette obligation renforcée contraindra les entreprises d'investissement à procéder à une évaluation régulière des différentes infrastructures d'exécution des ordres aux fins de voir laquelle offre les conditions les plus favorables et d'être toujours en mesure de démontrer qu'elles en font un usage actif. Un tel mécanisme garantira que les informations sur les transactions rendues publiques en vertu des obligations de transparence puissent amener les entreprises d'investissement à infléchir leurs décisions de routage des ordres. De cette manière, la concurrence entre systèmes de négociation se traduira par une amélioration des prix pour les investisseurs finaux. Le mécanisme susmentionné contribuera également à faire converger la liquidité vers les places de négociation les plus efficaces. Actuellement, la liquidité en Europe tend à être très peu mobile et reste concentrée sur les marchés primaires<sup>xxvi</sup> – même lorsqu'il y a des

raisons d'estimer que les MTF offrent des prix plus avantageux. S'il n'existe aucune expérience directement comparable de l'utilisation d'une obligation d'exécution au mieux pour interconnecter les différents systèmes de négociation qui se font concurrence dans l'UE, de nouvelles applications de "routage intelligent des ordres" sont à présent disponibles, qui permettront aux entreprises d'investissement de contrôler les prix et les volumes de transaction sur toutes les bourses de valeurs et les autres grands systèmes de négociation.

Au total, ces dispositions constituent une avancée importante vers l'instauration du cadre réglementaire que réclame un marché financier européen intégré, efficace et accueillant pour les investisseurs. Les éléments clés des propositions concrètes relatives aux trois grands types de systèmes d'exécution des ordres actuellement utilisés sur la place financière européenne sont brièvement présentés ci-après.

### **II.3 Principes de haut niveau applicables aux marchés réglementés (titre III)**

La proposition préserve le statut particulier et le régime d'agrément propres aux marchés réglementés: ces deux éléments sont au cœur de la DSI actuelle et apparaissent à présent fermement ancrés dans toutes les législations nationales afférentes aux valeurs mobilières. Un marché réglementé n'est pas seulement un lieu où la négociation et l'échange d'instruments financiers sont organisés selon un ensemble de règles donnant corps aux différentes composantes de ce processus. Plus que cela, il remplit une vaste série de fonctions, revêt une forme organisationnelle distincte et présente des caractéristiques particulières en matière de négociation<sup>xxvii</sup>. L'admission d'un instrument à la négociation sur un marché réglementé sert également de déclencheur à l'application d'un certain nombre de dispositions législatives connexes. Compte tenu de ce qui précède, la DSI traite l'exploitation d'un marché réglementé comme une activité appelant un régime réglementaire distinct.

La DSI actuelle définit un nombre restreint d'obligations légales que doivent respecter tous les marchés réglementés actifs dans l'Union européenne. Ces éléments embryonnaires ne suffisent toutefois pas à créer une base commune pour la régulation et la surveillance des principales places européennes de négociation financière. Aujourd'hui, les marchés réglementés deviennent de plus en plus européens en ce qui concerne la base des investisseurs, l'octroi de la qualité de membres et l'éventail des instruments admis à la négociation. Les conditions appliquées par un marché réglementé ont donc des répercussions importantes et immédiates sur la négociation effectuée sur les autres marchés et sur leurs participants<sup>xxviii</sup>. Dans ce contexte, l'absence d'un cadre réglementaire commun peut représenter un obstacle important à la mise en place d'une infrastructure de négociation intégrée, efficace et ordonnée.

La proposition exige des États membres qu'ils imposent certaines obligations aux marchés réglementés, que ceux-ci doivent remplir sous la surveillance d'une autorité compétente désignée. Si les marchés réglementés ont le droit de définir règles de négociation et conditions d'accès, et si une certaine confiance leur est accordée comme premier garde-fou dans la surveillance de la négociation effectuée par leur intermédiaire, c'est en reconnaissance du fait qu'ils sont "en première ligne" et ont un intérêt propre à maintenir la qualité de l'activité exercée via leurs systèmes.

La proposition de nouvelle DSI vise, par conséquent, à édicter un ensemble de principes communs de haut niveau en ce qui concerne l'agrément, la régulation et la surveillance des marchés réglementés. Il s'agit ainsi:

- de désigner clairement l'autorité compétente et la législation applicable (article 33): la proposition s'efforce d'éliminer toute incertitude relative à l'autorité compétente, c'est-à-dire sous la juridiction exclusive de laquelle tombe l'activité du marché réglementé considéré – ceci, pour empêcher tout conflit juridictionnel ou toute incertitude juridique susceptible d'avoir des conséquences extrêmement négatives sur l'irrévocabilité des transactions conclues sur ce marché réglementé;
- d'introduire des exigences applicables à l'exploitant de marché (article 34): cette disposition exige que les personnes assurant la gestion d'un marché réglementé présentent des qualités d'honorabilité et de compétence et disposent en outre des ressources financières nécessaires à son fonctionnement ordonné. Une fois reconnues comme se conformant à cette exigence, ces personnes seront habilitées à exploiter également une MTF, et ce, sans devoir obtenir d'agrément supplémentaire. L'honorabilité et la compétence de l'exploitant d'un marché réglementé déjà établi ainsi que les ressources dont il dispose seront également prises en considération dès lors qu'il exprimera le souhait d'établir un marché réglementé dans un autre État membre;
- de définir des exigences organisationnelles applicables à tout marché réglementé, pour garantir qu'il fonctionne de manière équitable, ordonnée et transparente. Les dispositions pertinentes sont ici les articles 36 (règles de négociation) et 39 (accès des participants du marché);
- d'instaurer un jeu complet d'obligations de transparence pré- et post-négociation relatives à l'affichage des ordres et des cotations sur le marché réglementé et au détail des transactions conclues portant sur des actions;
  - transparence pré-négociation (article 41): les systèmes pratiquant la négociation gouvernée par les ordres (order-driven) seront tenus de rendre publique une partie de leur carnet d'ordres. Sur les marchés où la négociation repose sur les teneurs de marché, ceux-ci devront publier une indication des cours acheteurs et vendeurs, pour une importance de cotation donnée. L'étendue des ordres et des cotations à divulguer sera définie par application de la procédure de comitologie. Étant donné qu'en exigeant l'affichage des ordres ou des cours pour de grands volumes de transaction ou pour des transactions portant sur des valeurs mobilières peu liquides, on peut dissuader les opérateurs d'effectuer ces transactions sur un marché réglementé, les obligations ci-dessus ne s'appliqueront pas dans ce cas;
  - transparence post-négociation (article 42): les marchés réglementés devront rendre publics, à des conditions commerciales raisonnables, le prix, le volume et le moment d'exécution de toutes les transactions en actions conclues selon leurs règles et au moyen de leurs systèmes. Une notification différée sera autorisée pour les transactions de grande taille et pour les transactions portant sur des valeurs mobilières peu liquides.
- Admission d'instruments à la négociation (article 37): cette disposition énonce les principes de haut niveau selon lesquels un marché réglementé peut admettre des instruments à la négociation et prévoit que les mesures d'exécution détaillées devant donner corps à ces principes seront élaborés au niveau 2 de la législation. Pour résumer, tout marché réglementé doit appliquer des exigences générales d'admission ayant reçu l'approbation préalable des autorités publiques et de nature à garantir la libre cessibilité et le règlement efficace des instruments négociés. Les critères minimaux que les instruments doivent remplir pour satisfaire à ces exigences seront précisés au niveau 2. Cette clarification

permettra d'opérer une distinction entre les instruments admis à la négociation sur différents segments du marché, mais ne vise pas à empêcher les marchés réglementés d'appliquer des exigences plus strictes pour l'admission sur leurs segments. L'article 37 vise, en outre, à créer un cadre juridique permettant aux marchés réglementés d'admettre à la négociation des instruments constitués et émis dans un autre État membre, dès lors qu'ils ont pris des mesures en vue de vérifier que l'émetteur s'est bien conformé à ses obligations de publicité initiale et périodique.

- Suspension de la négociation et retrait d'un instrument de la négociation (article 38): cette disposition prévoit les circonstances et les conditions dans lesquelles l'autorité compétente ou le marché réglementé peut suspendre la négociation ou retirer un instrument de la négociation. Elle établit également le cadre devant régir une telle suspension ou un tel retrait sur un marché fragmenté. Lorsqu'une autorité compétente décide de suspendre ou d'interdire la négociation sur un instrument donné, sa décision est immédiatement applicable à toute négociation effectuée dans sa juridiction (que ce soit sur les marchés réglementés, sur les MTF ou de gré à gré/par internalisation) Elle informe de cette décision les autorités compétentes des autres États membres.

#### **II.4 L'exploitation d'une MTF: nouveau service de base**

La proposition envisage de faire entrer l'exploitation d'une MTF dans la liste des services de base couverts par la DSI. Cela permettra aux opérateurs concernés de se faire agréer comme des entreprises d'investissement assujetties à un régime réglementaire adapté. Aujourd'hui, le nombre des MTF est déjà important et ne cesse d'augmenter<sup>xxix</sup>. Leur fonctionnement ne correspond directement à aucun service couvert par la DSI actuelle, ce qui a généré une certaine incertitude quant à la base sur laquelle se fonder aux fins de leur agrément et de leur surveillance. La reconnaissance des MTF comme nouvelle catégorie d'entreprises d'investissement vise à préciser la nature de leur activité aux fins de la législation européenne, de même qu'elle permettra de leur appliquer un ensemble commun de disciplines réglementaires adaptées, afin de neutraliser le risque (de marché) qu'elles représentent<sup>xxx</sup>. Elles pourront ainsi rendre leurs systèmes et les services qu'elles offrent aux utilisateurs de toute l'UE, sur la base de l'agrément délivré par leur État membre d'origine.

La définition proposée pour les MTF est largement le fruit de l'analyse approfondie et des deux séries de consultation ouverte des acteurs du marché effectuées par le Comité des régulateurs des marchés européens des valeurs mobilières (CESR). Elle couvre les infrastructures qui permettent la divulgation multilatérale de positions de négociation ou d'ordres fermes ainsi que l'exécution des ordres résultant de l'interaction des intérêts acheteurs et vendeurs ainsi exprimés. Elle couvre également les systèmes d'enchères (*auction-crossing*), où les ordres des utilisateurs sont exécutés à un prix de référence importé. Toutes ces infrastructures ont pour point commun de permettre la prise autonome de décisions de négociation par les utilisateurs, sans que l'exploitant n'intervienne de quelque manière que ce soit pour favoriser les transactions ou y prendre lui-même part (par l'engagement de son capital). L'exploitant ne joue donc aucun rôle actif de présélection, de recommandation ou d'appariement des intérêts de négociation. Les MTF permettent et facilitent ainsi les interactions directes entre utilisateurs. Du fait de ce fonctionnement, elles présentent nombre de caractéristiques propres aux bourses de valeurs et suscitent, en partie, les mêmes préoccupations réglementaires que les marchés réglementés. C'est pourquoi le traitement réglementaire proposé dans le cadre de la révision de la DSI se focalise sur l'organisation équitable, ordonnée et transparente du processus de négociation par les MTF elles-mêmes.

Les obligations envisagées pour les MTF sont calquées sur les principes applicables aux marchés réglementés pour ce qui est de leur fonction de négociation. Elles s'inspirent aussi fortement des normes récemment publiées par le CESR sur les systèmes de négociation alternatifs (ATS). Les principales dispositions de la proposition sont ici les suivantes:

- conditions d'organisation applicables aux MTF (article 13): les MTF seront tenues de permettre l'accès à leurs systèmes selon des conditions commerciales transparentes et objectives. Les utilisateurs potentiels sont des participants du marché disposés à négocier à leurs risques et périls, sans bénéficier des protections offertes par un intermédiaire. En outre, l'article 13 énonce des obligations en vue d'assurer le traitement objectif, équitable et rapide des intérêts de négociation exprimés par l'intermédiaire des MTF;
- obligations de transparence pré- et post-négociation pour les transactions en actions conclues sur une MTF (articles 27 et 28): les obligations de base prévoient un niveau de transparence équivalent à celui requis pour les intérêts de négociation exprimés dans le cadre de transactions en actions affichées ou conclues sur un marché réglementé. Les possibilités de notification différée et l'étendue de la publicité pré-négociation seront similaires à celles prévues pour les marchés réglementés. Les systèmes d'*auction-crossing* et les autres MTF n'impliquant pas l'affichage préalable des indications fermes de prix pourront être exemptés de l'obligation de transparence pré-négociation;
- non-application des obligations d'intermédiaire pour les transactions conclues sur une MTF (article 22): les utilisateurs de MTF sont des professionnels ou des participants actifs du marché qui négocient pour compte propre et à leur propre risque et qui sont capables d'assumer la responsabilité de leurs décisions d'investissement. Ils n'attendent pas de l'exploitant du système qu'il leur offre les protections inhérentes à l'intermédiation. Par conséquent, les règles de conduite et les autres garanties offertes aux investisseurs ne sont pas pertinentes pour le type de négociation effectuée sur une MTF. Compte tenu de ce fait, la proposition prévoit que les MTF seront tenues de limiter la participation aux "contreparties éligibles" Elle n'envisage toutefois pas de forcer les MTF à admettre librement des utilisateurs extérieurs à leurs systèmes aux fins de négocier comme contrepartie à une offre d'achat ou de vente rendue publique conformément à l'article 27.
- droit, pour les MTF, d'installer des écrans dans d'autres États membres (article 29): parallèlement à la disposition permettant aux marchés réglementés d'installer des écrans de négociation ou d'exploiter tout autre dispositif pour permettre à leurs membres établis dans d'autres États membres d'accéder à leurs systèmes et d'y négocier, il est proposé de reconnaître un droit similaire pour les entreprises d'investissement exploitant une MTF en tant que libre prestation de services.

Afin de garantir qu'elles constituent des réserves suffisantes pour faire face aux risques générés par leur activité, les entreprises d'investissement de cette nouvelle catégorie seront tenues d'avoir une dotation initiale en capital et un montant supplémentaire de fonds propres conformes aux exigences de la directive 93/6/CEE (directive sur l'adéquation des fonds propres). Ces exigences de fonds propres, et notamment celle afférente au risque opérationnel, tiendront compte de l'évolution de la réglementation applicable dans l'UE et dans d'autres forums internationaux.

La proposition ne considère pas approprié de fixer des conditions obligatoires d'admission pour les instruments négociés sur les MTF. Celles-ci sont, en effet, des systèmes de négociation pure où les participants ont tout loisir de décider quels instruments négocier. Cependant, dans le cas d'un instrument qui est régulièrement négocié sur une MTF et qui l'est

également sur un marché réglementé, la MTF en question devra prendre les mesures nécessaires pour s'assurer de la conformité de cet instrument/de son émetteur avec les dispositions pertinentes du droit communautaire (par exemple, les exigences de publicité).

## **II.5 Exécution d'ordres par les entreprises d'investissement:**

La proposition prévoit une modernisation systématique des obligations incombant aux entreprises d'investissement exécutant des transactions en dehors des règles et des systèmes propres à un marché réglementé ou à une MTF. Cette modernisation obéit à deux objectifs distincts:

- tenir compte des préoccupations particulières relatives aux conflits d'intérêts qui peuvent surgir lorsque des sociétés intégrées (courtiers-négociants) exécutent des ordres de clients en interne;
- apporter une réponse efficace et proportionnée au risque que l'exécution d'ordres hors marché ne porte atteinte à l'efficacité de la formation des prix et, ce faisant, puisse affaiblir les politiques d'exécution au mieux.

### *Conflits d'intérêts rencontrés par les courtiers-négociants (pratiquant l'internalisation)*

Le débat suscité par l'internalisation a éclairé d'une lumière plus vive le conflit d'intérêts, déjà courant, qui surgit lorsque les entreprises d'investissement cumulent les fonctions de courtier et de négociant<sup>xxxii</sup>. Lorsque les entreprises d'investissement exécutent les ordres de leurs clients en jouant le rôle de contrepartie, se pose la question de savoir si les investisseurs peuvent être sûrs que leurs intérêts passeront avant ceux du courtier-négociant agissant en leur nom<sup>xxxii</sup>. Cette préoccupation est encore exacerbée lorsqu'elles mettent en œuvre des systèmes et des procédures visant à maximiser le nombre d'ordres de clients exécutés par confrontation avec leurs propres positions de négociation ou avec les ordres d'autres clients.

Lors de l'évaluation de la nécessité de soumettre l'exécution d'ordres par les entreprises d'investissement à de nouvelles dispositions de contrôle et d'équilibrage, il convient toutefois de tenir compte de l'éventail des obligations que celles-ci doivent déjà remplir à l'égard des investisseurs et qui circonscrivent les modalités selon lesquelles elles peuvent procéder à une telle exécution. Les obligations d'exécution au mieux, notamment, signifient que les entreprises d'investissement ne jouissent pas d'une discrétion illimitée quant à la manière d'exécuter des ordres au nom de clients. La Commission considère néanmoins que les disciplines existant en matière de protection des investisseurs doivent être sensiblement renforcées, afin d'éliminer le risque que les conflits d'intérêts auxquels les courtiers-négociants intégrés sont confrontés ne s'exercent au détriment de leurs clients. C'est pourquoi la présente directive s'efforce d'inscrire dans un cadre législatif ferme et définitif des garanties proportionnées et effectives. Il est proposé, en particulier:

- d'introduire une disposition distincte sur les conflits d'intérêt qui couvre, notamment, ceux que rencontrent les courtiers-négociants intégrés (article 16): cette disposition vise à assurer que les entreprises d'investissement concernées sont organisées de telle sorte que les intérêts de leurs clients ne puissent être lésés du fait des conflits d'intérêts générés par la coexistence de leurs activités de courtage et de négociation. À cet effet, elles seront ainsi tenues de repérer, de prévenir ou de gérer autrement ces conflits. Les mesures d'exécution contraignantes spécifiant le type de dispositions administratives et organisationnelles que les courtiers-négociants devront instaurer seront élaborées au niveau 2 de la législation;



- de renforcer les obligations d'exécution au mieux (article 19): les entreprises d'investissement seront tenues d'être en mesure de démontrer qu'elles ont fait leur maximum pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients. Cette obligation limite les possibilités d'exécution interne aux situations où celle-ci permet d'obtenir des conditions, sinon meilleures, du moins équivalentes à celles auxquelles la transaction pourrait être dénouée sur un marché réglementé ou sur l'ensemble du marché;
- d'établir des règles concernant le traitement des ordres des clients (article 20): ces règles assureront un traitement des ordres des clients à la fois rapide et conforme à des critères de priorité objectifs. Ces prescriptions visent à garantir que les entreprises d'investissement prennent des mesures actives pour faciliter l'exécution des ordres de leurs clients et que les intérêts de ceux-ci ne puissent être lésés par un comportement intéressé ou négligent de leur part. Enfin, il est proposé que les ordres limités qu'elles ne sont pas elles-mêmes en mesure d'exécuter soient routés vers l'ensemble du marché.

#### *Exécution d'ordres hors marché et formation efficace des prix<sup>xxxiii</sup>*

Les règles de transparence sont le principal moyen par lequel il est proposé de préserver l'efficacité de la formation des prix et de maintenir l'exécution au mieux, dans un environnement où l'exécution des ordres se fait sur toute une série de marchés et d'autres infrastructures coexistant dans l'UE. Or, les cotations proposées et le détail des transactions conclues hors marché par les entreprises d'investissement peuvent représenter des informations intéressantes d'autres participants du marché aux fins de l'évaluation d'instruments financiers. Se pose donc la question critique de savoir dans quelle mesure et sous quelle forme des obligations de transparence devraient être appliquées à l'exécution d'ordres hors marché par les entreprises d'investissement. L'hypothèse de base est qu'il conviendrait d'imposer des obligations de transparence pré- et post-négociation, à moins que d'autres considérations – arbitrage sur la nécessaire fourniture de liquidité, coûts de conformité – ne l'emportent sur les avantages de telles dispositions. Les sections suivantes exposent les conclusions de la Commission quant à l'opportunité et/ou à la manière de soumettre les entreprises d'investissement à des obligations de transparence .

##### *(a) Obligations de transparence post-négociation (article 26)*

Dans le contexte d'une concurrence globale entre marchés et autres systèmes de négociation et de prépondérance croissante de la négociation parallèle des titres de premier ordre, les obligations de transparence post-négociation peuvent jouer un rôle important dans la reconstitution de la liquidité et l'interconnexion de ces différents marchés et systèmes. De fait, la publication rapide du prix et du volume des transactions conclues permettra aux arbitres du marché d'opérer un transfert de liquidité en réaction aux cours acheteurs et vendeurs affichés sur les diverses places. Un régime de transparence qui négligerait le volume important, et croissant, de la négociation effectuée hors marché/sur les MTF serait, par définition, limité dans sa portée et sous-optimal dans ses effets.

Il est donc proposé d'assujettir toutes les entreprises d'investissement concluant des transactions sur actions (une fois celles-ci admises à la négociation sur un marché réglementé) à l'obligation de rendre publics le prix et le volume des transactions ainsi conclues. La possibilité donnée aux négociants de différer la déclaration des transactions portant sur de grands volumes de titres ou sur des titres peu liquides vise à leur permettre de dénouer des positions de négociation importantes avant que les risques qu'ils assument ne soient connus des autres participants du marché. Le régime de transparence post-négociation envisagé évite

ainsi la divulgation de positions de négociation propres et limite les oppositions avec la fourniture de liquidité.

Une marge de manœuvre considérable est laissée aux entreprises d'investissement quant aux dispositions par lesquelles elles peuvent se conformer à cette obligation. Elles seront toutefois soumises à une exigence de base, qui est de déclarer le détail des transactions conclues hors marché à tout marché réglementé dont elles sont membres (et avec lequel elles auront déjà établi des liens à double sens pour l'échange de données). Ces liens, une fois mis en place, peuvent en effet leur permettre de déclarer à faible coût les transactions conclues<sup>xxxiv</sup>.

*(b). Obligations de transparence pré-négociation*

Dans l'élaboration de la proposition de révision de la DSI, les services de la Commission ont attentivement analysé l'opportunité d'appliquer des obligations de transparence pré-négociation aux transactions conclues hors marché par les entreprises d'investissement. Cette analyse était motivée par l'hypothèse de base selon laquelle, en maximisant le flux d'informations à la disposition des participants du marché, on pourrait optimiser le processus de formation des prix. Au regard de l'objectif d'exécution au mieux ou d'une formation efficace des prix, il ne suffit pas, en effet, de connaître les conditions dans lesquelles la dernière transaction a été conclue: Le fait qu'une infrastructure d'exécution ait offert, à cet égard, les meilleures conditions possibles ne garantit nullement qu'il en ira de même la prochaine fois. Avec une obligation absolue d'exécution au mieux, les participants du marché et les investisseurs pourraient accéder à des informations sur toutes les possibilités de négociation offertes au moment considéré - et non pas uniquement sur celles offertes par les marchés réglementés et les MTF. De fait, lorsqu'elles traitent les ordres de clients ou divulguent certains cours aux autres participants du marché, les entreprises d'investissement peuvent aussi être détentrices ou rendre publiques des informations susceptibles d'influer sur l'évaluation globale d'un instrument donné.

Étant donné les différences fondamentales qui existent entre la négociation bilatérale ou l'exécution d'ordres par les entreprises d'investissement et celle effectuée par les marchés réglementés, les obligations de transparence pré-négociation conçues pour s'appliquer auxdits marchés réglementés et aux MTF ne peuvent toutefois être directement étendues aux négociants et aux courtiers-négociants. Les intérêts de négociation exprimés par le biais d'un carnet d'ordres sont intentionnellement divulgués aux autres participants du marché. Cela permet d'imposer une large publicité de ces intérêts de négociation sans préoccupation particulière quant aux effets potentiellement négatifs sur les positions propres des participants du marché. Il n'en va pas de même des négociants, dont la capacité d'opérer est inextricablement liée à la possibilité de proposer des cotations sur une base sélective ou discrétionnaire. Du point de vue de la fourniture de liquidité, il serait donc contreproductif d'imposer aux entreprises d'investissement de divulguer des informations détaillées sur leur portefeuille de négociation à l'ensemble du marché.

Vu les considérations qui précèdent, la Commission propose d'appliquer des obligations de transparence pré-négociation aux entreprises d'investissement sous la forme d'une règle d'affichage des ordres limités passés par leurs clients (article 20, paragraphe 4) et d'une règle d'affichage des cotations pour les ordres de détail en actions (article 25).

En vertu de la première de ces deux règles, les entreprises d'investissement seront tenues de rendre immédiatement publics ceux des ordres de clients à cours limité qu'elles ne peuvent ou ne veulent pas exécuter elles-mêmes aux conditions fixées. Les ordres limités sont des indicateurs particulièrement utiles en termes de prix, dans la mesure où ils précisent

clairement la valeur que les investisseurs concernés attribuent à la transaction. Sur certains marchés, les ordres limités deviennent la norme, voire la forme d'ordres prédominante. En septembre 2001, pour les actions cotées au CAC 40 sur Euronext Paris, 62,9 % des ordres portant sur de petits volumes de transaction (moins de 5000 titres) étaient ainsi des ordres limités. Cette proportion augmente avec le montant des transactions<sup>xxxv</sup>.

La règle d'affichage des ordres limités passés par les clients empêchera les entreprises d'investissement de dissimuler aux autres participants du marché les informations susceptibles d'influer sur les prix que peuvent receler les conditions d'un ordre limité non exécuté. Elle vise à garantir que ces informations soient rendues publiques sous une forme aisément perceptible et immédiatement accessible aux autres participants du marché et, plus largement, à l'ensemble du marché. Elle autorise la non-publication d'ordres limités portant sur de grands volume de transaction, ou lorsque le client l'exige. Par ailleurs, elle n'interdit pas aux entreprises d'investissement de conclure des transactions en interne, pour autant qu'elles agissent alors immédiatement pour offrir à leurs clients les avantages de l'exécution la plus rapide et la plus pratique possible, sous réserve du consentement préalable exprès des intéressés. Étant donné la prépondérance croissante des ordres limités et leur importance comme source d'informations pertinentes pour la formation des prix, la règle exposée représente une garantie essentielle de l'efficacité globale du marché.

En outre, les services de la Commission proposent d'introduire l'obligation, pour les entreprises d'investissement tenant un carnet d'ordres, qu'elles rendent publics un cours acheteur et un cours vendeur pour une taille spécifique de transactions concernant les actions les plus liquides (règle "d'affichage des cours"). Cette disposition répond à l'objectif de maximiser le volume d'information disponible relative aux négociations. Le processus de formation des cours dans son ensemble et le respect effectif du principe d'exécution d'ordres au mieux seront renforcés si les (gros) négociants et courtiers-négociants sont obligés d'afficher les conditions auxquelles ils sont prêts à effectuer des transactions.

Une telle règle permettra aux autres participants du marché d'obtenir quelque indication sur les conditions auxquelles les entreprises d'investissement sont disposées à conclure des transactions, compte tenu du montant de la transaction envisagée sur telle ou telle action. Les informations disponibles sur les possibilités de négociation au moment considéré seront plus conséquentes, ce qui permettra la prise en considération d'un plus grand nombre de modalités aux fins de l'exécution au mieux. En vertu de cette règle, les courtiers-négociants qui internalisent les ordres de leurs clients seront tenus de donner quelque indication des conditions auxquelles ils sont en mesure d'apparier des ordres de marché (ordres devant être exécutés au meilleur prix possible).

Comme expliqué précédemment, la règle d'affichage des cours envisagée doit éviter d'exposer les positions des négociants dans une mesure telle qu'ils ne puissent plus négocier rentablement et perdent toute incitation à agir comme une source permanente de liquidité sur le marché. Aux États-Unis, cependant, la théorie et la pratique suggèrent que le risque qu'une telle règle puisse diminuer la liquidité du marché ne semble se vérifier que pour les transactions portant sur de grands volumes de titres ou sur des titres peu liquides. Un régime de transparence pré-négociation bien calibré ne semble pas empêcher les négociants et les teneurs de marché de continuer à opérer rentablement sur le marché, comme sources de liquidité. Les règles SOES (*Small Order Execution System*) appliquées par la NASD (*National Association of Securities Dealers*) fournissent un exemple concret de la manière dont des règles de cotation peuvent être conçues, qui prescrivent la publicité de volumes de cotation donnés, tout en tenant compte des différents niveaux de liquidité des titres concernés<sup>xxxvi</sup>. En outre, l'exemple américain donne à penser qu'une obligation d'affichage des

cours peut entraîner une augmentation des volumes négociés et de la liquidité globale du marché pour les cours acheteurs/vendeurs et les cotations affichés. A la lumière de l'expérience américaine concernant la règle d'affichage des cours, il est proposé que l'obligation d'affichage des cours soit limitée aux transactions de détail pour les actions au marché très liquide. De la sorte, cette obligation ne devrait pas constituer un obstacle majeur aux opérations de contrepartie des banques.

L'introduction d'une règle d'affichage des cours fera supporter aux entreprises d'investissement certains coûts de mise en conformité. En particulier, elles devront veiller à ce que les cours acheteurs et vendeurs à publier soient rendus visibles et mis à la disposition des autres participants du marché en continu et en temps réel – de préférence, par l'intermédiaire de systèmes consolidant les cours affichés par le plus grand nombre possible d'entreprises d'investissement. Les coûts correspondants seront toutefois minimisés grâce à une spécification ad hoc quant au champ d'application de la règle et aux méthodes d'affichage à utiliser. La règle d'affichage des cours, telle que proposée, permettra également aux petits négociants, dont il est douteux qu'ils contribuent de manière significative à la liquidité ou au processus de formation des cours pour les actions, de déroger à cette obligation.

## II.6. Conclusions concernant la réglementation de l'exécution des ordres

La proposition de directive modifiant la DSI tend à créer un cadre réglementaire imposant des obligations adaptées au profil de risque de chaque opérateur du marché et tenant compte des interactions, tant sur plan de la concurrence que sur celui de la réglementation, entre les différentes modalités de négociation, afin de préserver l'efficacité globale du marché. Le tableau ci-dessous résume les principaux traits de ce cadre réglementaire.

**Tableau: Vue d'ensemble du cadre réglementaire applicable aux différentes méthodes d'exécution des ordres**

	<i>Intégrité du marché</i>	<i>Processus de négociation</i>	<i>Conflit d'intérêts par rapport aux ordres du client</i>	<i>Exécution au mieux</i>	<i>Post-négociation</i>	<i>Pré-négociation</i>
<b>Marché réglementé</b>	Surveillance du marché	Approbation préalable par l'autorité de surveillance	Sans objet	Sans objet	Déclaration intégrale des transactions effectuées sur le marché. Déclaration différée pour les gros montants	Importance des intérêts/fourchette des cours à déclarer - sauf gros montants ou titres peu liquides
<b>MTF</b>	Capacité de détecter et de signaler les transactions atypiques	Approbation préalable par l'autorité de surveillance	Sans objet	Sans objet	Idem marché réglementé	Idem marché réglementé
<b>Négociant</b>	Se conformer à la directive sur les abus de marché	Sans objet	Sans objet	Sans objet	Idem marché réglementé	Affichage des prix pour les gros négociants

<b>Courtier-négociant</b>	Se conformer à la directive sur les abus de marché	Règles de traitement des ordres des clients	Dispositions administratives et organisationnelles.	Obligation renforcée	Idem marché réglementé	Prise en charge des ordres de clients et affichage des prix pour les gros courtiers-négociants
<b>Courtier</b>	Se conformer à la directive sur les abus de marché	(Certaines) règles de traitement des ordres des clients	Sans objet	Obligation renforcée	Idem marché réglementé	Sans objet

### **SECTION III. LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET LE REGIME DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT (SECTION 2):**

La directive proposée harmonise les conditions d'agrément et d'exercice des entreprises d'investissement établies dans l'Union. Les dispositions en la matière offrent un degré élevé de protection aux investisseurs/clients qui font appel aux entreprises d'investissement pour un conseil, pour intervenir en leur nom sur un marché ou pour gérer leur portefeuille d'investissement individuel. Ces clients doivent être assurés que toute entreprise dûment agréée dans un État membre de l'Union agira avec diligence et au mieux de leurs intérêts. Moyennant ces conditions, les entreprises d'investissement dûment agréées doivent pouvoir proposer leurs services dans tout État membre de l'Union, sur la base de l'agrément délivré et de la surveillance exercée en continu par l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

Les dispositions actuelles de la DSI ne suffisent pas à servir ce double objectif; en effet:

- les règles concernant la protection des investisseurs contenues dans la DSI sont obsolètes. Elles ne permettent pas une action suffisante sur les conflits d'intérêts complexes qui découlent de l'exercice par une entreprise d'investissement d'un large éventail d'activités pour compte propre et pour compte d'autrui. Elles n'obligent pas effectivement les entreprises d'investissement à utiliser toute la gamme croissante des infrastructures d'exécution des ordres pour servir leurs clients. La proposition actuelle envisage une refonte systématique des dispositions concernant l'agrément et la surveillance continue des entreprises d'investissement, afin de combler ces lacunes;
- la directive existante ne jette pas les bases d'un jeu harmonisé d'obligations en matière de protection des investisseurs, pourtant nécessaire à la reconnaissance mutuelle des conditions d'agrément et d'exercice. Une combinaison de principes trop généraux, non étayés par des lignes directrices opérationnelles et fragilisés par un grand nombre de dérogations fondées sur la sauvegarde de l'intérêt général, a limité la capacité des entreprises d'investissement d'exercer les libertés garanties par le Traité en se prévalant de la surveillance exercée dans l'État membre d'origine. Par la refonte de la DSI, il est proposé de consacrer une plus forte protection des investisseurs et, sur cette base, de clarifier que les entreprises d'investissement qui fournissent librement leurs services dans d'autres États membres opèrent uniquement sous la surveillance des autorités de leur État d'origine<sup>xxxvii</sup>.

Pour pallier ces lacunes, la proposition envisage de moderniser et de renforcer en profondeur les obligations faites aux entreprises d'investissement qui fournissent des services aux clients ou interviennent sur le marché, ainsi que les droits que leur confère l'agrément de la DSI. Les dispositions en la matière recouvrent les aspects suivants:

- les conditions de l'agrément initial, notamment en matière d'organisation (articles 4 à 14);
- les conditions générales d'exercice, notamment en ce qui concerne la détection et la gestion des conflits d'intérêts (articles 15 à 17);
- les obligations faites aux entreprises d'investissement lorsqu'elles fournissent des services aux clients, notamment: les règles de conduite, l'obligation d'exécution au mieux et les règles concernant le traitement des ordres des clients;
- l'obligation de préserver l'efficacité et l'intégrité du marché, notamment les obligations de transparence (articles 23 à 28);
- les dispositions régissant les droits des entreprises d'investissement (articles 29 à 32).

Les principales adaptations du dispositif clé protégeant les investisseurs sont exposées dans la présente section. L'obligation faite aux entreprises d'investissement de se conformer aux obligations de transparence pour les transactions effectuées hors marché réglementé a été examinée en détail dans la section précédente; il n'en sera donc plus question.

### **III.1. Adéquation des fonds propres (articles 11 et 17):**

Comme la DSI, la proposition subordonne l'agrément des entreprises d'investissement et l'exercice de leur activité au respect des exigences en matière de capital initial et de fonds propres en général fixées dans la directive 93/6/CEE.

La proposition envisage de modifier la directive 93/6/CEE de façon à préciser que les entreprises d'investissement qui ne fournissent que des conseils d'investissement sont dispensées de ces exigences. Tel est l'effet de l'article 62, qui propose d'ajouter à l'article 2, point 2) de la directive 93/6/CEE un point d), en vertu duquel les entreprises exclusivement agréées pour fournir le service de conseils en investissement ne seront pas considérées comme des entreprises d'investissement aux fins de l'adéquation des fonds propres. Cette dérogation vient s'ajouter à celle dont bénéficient déjà les entreprises d'investissement qui reçoivent et transmettent les ordres de clients sans détenir ni fonds ni actifs pour le compte de ceux-ci.

Ce traitement spécial en matière d'adéquation des fonds propres peut être justifié par le fait que ces entités ne créent ni risque de contrepartie ni risque systémique pour les autres participants du marché, et que leurs clients n'encourent pas de perte directe de leurs fonds et actifs. Le principal risque réglementaire lié à cette activité est le risque juridique/opérationnel qui découlerait d'un manquement au principe de "diligence raisonnable" lors de la fourniture de conseils d'investissement. La proposition envisage de rendre obligatoire l'assurance de la responsabilité civile professionnelle, afin de parer à ces risques et de permettre aux conseillers en investissement de dédommager les clients reconnus lésés par l'exercice inadéquat de leur activité de conseil. Cette obligation et les montants de la couverture de la RC professionnelle à contracter sont fondés sur les dispositions correspondantes de la directive sur l'intermédiation en assurance.

Dans le cadre du réexamen en cours du régime des fonds propres, la Commission est en train d'élaborer des propositions de modification dudit régime. À cet égard, elle tiendra pleinement

compte de la situation des entreprises d'investissement à faible risque, notamment celles qui ne font que du conseil d'investissement.

### **III.2. Conflits d'intérêts (article 16):**

Il est devenu impératif de doter la DSI d'une disposition distincte couvrant le nombre croissant de circonstances dans lesquelles les intérêts de l'entreprise d'investissement et de ses dirigeants et salariés peuvent entrer en conflit avec ceux des clients. L'élargissement de la palette des activités exercées concurremment par nombre d'entreprises d'investissement et d'établissements de crédit a multiplié les sources de conflits potentiels entre ces activités et les intérêts des clients. Cette tendance va de pair avec le développement des incitations et pressions, ainsi qu'avec la problématique bien connue des conflits entre clients. Le traitement inégal des conflits d'intérêt dans le cadre de la DSI ne permet pas une résolution cohérente et efficace de ce problème, qui est au coeur de la protection de la clientèle.

L'introduction d'une disposition distincte prévoyant l'adoption de mesures d'exécution par voie de comitologie permettra aux régulateurs de réagir d'une manière concertée et adaptée aux types de conflits d'intérêts requérant une attention particulière. Ainsi des interventions ciblées seront envisageables en ce qui concerne les conflits découlant, par exemple, du cumul des activités d'analyse/d'étude financière et de celles de courtage ou de placement, avec ou sans prise ferme, ou encore d'exécution d'ordres par des courtiers-négociants.

La disposition proposée oblige les entreprises d'investissement à détecter les conflits d'intérêts liés à leurs activités économiques et qui pourraient léser les intérêts des clients. Les entreprises d'investissement seraient ensuite tenues:

- soit, d'empêcher ces conflits d'intérêt de léser les intérêts des clients, soit
- de prendre des dispositions organisationnelles et administratives permettant de gérer ces conflits d'intérêts de manière à ne pas léser les intérêts des clients.

La proposition ne définit ni la nature des dispositions à prendre pour gérer les différentes formes de conflit d'intérêts ni la manière de divulguer ces conflits, le cas échéant. Elle prévoit l'adoption, au niveau 2 de la procédure Lamfalussy, de mesures d'exécution détaillées fournissant des lignes directrices sur ces points.

Lorsqu'une entreprise s'est efforcée de gérer les conflits d'intérêts en prenant des mesures organisationnelles et qu'on ne peut raisonnablement affirmer que ces conflits ne menacent plus les intérêts du client, l'entreprise devra informer celui-ci des conflits d'intérêts qui subsistent. Cette publicité peut, le cas échéant, avoir un caractère général.

### **III.3. Règles de conduite applicables lors de la fourniture de services aux clients (article 18):**

Les règles de conduite sont une pierre angulaire de la protection des investisseurs. La mise en oeuvre de la disposition en vigueur a été entravée par un manque de clarté sur l'interprétation des principaux concepts opérationnels (investisseur professionnel/petit investisseur), par une ambiguïté en ce qui concerne les rôles respectifs des autorités des États membre d'origine et d'accueil dans l'application de ces obligations, par les recoupements avec la problématique de l'intégrité du marché et par l'inclusion de critères inapplicables (l'examen "par transparence"). Cette disposition a été largement remaniée, afin d'actualiser des principes rudimentaires et ambigus. Ce remaniement des principes sous-jacents tient pleinement compte des normes de protection des investisseurs récemment adoptées par le CESR.

Un objectif essentiel était de permettre l'adoption de lignes directrices détaillées et juridiquement contraignantes sur la mise en oeuvre des grands principes. À cet effet, la disposition prévoit l'adoption de règles de conduite communes par voie de comitologie. Ces règles détaillées devront s'appliquer différemment selon le type de service d'investissement et selon le type de client, les professionnels et les petits client appelant une protection de forme et d'intensité différentes. L'annexe 2 de la proposition fixe les critères et procédures selon lesquels il convient de déterminer si un client doit être considéré comme un client professionnel, appelant une application "allégée" des règles de conduite. Cette procédure s'inspire du travail effectué par le CESR en consultation avec les opérateurs du marché. Les mesures d'exécution détaillées seront également appliquées de manière différenciée aux services d'investissement selon qu'il s'agira de services de base ou de services auxiliaires, ainsi qu'aux différents formats de service (exemple: gestion de portefeuille et courtage pur) et d'instruments.

Pour les activités des succursales, il est proposé de charger l'autorité de l'État membre d'accueil de l'application des règles de conduite. L'autorité compétente de l'État membre d'accueil est, en effet, la plus proche de la succursale et, partant, la mieux placée pour détecter et mettre fin aux violations des règles applicables aux transactions entre une entreprise et ses clients. La gestion des relations clients-entreprises au niveau des succursales implique une coopération sans heurts entre les entreprises d'investissement et les autorités de l'État membre d'origine.

#### **III.4 Exécution au mieux (article 19):**

En imposant aux entreprises d'investissement une obligation effective d'exécution au mieux, il est possible de faire en sorte que la fragmentation de la négociation entre diverses places d'exécution des ordres s'exerce au bénéfice des clients, et non le contraire. Des mesures actives en la matière amèneront les entreprises d'investissement à comparer les conditions de négociation de différentes infrastructures et à utiliser des techniques "intelligentes" de routage des ordres, afin d'offrir les meilleures affaires possibles à leurs clients. On permettra ainsi à la concurrence entre courtiers d'améliorer la qualité de l'exécution au profit des investisseurs. Par rapport au système actuel, où les entreprises ne sont tenues que d'apparier les intérêts aux prix en vigueur sur le marché réglementé local, cela devrait améliorer le service de courtage offert au client.

L'obligation d'exécution au mieux est également importante dans la perspective, plus large, de l'efficacité du marché. Le bon fonctionnement d'un marché financier intégré requiert une véritable interaction libre, instantanée et transfrontalière des ordres d'achat et de vente d'instruments financiers. En obligeant les entreprises d'investissement à comparer les conditions de négociation offertes par un éventail raisonnable d'infrastructures d'exécution et d'acheminer les ordres vers celles qui offrent les meilleurs prix, on fera en sorte que les liquidités réagissent rapidement aux différentiels de cours. L'exécution au mieux contribue ainsi à canaliser les liquidités vers les infrastructures de négociation les plus efficaces et les plus compétitives, garantissant de la sorte l'efficacité globale du marché.

Compte tenu de ces importantes considérations, la DSI contient une disposition distincte régissant l'obligation d'exécution au mieux faite aux courtiers et négociants. La première partie de cette disposition impose à toutes les entreprises d'investissement agissant au nom de clients l'obligation de faire preuve d'une grande diligence, pour que les ordres passés par ceux-ci soient exécutés aux conditions les plus favorables pour eux. On y trouve donc un étalon permettant d'évaluer l'exécution des ordres, dans un contexte où les transactions sur les instruments concernés peuvent être conclues sur une variété de marchés. Cet étalon met en



exergue le meilleur prix net obtenu par le client. D'autres facteurs pouvant conditionner le traitement optimal de l'ordre, comme la date et la taille de l'ordre, sont toutefois pris en considération. Ces facteurs peuvent intéresser tout particulièrement les clients professionnels qui passent des ordres de très grande taille pouvant exiger un traitement plus complexe.

L'autorité compétente n'est pas censée vérifier que l'entreprise d'investissement obtient le meilleur prix pour toutes les transactions qu'elle exécute pour le compte de ses clients; elle doit vérifier que l'entreprise applique des procédures qui optimisent les chances des clients d'obtenir une exécution au mieux, compte tenu des meilleures conditions pouvant être obtenues dans l'ensemble du marché. Une disposition bien conçue devra surtout indiquer les conditions dans lesquelles une entreprise d'investissement pourra être considérée comme ayant consenti des efforts raisonnables pour obtenir la meilleure exécution des ordres de son client - notamment en veillant à ce que ladite entreprise accède à un éventail suffisant d'infrastructures offrant constamment une exécution au mieux.

Un troisième élément de la disposition oblige les entreprises d'investissement à revoir régulièrement les procédures qu'elles appliquent pour procurer une exécution au mieux à leurs clients. À cet effet, elles doivent continuellement évaluer et actualiser les moyens déployés pour exécuter les ordres des clients, en vue de d'optimiser les résultats offerts à ceux-ci.

L'obligation d'exécution au mieux s'inspire pour l'essentiel des règles de conduite élaborées par le CESR. La proposition prévoit l'adoption, par voie de comitologie, de mesures détaillées visant à clarifier l'interprétation et l'application des principaux éléments de cette obligation.

### **III.5. Règles concernant le traitement des ordres des clients (article 20):**

Les règles concernant le traitement et l'exécution des ordres des clients peuvent renforcer la confiance dans l'impartialité et la qualité de l'exécution. La proposition oblige donc les entreprises d'investissement à établir des procédures permettant un traitement rapide et équitable de ces ordres. Aux fins de la disposition, il y a lieu d'interpréter les notions d'équité et de rapidité comme se rapportant, non pas à la qualité de l'exécution d'un ordre donné eu égard aux conditions en vigueur sur le marché au sens large ("exécution au mieux"), mais au traitement réservé aux ordres d'autres clients ou aux transactions pour compte propre de l'entreprise d'investissement.

La disposition en question considère que les investisseurs doivent avoir pleinement connaissance des différents canaux par lesquels leurs ordres peuvent être exécutés. L'information pré-négociation qui leur est fournie doit leur permettre de se forger un jugement averti sur les risques et les avantages inhérents à chacun de ces différents canaux. Par défaut, la directive établit que, lorsque les investisseurs n'expriment pas de préférence, leurs ordres doivent être routés vers les canaux qui, tels les marchés réglementés ou les MTF, ne suscitent pas de préoccupations quant à la protection de leurs intérêts (eu égard notamment aux conflits d'intérêts possibles). À cet effet, les investisseurs doivent donner leur consentement exprès avant que leurs ordres ne puissent être exécutés ailleurs que sur un marché réglementé ou une MTF (soit de gré à gré ou par confrontation avec une position propre/par internalisation). Les entreprises d'investissement pourront choisir que ce consentement préalable soit donné sous la forme d'un accord général (c'est-à-dire au début de la relation commerciale) ou pour chaque transaction. Tout accord général devra être renouvelé annuellement.

En cas d'ordre limité, lorsque le client stipule des conditions empêchant l'exécution rapide de l'ordre, l'entreprise doit prendre des mesures propres à faciliter cette exécution rapide - soit en l'acheminant vers un marché réglementé ou une MTF, soit en communiquant l'ordre limité au

marché par d'autres moyens, de sorte que les autres participants de ce marché puissent éventuellement négocier aux conditions fixées.

### **III.6. Négociation avec des contreparties éligibles (article 22):**

Les négociations de gré à gré entre les établissements financiers et les négociants spécialisés, par exemple en produits de base, ont généralement lieu entre contreparties agissant pour compte propre. Ces transactions ne déclenchent pas la protection reconnue par les règles de conduite/ d'intermédiation. La directive en vigueur ne précise toutefois pas les obligations éventuellement dues aux contreparties en cas de transaction ne comportant pas la prestation d'un "service au client". Il est donc proposé de prévoir expressément dans la DSI le traitement applicable à ce type de négociation entre contrepartie.

La proposition précise qu'en cas de transaction entre une entreprise d'investissement et une "contrepartie éligible", les obligations dues au client en vertu des règles de conduite ne s'appliquent pas. Elle allège donc les obligations des entreprises d'investissement agréées en leur permettant de négocier avec des contreparties éligibles au sens de la directive sans déclencher la protection des règles d'intermédiation. Les entreprises d'investissement sont simplement censées obtenir de leur contrepartie, à tout moment avant ou pendant (mais non après) la conclusion de la transaction, la confirmation que celle-ci accepte de traiter sans bénéficier de la protection des règles d'intermédiation, pour une ou plusieurs transactions. La portée de la notion de "contrepartie éligible" est précisée in extenso par la définition correspondante adoptée par le CESR aux fins du régime des contreparties. Aux fins de la DSI, on entend par "contrepartie éligible":

- les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les entreprises d'assurance agréés;
- les États membres peuvent reconnaître comme contreparties éligibles d'autres catégories d'entités ayant leur siège sur leur territoire<sup>xxxviii</sup>.

Le fait de relever de la catégorie des contreparties éligibles ne prive pas une entité de son droit de demander qu'une entreprise d'investissement la traite comme un client bénéficiant de la protection des règles de conduite.

### **III.7. Conclusions sur le régime applicable aux entreprises d'investissement:**

Les modifications proposées:

- renforcent les principales protections dont doivent bénéficier les investisseurs et que la directive en vigueur prévoit à l'état embryonnaire;
- permettent l'adaptation et l'application de ces protections, dans le paysage en mutation constante des services d'investissement;
- garantissent que les entreprises d'investissement exerceront leurs activités selon des modalités favorables à l'intégrité et à l'efficacité générales du marché;
- prévoient une interprétation et une application uniformes des règles considérées dans toute l'Union.

Ces modifications du régime des entreprises d'investissement établi par la DSI jettent donc les bases d'un cadre moderne apte à relever les principaux défis en matière d'efficacité du marché

et de protection des investisseurs qui ne manqueront pas de surgir dans un marché financier en cours d'intégration et en évolution constante.

#### **SECTION IV: CHAMP D'APPLICATION DE LA DIRECTIVE:**

Il est proposé d'étendre le champ d'application de la directive à certaines activités tournées vers les investisseurs, ou à des activités de négociation, qui sont financières par nature, sont offertes à un large public d'investisseurs, de clients ou de participants des marchés financiers et/ou qui exposent les investisseurs ou les marchés à des risques qu'il serait opportun de traiter par l'application des grands principes de la DSI. Les principales modifications (outre l'inclusion des MTF, abordée in extenso à la section 2) ont trait à l'inclusion des conseils d'investissement, de l'analyse financière et des instruments dérivés sur produits de base.

##### **IV.1 Conseil d'investissement (annexe I, section A):**

Il est proposé de reconnaître le conseil d'investissement comme une activité financière autonome, de plus en plus importante. Le classement de cette activité dans la liste des services de base de la DSI devrait contribuer à établir un cadre réglementaire traitant de manière mesurée et souple les risques spécifiques auxquels elle expose les investisseurs. Les principales conséquences de cette extension de la DSI sont les suivantes:

- les conseillers en investissement sont soumis à l'obligation d'agrément et aux conditions d'exercice fixées dans la directive. Des règles de surveillance proportionnées et adaptées sont nécessaires pour protéger les investisseurs des risques qu'entraînent un conseil inadéquat ou un comportement du conseiller contraire à la déontologie ou à l'éthique. L'inclusion dans le champ d'application de la DSI garantirait notamment aux investisseurs la protection des règles de conduite de base lorsqu'ils traiteront (grâce aux technologies de communication à distance) avec des conseillers agréés ou établis dans un autre État membre;
- les entités (y compris les personnes physiques) qui fournissent des conseils d'investissement à titre principal/exclusif devront obtenir un agrément d'entreprise d'investissement au sens de la DSI, en lieu et place des régimes nationaux spécifiques auxquels elles sont actuellement soumises;
- les entreprises fournissant des conseils d'investissement sur une base autonome pourront offrir leurs services à distance/au-delà des frontières dans toute l'Union européenne, sous la surveillance unique de l'autorité de leur État membre. À l'heure actuelle, seules les banques et entreprises d'investissement fournissant les services de base énumérés dans la DSI peuvent se prévaloir du passeport institué par la directive pour proposer leurs conseils en la matière. La plupart des conseillers en investissement n'exercent toutefois qu'à l'intérieur d'un marché géographique restreint et ne portent donc qu'un intérêt limité au passeport de la DSI.

La proposition vise à éviter que l'inclusion dans son cadre n'impose aux conseillers en investissement des obligations réglementaires injustifiées ou trop onéreuses. Elle prévoit donc, en matière d'adéquation des fonds propres, des exigences spécifiques pour les entreprises qui ne fournissent que des conseils d'investissement (voir section 3.1).

En raison du grand nombre de conseillers d'investissement en activité - 4 000 au Royaume-Uni, 7 000 en Italie et plus encore en Allemagne - et du caractère modérément transfrontalier de cette activité, son inclusion dans le champ d'application de la directive a été

contestée, au motif qu'elle mobilisera d'importantes ressources sous l'angle de l'agrément et de la surveillance et n'améliorera pas beaucoup le fonctionnement du marché financier unique. Compte tenu de cette objection, il est proposé d'habiliter les autorités compétentes à déléguer les fonctions d'agrément et de contrôle de ces conseillers à des organismes autoréglementés dûment constitués et dotés de ressources suffisantes.

La révision de la ISD permettra aux entreprises d'investissement polyvalentes de cumuler le conseil en investissement avec d'autres types de services. La nouvelle DSI imposera à ces entreprises des obligations rigoureuses en matière de gestion des conflits d'intérêts et de transparence, afin que l'intérêt de l'investisseur prime sur toute autre considération lorsqu'un conseil lui sera fourni.

#### **IV.2. Analyse financière (annexe I, section B):**

La fourniture, à la clientèle ou au grand public, de recommandations générales concernant des transactions sur instruments financiers, que ce soit sous la forme d'analyses ou d'études financières ou sous toute autre forme, doit respecter des normes professionnelles et éthiques exigeantes, afin de protéger les intérêts des destinataires. Le classement de l'analyse et des études financières parmi les services auxiliaires de la DSI évitera d'inclure la recherche spécialisée et indépendante dans le champ d'application de la directive et concentrera la surveillance sur les entités qui combinent ces activités avec d'autres services d'investissement d'une manière pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts.

#### **IV.3. Instruments dérivés sur produits de base (annexe I, section C):**

Il est proposé d'étendre le champ d'application de la directive aux instruments dérivés sur produits de base, afin qu'elle s'applique aux activités de négociation et d'intermédiation concernant ces instruments. L'absence actuelle de ces produits de la liste des instruments financiers couverts entraîne les conséquences suivantes:

- les entreprises d'investissement ne peuvent bénéficier du passeport de la DSI pour la fourniture transfrontalière de services concernant des instruments dérivés sur produits de base, alors même que la directive sur l'adéquation des fonds propres les oblige à couvrir par des fonds propres les risques liés à ces instruments lorsqu'ils figurent dans leur portefeuille de négociation;
- les négociants spécialisés en produits de base ne bénéficient pas des droits/ne sont pas tenus aux obligations prévus dans la DSI;
- les bourses et autres infrastructures permettant, notamment, de négocier des instruments dérivés sur produits de base ne peuvent se prévaloir de la DSI en matière d'admission de membres à distance ou de placement à distance d'écrans de négociation.

Après examen des multiples facettes de cette problématique complexe, la Commission propose que les instruments dérivés sur produits de base soient inclus dans le champ d'application de la DSI. L'absence de dispositions tendant à réaliser un marché unique en la matière est un anachronisme, compte tenu notamment des mesures prises par ailleurs pour libéraliser les marchés sous-jacents des produits de base et de l'énergie. Les règles visant à empêcher les abus de marché et à préserver le fonctionnement ordonné des marchés pourront alors être placées sur un même pied dans toute l'Union européenne.

L'extension de la DSI aux instruments sur produits de base doit tenir compte de certaines caractéristiques du négoce de ceux-ci, ainsi que du caractère principalement professionnel des

participants de ce marché "de gros". En particulier, la proposition reconnaît la présence très fréquente d'opérateurs expérimentés intervenant sur ces marchés à des fins de couverture ou à des fins commerciales, ou encore exclusivement au nom de sociétés apparentées. Ces intervenants n'agissent ni comme teneurs de marché ni comme négociants et ne doivent donc pas être tenus d'obtenir un agrément permettant la négociation pour compte propre. L'article 2, points 2 et 8, dispose qu'ils ne sont, dans ce cas, pas considérés comme des entreprises d'investissement. Étant donné leur expérience de la négociation dans ce secteur, les États membres pourraient classer tout ou partie des opérateurs en instruments dérivés sur produits de base comme "contreparties éligibles" pouvant intervenir sur le marché sans bénéficier de la protection des règles de conduite.

Les opérateurs spécialisés en instruments sur produits de base négocient depuis un certain temps déjà sur les marchés nationaux, sans être tenus à des obligations spécifiques en matière d'adéquation des fonds propres ni occasionner de problèmes prudentiels ou systémiques. On ne peut néanmoins exclure qu'ils puissent subir ou occasionner un risque de contrepartie. Or, il n'existe à l'heure actuelle aucun consensus sur les mesures prudentielles à appliquer aux entreprises qui exercent cette activité à titre principal. La proposition prévoit donc que les opérateurs spécialisés en instruments sur produits de base ne sont pas considérés comme des entreprises d'investissement aux fins de la directive. Lorsqu'il faudra déterminer si l'activité d'une entreprise consiste essentiellement à négocier ces instruments, l'évaluation sera effectuée au niveau du groupe/au niveau consolidé. Étant donné que les opérateurs sont conscients des avantages que procure le passeport sur le plan transfrontalier et que les autorités de réglementation du secteur financier jugent avantageux de pouvoir surveiller et encadrer l'arbitrage financier effectué par les entreprises ayant pour activité unique de gérer un portefeuille de négociation, fût-il composé d'une seule catégorie d'instruments financiers, il est proposé de réévaluer cette exemption deux ans après l'entrée en vigueur de la présente directive. Cette réévaluation tiendra compte de la nécessité éventuelle d'adapter le cadre prudentiel aux spécificités de ce secteur d'activité.

La définition des instruments dérivés sur produits de base à utiliser aux fins de la présente directive a été soigneusement étudiée, dans le but de limiter sa portée aux instruments constitués et émis d'une manière qui appelle une approche réglementaire comparable à celle valable pour les instruments financiers traditionnels. Cette définition comprend certains contrats financiers à terme négociés sur des marchés réglementés (ou MTF) qui sont physiquement établis là où ces contrats présentent les caractéristiques propres aux instruments financiers. À cet égard, il pourra notamment être tenu compte de la question de savoir s'ils sont compensés et réglés par des chambres de compensation reconnues, donnent lieu à des appels de marge journaliers et sont tarifés par référence à des prix régulièrement publiés, à des lots standard, à des dates de livraison standard ou à des conditions standard, par opposition à une spécification du prix dans chaque contrat. La définition couvre également d'autres contrats pour différences, tels que les contrats d'échange, qui sont exclusivement réglés en espèces et pour lesquels les montants à régler sont calculés par référence à la valeur de toute une série de prix, de taux, d'indices et d'autres critères de mesure sous-jacents. Elle ne couvre pas les contrats sur produits de base ou les contrats de change au comptant ou à terme donnant lieu à une livraison physique.

## **SECTION V: AUTRES ELEMENTS IMPORTANTS DE LA PROPOSITION:**

### **V.1. Compensation et règlement:**

La proposition ne vise pas à établir un cadre harmonisé en matière d'agrément, de surveillance continue et de reconnaissance mutuelle des fournisseurs de services de compensation et de règlement. La Commission reconnaît que des liens solides et efficaces entre entreprise concurrentes fournissant ces services post-négociation sont nécessaires pour que les transactions transfrontalières puissent se dérouler dans des conditions comparables à celle des transactions purement domestiques. Une compensation et un règlement efficaces des transactions sur valeurs mobilières sont également essentiels au fonctionnement ordonné des marchés des valeurs mobilières, au déroulement harmonieux des opérations de politique monétaire et à la stabilité du système financier dans son ensemble. La Commission reconnaît également que l'estompement de la distinction entre les services de garde (*custodianship*), qui ont un caractère "auxiliaire" selon la DSI, et ceux fournis par les dépositaires centraux de titres (*CSD*) soulève la question de l'arbitrage réglementaire entre les organismes agréés selon l'un ou l'autre régime. C'est cependant précisément en raison de leur importance pour le système et de la complexité des considérations techniques d'ordre public qu'elles soulèvent et qui appellent des mesures dûment pesées, que la Commission ne croit pas que ces fonctions de marché distinctes doivent relever de la DSI.

En ajoutant simplement la compensation et le règlement à la liste des services relevant de la DSI sans harmoniser les méthodes de gestion des risques ni créer un cadre de surveillance efficace, on risque non seulement de ne pas aménager un environnement de marché unique efficace et propice à ces activités, mais aussi de faire obstacle à une bonne surveillance prudentielle de ces organismes. Le simple étiquetage de ces activités comme "services relevant de la DSI" n'est pas la panacée. Il convient d'abord de réfléchir et de concevoir le cadre réglementaire nécessaire à une infrastructure post-négociation solide et intégrée. C'est sur cette base que les mesures visant à créer le cadre juridique, administratif, technique et budgétaire d'une réorganisation des systèmes de compensation et de règlement pourront être déterminées et mises en oeuvre. La discussion sur le contenu de ce programme d'action a été lancée récemment au niveau européen.

Compte tenu des considérations qui précèdent, la proposition de révision de la DSI se limite, pour ce qui concerne la compensation et le règlement, à clarifier les droits des entreprises d'investissement et des membres et participants des marchés réglementés en matière de libre accès et de libre choix des infrastructures situées dans d'autres États membres (article 32). Ces droits ne sont pas absolus: les objections prudentielles démontrables exprimées par une autorité de surveillance ou les intérêts commerciaux des organismes de compensation et de règlement peuvent prévaloir sur les demandes d'accès des entreprises d'investissement ou des opérateurs des marchés.

### **V.2. Autorités compétentes et coopération en matière de surveillance (titre IV):**

La proposition refond les dispositions en vigueur concernant les autorités compétentes et la coopération en matière de surveillance. Cette refonte s'articule autour de trois grands axes:

- clarifier l'attribution des responsabilités en matière d'application des dispositions de la directive (article 45). La DSI étant une directive générale, plusieurs autorités peuvent intervenir dans l'application de son large dispositif - en particulier dans les États membres qui n'ont pas regroupé toutes les responsabilités en matière de surveillance financière sous une même "coupole". La révision de la DSI ne préjuge pas de l'architecture des structures

de surveillance dans les États membres. Chaque État membre doit identifier clairement l'autorité compétente chargée de l'application des différentes dispositions, de sorte que cette information puisse être communiquée aux autres États membres. Ce chapitre fixe également les conditions auxquelles les autorités compétentes peuvent déléguer certaines responsabilités à d'autres entités, notamment des organismes autoréglementés. Lorsque cette délégation est autorisée par une disposition de la proposition (tel est le cas en ce qui concerne, par exemple, les conseillers en investissement, les agents liés ou les marchés réglementés), elle doit être accordée conformément aux conditions fixées à l'article 46, paragraphe 2;

- faire converger davantage les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes, en vue de tendre vers une intensité équivalente des procédures d'exécution des règles à l'intérieur du marché financier intégré. La liste des pouvoirs (article 46) et les sanctions administratives prévues (article 47) s'inspirent des dispositions analogues des directives concernant l'abus de marché et les prospectus;
- renforcer les dispositions concernant l'échange d'informations entre les autorités compétentes des différents États membres ainsi que leurs obligations d'assistance mutuelle et de coopération (articles 51 à 55). Les dispositions de la DSI concernant la coopération en matière de surveillance ont été conçues dans un contexte où les liens existants entre des marchés nationaux segmentés n'étaient ni développés ni vraiment utilisés. L'intensité accrue et l'immédiateté des communications entre les marchés nationaux rendent aujourd'hui nécessaire une intensification de même ordre de la coopération entre les autorités de surveillance. Cette nécessité sera d'autant plus grande, si l'on souhaite asseoir la confiance que requiert la reconnaissance systématique de la surveillance exercée par l'État membre d'origine.

### **V.3. Recours aux procédures de comitologie pour la mise en oeuvre des dispositions proposées:**

Les marchés des valeurs mobilières des États membres traversent une période marquée par de profonds changements et une concentration croissante, sous l'effet des nouvelles technologies, de la mondialisation et de l'euro. Les procédures de normalisation évoluent aussi rapidement. Par ailleurs, la concurrence entre les marchés requiert la mise en oeuvre des meilleures pratiques tenant compte des nouvelles techniques financières et des nouveaux produits. D'un autre côté, la protection et la confiance des investisseurs doivent être préservées au niveau communautaire.

Si l'on veut réussir à réguler les marchés financiers modernes, il convient donc d'introduire de nouvelles techniques législatives. Le 17 juillet 2000, le Conseil a institué le Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières. Dans son rapport final, ce comité a demandé que toute directive établisse une nette démarcation entre les principes-cadres et les modalités techniques de mise en oeuvre, "non essentielles", qui devraient être adoptées par la Commission selon la procédure de comitologie de l'Union européenne. Dans sa résolution sur une régulation plus efficace des marchés des valeurs mobilières dans l'Union européenne, le Conseil européen de Stockholm s'est félicité de l'intention de la Commission d'instituer un comité des valeurs mobilières. Ce comité, statuant à titre consultatif, devrait être consulté sur des questions de politique, notamment pour le type de mesures que la Commission pourrait proposer au niveau des principes-cadres. Dans sa résolution, le Conseil européen a en outre ajouté que, sous réserve d'actes législatifs spécifiques proposés par la Commission et adoptés par le Parlement européen et le Conseil, le comité des valeurs mobilières devrait également jouer le rôle d'un comité de réglementation, conformément à la

décision de 1999 sur la comitologie, afin d' assister la Commission dans sa prise de décisions sur des mesures de mise en œuvre, conformément à l' article 202 du traité CE. La présente directive est conforme aux orientations fixées par le Conseil européen de Stockholm et par le Parlement européen.

Les dispositions de la directive proposée tendent à se limiter à une déclaration au plus haut niveau des principales obligations incombant aux administrations nationales ou aux entités agréées. Cette déclaration est complétée, le cas échéant, par une indication précise des principaux domaines devant être harmonisés par des mesures d'exécution détaillées à adopter par voie de comitologie, ainsi que des principaux concepts juridiques et techniques que ces mesures doivent prendre en considération.

La proposition modifiée précise les mesures d'exécution "de niveau 2" qui devront être arrêtées par la Commission en comitologie - par exemple, l'adaptation et la clarification de certaines définitions ou les mesures détaillées qui devront donner effet aux obligations énoncées dans la directive. La proposition vise à limiter l'utilisation de la comitologie aux dispositions opérationnelles dont l'harmonisation détaillée sera essentielle à une application uniforme des dispositions de la DSI et au développement harmonieux du marché financier unique. Il doit être également tenu compte de la lourde charge que représente la promulgation de mesures d'exécution détaillées par les institutions européennes, les autorités compétentes au niveau national, les autorités nationales chargées de la surveillance des marchés des valeurs mobilières et les opérateurs des marchés (qui participent aux consultations).

Malgré cette approche restrictive, l'ampleur de la directive et des nouvelles règles à introduire au niveau de l'Union (règles de transparence, exécution au mieux...) justifie l'usage intensif des pouvoirs de comitologie, afin de donner effet aux principales dispositions proposées. Vingt des 67 articles de la directive prévoient un certain recours à la comitologie.



## **Annexe 1: Aperçu de la directive 93/22/CEE.**

### *(a) Passeport unique pour les entreprises d'investissement:*

L'objectif central de la DSI s'énonçait comme suit "ne réaliser que l'harmonisation essentielle, nécessaire et suffisante pour parvenir à une reconnaissance mutuelle des agréments et des systèmes de contrôle prudentiel, qui permette l'octroi d'un agrément unique valable dans toute la Communauté et l'application du principe du contrôle par l'État membre d'origine; en vertu de la reconnaissance mutuelle, les entreprises d'investissement agréées dans leur État membre d'origine peuvent exercer dans toute la Communauté tout ou partie des services autorisés par leur agrément et couverts par la présente directive, par l'établissement d'une succursale ou par voie de prestation de services."

Les entités (personnes physiques et morales) qui fournissent, régulièrement et à titre professionnel, les services d'investissement énumérés à l'annexe de la DSI doivent être agréées et surveillées en tant qu'entreprises d'investissement, conformément aux dispositions de la directive. Les établissements de crédit sont habilités à fournir des services d'investissement sur la base de l'agrément prévu dans la deuxième directive de coordination bancaire, pour autant qu'ils se conforment aux dispositions spécifiques de la DSI (relatives, par exemple, aux règles de conduite professionnelle). L'article 2, paragraphe 2, de la DSI exclut du champ d'application de celle-ci certaines catégories d'opérateurs, qui sans cela seraient considérés comme des entreprises d'investissement.

Les services de base pour la fourniture desquels un agrément doit être obtenu dans le cadre de la DSI comprennent la réception et la transmission des ordres, l'exécution des ordres (courtage), la négociation, la gestion individualisée de portefeuille et la prise ferme de titres. Les entreprises agréées peuvent fournir à la fois des services de bases et des services auxiliaires, pour autant que leur agrément le prévoit expressément. Leur agrément DSI leur permet aussi de fournir un éventail de services auxiliaires sur une base transfrontalière. Les principaux services auxiliaires comprennent la garde et l'administration d'actifs (*custodianship*), ainsi que le conseil d'investissement. Une entreprise peut être agréée au niveau national pour fournir un ou plusieurs services auxiliaires, à l'exception de tout service de base. Elle ne peut alors se prévaloir de son agrément pour fournir ces services auxiliaires dans d'autres États membres. Les principales conditions d'accès à l'activité et d'exercice imposées aux entreprises d'investissement sont les suivantes:

- un capital, initial et permanent, répondant aux exigences de la directive sur l'adéquation des fonds propres (93/6/CEE);
- une organisation conçue de façon à garantir la bonne marche des opérations (article 10 de la DSI);
- des règles de conduite régissant les négociations avec les clients ou pour le compte de ceux-ci, ainsi que la participation au marché (article 11 de la DSI);
- l'affiliation à un système d'indemnisation des investisseurs (article 12 de la DSI et directive 97/9/CE);
- la publicité des transactions portant sur certains instruments, que celles-ci aient lieu ou non sur un marché réglementé (article 22 de la DSI).

Moyennant le respect de ces mesures d'harmonisation minimale, les entreprises d'investissement jouissent des droits suivants:

- fournir librement des services d'investissement aux investisseurs d'autres États membres sur la base de la surveillance exercée dans le pays d'origine de l'entreprise agréée, sauf disposition contraire de la directive (par exemple, articles 11 et 13 de celle-ci);

- établir des succursales dans d'autres États membres, aux fins d'y fournir des services d'investissement;

- accéder directement, indirectement ou à distance aux systèmes de négociation des marchés réglementés d'autres États membres. Ce droit englobe l'affiliation aux systèmes de compensation et de règlement utilisés pour dénouer les transactions conclues sur un marché réglementé.

*(b) Conditions d'attribution du statut de "marché réglementé".*

La DSI a également introduit les premiers éléments d'un régime commun d'agrément et de surveillance des marchés réglementés au niveau national. Les infrastructures de négociation organisées sur des bases permanentes, fonctionnant conformément à des règles de négociation approuvées par une autorité publique et imposant un contrôle strict des valeurs admises à la négociation afin d'en promouvoir le commerce efficace peuvent être agréées en tant que marchés réglementés. Les marchés réglementés sont également tenus de fournir des informations destinées à "permettre aux investisseurs d'apprécier à tout moment les termes d'une transaction qu'ils envisagent et de vérifier a posteriori les conditions dans lesquelles elle a été exécutée" (article 21 définissant les exigences de transparence pré- et post-négociation). Le statut de marché réglementé oblige à admettre comme participant toute banque ou entreprise d'investissement dûment agréée par un autre État membre. Les marchés réglementés peuvent placer des écrans et des terminaux de négociation dans les bureaux de leurs membres à distance/étrangers, pour que ceux-ci puissent participer pleinement à la négociation. En vertu de l'article 16 de la DSI, la Commission doit publier chaque année une liste des marchés réglementés.

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LES MARCHÉS  
RÉGLEMENTÉS, ET MODIFIANT LES DIRECTIVES 85/611/CEE ET 93/6/CEE  
DU CONSEIL, AINSI QUE LA DIRECTIVE 2000/12/CE  
DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,

vu le traité instituant la Communauté européenne, et notamment son article 47, paragraphe 2,

vu la proposition de la Commission<sup>1</sup>,

vu l'avis du Comité économique et social<sup>2</sup>,

vu l'avis de la Banque centrale européenne<sup>3</sup>,

statuant conformément à la procédure prévue à l'article 251 du traité<sup>4</sup>,

considérant ce qui suit:

- (1) La directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières<sup>5</sup> visait à créer un environnement dans lequel des entreprises d'investissement et des banques agréées pourraient, sur la base de l'agrément délivré et de la surveillance exercée par leur État membre d'origine, fournir des services déterminés ou établir des succursales dans d'autres États membres. À cette fin, elle s'efforçait d'harmoniser les conditions d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, y compris en termes de règles de conduite. Elle prévoyait aussi l'harmonisation de certaines règles afférentes au fonctionnement des marchés réglementés. Elle accordait ainsi aux États membres la faculté d'autoriser les petits investisseurs à faire exécuter leurs transactions sur lesdits marchés réglementés.
- (2) Depuis quelques années, les investisseurs font davantage appel aux marchés financiers, où ils trouvent un éventail élargi de services et d'instruments, dont la complexité s'est aussi accrue. Cette évolution motive une extension du cadre juridique communautaire, qui doit englober toutes les activités visant à servir les investisseurs. À cette fin, il convient d'atteindre le degré d'harmonisation nécessaire à la fois pour

---

<sup>1</sup> JO C [...] du [...], p. [...].

<sup>2</sup> JO C [...] du [...], p. [...].

<sup>3</sup> JO C [...] du [...], p. [...].

<sup>4</sup>

<sup>5</sup> JO L 141 du 11.6.93, p. 27; modifiée en dernier lieu par la directive 2000/64/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 290 du 17.11.2000, p. 27).

offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection et pour permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans toute la Communauté, conçue comme un seul marché, sur la base de la surveillance exercée dans leur État membre d'origine. La directive 93/22/CEE doit donc être remplacée par une nouvelle directive.

- (3) Étant donné que les investisseurs s'appuient de plus en plus sur des recommandations personnalisées, il convient d'ajouter le conseil en investissement au nombre des services d'investissement requérant un agrément préalable. Des obligations proportionnées et spécifiques doivent donc être imposées aux prestataires concernés, de telle sorte que le contenu des recommandations personnalisées fournies aux clients ne puisse être influencé par des facteurs autres que la situation financière, les objectifs d'investissement, les connaissances et le profil de risque de ceux-ci. Ces obligations ne doivent toutefois pas s'appliquer à la simple fourniture d'informations de caractère général sur des instruments financiers, sous réserve que cette activité ne vise pas à aider les clients à conclure ou à honorer un contrat relatif à un tel instrument financier ou à un service d'investissement. Lorsqu'elles délivrent l'agrément requis pour la fourniture de conseil en investissement, les autorités compétentes ou les organismes auxquels elles délèguent cette responsabilité doivent pouvoir tenir compte de toute condition régissant l'agrément des intermédiaires d'assurance qui recouperait les exigences de la présente directive.
- (4) Il convient d'inclure dans la liste des instruments financiers les contrats dérivés sur produits de base constitués et émis d'une manière qui appelle une approche réglementaire comparable à celle applicable aux instruments financiers classiques, comme certains contrats à terme ou d'option négociés sur les marchés réglementés et pouvant donner lieu à une livraison physique, lorsque ces contrats présentent les caractéristiques d'instruments financiers, ainsi que les swaps qui sont exclusivement réglés en espèces, lorsque le montant du règlement est calculé par référence à la valeur d'une série de prix, de taux, d'indices et d'autres critères de mesure sous-jacents. À cet effet, il pourra être tenu compte du fait que ces instruments sont compensés et réglés par des chambres de compensation reconnues, donnent lieu à des appels de marge journaliers et sont cotés par référence à des prix régulièrement publiés, à des lots standard, à des dates de livraison standard ou à des conditions standard, et non selon des conditions de règlement propres à chaque contrat.
- (5) Il est nécessaire d'instaurer un cadre réglementaire régissant l'exécution des transactions sur instruments financiers, quelles que soient les méthodes de négociation utilisées à cette fin, afin de garantir une exécution de grande qualité des opérations des investisseurs et de préserver l'intégrité et l'efficacité globale du système financier. Il convient donc d'arrêter un cadre réglementaire cohérent et ajusté au risque, applicable aux principaux types d'infrastructures d'exécution des ordres actuellement en activité sur la place financière européenne. Pour cela, il est indispensable de reconnaître l'émergence, parallèlement aux marchés réglementés, d'une nouvelle génération de systèmes de négociation organisée, qui doivent être soumis à certaines obligations tendant à préserver le fonctionnement efficace et ordonné des marchés financiers. Aux fins d'équilibrer le cadre réglementaire, il convient enfin d'y inclure un nouveau service d'investissement, afférent à l'exploitation des systèmes de négociation multilatérale (*Multilateral Trading Facilities* ou MTF).
- (6) Les notions de "marché réglementé" et de "MTF" doivent être définies, et ces définitions doivent être étroitement alignées l'une sur l'autre, pour qu'il apparaisse qu'elles recouvrent les mêmes fonctions de négociation organisée. Elles doivent

exclure les systèmes bilatéraux via lesquels une entreprise d'investissement intervient, pour chaque négociation, en son nom propre et non en tant qu'intermédiaire s'interposant, sans assumer le risque, entre l'acheteur et le vendeur. L'expression "intérêts acheteurs et vendeurs" doit s'entendre au sens large, comme incluant les ordres, cotations et indications d'intérêt. Par "permettant la rencontre d'un grand nombre d'intérêts ... en son sein même et selon des règles non discrétionnaires", on entend que cette rencontre s'effectue dans le cadre des règles du système ou de ses protocoles ou procédures opérationnelles internes (y compris les procédures informatiques). Ces règles doivent être approuvées par l'autorité compétente. Par "règles non discrétionnaires", on entend qu'elles ne laissent à l'entreprise d'investissement qui exploite le système aucune marge d'intervention discrétionnaire sur l'interaction des intérêts exprimés. Les définitions exigent que ces intérêts soient mis en présence de telle sorte que leur rencontre aboutisse à un contrat, dont l'exécution passe par les règles du système ou par ses protocoles ou procédures opérationnelles internes.

- (7) La présente directive vise à couvrir les entreprises dont l'activité habituelle consiste à fournir à des tiers des services d'investissement à titre professionnel. Il convient, dès lors, d'exclure de son champ d'application toute personne dont l'activité professionnelle est d'une autre nature.
- (8) Il y a lieu d'exclure les entreprises d'assurance dont les activités font l'objet d'une surveillance appropriée par des autorités compétentes en matière de contrôle prudentiel et qui relèvent de la directive 64/225/CEE du Conseil, du 25 février 1964, visant à supprimer en matière de réassurance et de rétrocession les restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation des services<sup>6</sup>, de la première directive 73/239/CEE du Conseil, du 24 juillet 1973, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie, et son exercice<sup>7</sup> et de la directive 79/267/CEE du Conseil, du 5 mars 1979, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité de l'assurance directe sur la vie, et son exercice<sup>8</sup>.
- (9) Les entreprises qui ne fournissent pas de services à des tiers, mais dont l'activité consiste à fournir des services d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère, ne doivent pas être couvertes par la présente directive.
- (10) Les personnes qui ne fournissent des services d'investissement qu'à titre accessoire dans le cadre de leur activité professionnelle doivent aussi être exclues du champ d'application de la présente directive, à condition que cette activité professionnelle soit réglementée et que cette réglementation n'exclue pas la fourniture, à titre accessoire, de services d'investissement.

---

<sup>6</sup> JO n° 56 du 4.4.1964, p. 878/64; modifiée en dernier lieu par l'Acte d'adhésion du Danemark, de l'Irlande et du Royaume-Uni.

<sup>7</sup> JO L 228 du 16.8.1973, p. 3; modifiée en dernier lieu par la directive 2002/13/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 77 du 20.3.2002, p. 17).

<sup>8</sup> JO L 63 du 13.3.1979, p. 1; modifiée en dernier lieu par la directive 2002/12/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 77 du 20.3.2002, p. 11).

- (11) Les entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement à gérer un système de participation des travailleurs et qui, à ce titre, ne fournissent pas de services d'investissement à des tiers ne doivent pas être couvertes par les dispositions de la présente directive.
- (12) Il y a lieu d'exclure du champ d'application de la présente directive les banques centrales et autres organismes à vocation similaire ainsi que les organismes publics chargés de la gestion de la dette publique ou intervenant dans ladite gestion – notion englobant le placement de celle-ci – à l'exception des organismes à capitaux publics dont la mission est commerciale ou liée à des prises de participation.
- (13) Il y a lieu d'exclure également du champ d'application de la présente directive les organismes de placement collectif, qu'ils soient ou non coordonnés au niveau communautaire, ainsi que les dépositaires et gestionnaires de tels organismes, dans la mesure où ils sont soumis à une réglementation spécifique directement adaptée à leurs activités.
- (14) Les entreprises qui fournissent des services d'investissement couverts par la présente directive doivent être soumises à un agrément délivré par leur État membre d'origine aux fins d'assurer la protection des investisseurs et la stabilité du système financier.
- (15) Les principes de la reconnaissance mutuelle et de la surveillance exercée par l'État membre d'origine exigent que les autorités compétentes des différents États membres n'octroient pas l'agrément ou le retirent lorsque des éléments tels que le contenu du programme d'activité, l'implantation géographique ou les activités effectivement exercées indiquent, de manière évidente, que l'entreprise d'investissement a opté pour le système juridique d'un État membre afin de se soustraire aux normes plus strictes en vigueur dans un autre État membre sur le territoire duquel elle entend exercer ou exerce la majeure partie de ses activités. Une entreprise d'investissement qui est une personne morale doit être agréée dans l'État membre où se trouve son siège statutaire. Une entreprise d'investissement qui n'est pas une personne morale doit être agréée dans l'État membre où est située son administration centrale. Par ailleurs, les États membres doivent exiger que l'administration centrale d'une entreprise d'investissement soit toujours située dans son État membre d'origine et qu'elle y opère de manière effective.
- (16) Une entreprise d'investissement agréée dans son État membre d'origine doit pouvoir déployer ses activités dans toute la Communauté par les moyens qu'elle considère appropriés.
- (17) Dans l'intérêt d'une gestion saine et prudente des entreprises d'investissement, des obligations spéciales doivent être imposées aux personnes qui en dirigent effectivement l'activité ainsi qu'à celles qui en exercent le contrôle effectif. Certaines de ces entreprises, étant dispensées des obligations prévues dans la directive 93/6/CEE du Conseil, du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit<sup>9</sup>, doivent être tenues de contracter une assurance de responsabilité civile professionnelle. Toute adaptation des montants de cette assurance doit tenir compte de la révision effectuée en vertu de la directive

---

<sup>9</sup> JO L 141 du 11.6.1993, p. 1; modifiée en dernier lieu par la directive 98/33/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 204 du 21.7.2002, p. 29).

2002/./CE du Parlement européen et du Conseil sur l'intermédiation en assurance<sup>10</sup>. Ce régime particulier en matière d'adéquation des fonds propres est sans préjudice de toute décision afférente au traitement qu'il conviendra d'appliquer aux entreprises concernées en vertu des révisions futures de la législation européenne sur l'adéquation des fonds propres. Le 31 décembre 2006 au plus tard, la Commission présente au Parlement européen et au Conseil un rapport sur l'application des présentes dispositions, assorti, le cas échéant, de propositions de modification. Ces propositions tiennent compte de l'évolution observée au niveau de l'Union européenne et des autres enceintes internationales, notamment en ce qui concerne les exigences de fonds propres applicables aux risque opérationnel.

- (18) Étant donné qu'il y a lieu de limiter le champ d'application de la réglementation prudentielle aux seules entités représentant un risque de contrepartie pour les autres participants du marché du fait qu'elles gèrent un portefeuille de négociation à titre professionnel, les entités qui négocient des instruments financiers, y compris les instruments dérivés sur produits de base relevant de la présente directive, pour compte propre et à titre accessoire par rapport à leur activité principale doivent en être exclues.
- (19) Compte tenu du fait que le cadre prudentiel établi par le droit communautaire n'est pour l'heure pas adapté à la situation particulière des entreprises dont l'activité principale, sur un plan consolidé, consiste à négocier pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base, il convient d'exclure ces entreprises de son champ d'application.
- (20) Afin de protéger les droits de propriété et les droits analogues des investisseurs sur les valeurs mobilières ainsi que leurs droits sur les fonds confiés à une entreprise d'investissement, il convient de les distinguer de ceux de l'entreprise d'investissement en question. Ce principe n'empêche toutefois pas une entreprise d'investissement d'opérer en son propre nom pour le compte d'un investisseur, lorsque la nature même de l'opération le requiert et que l'investisseur y consent, par exemple en procédant au prêt de titres.
- (21) Pour éviter que les investisseurs ne prennent part à des transactions inadéquates, l'accès aux systèmes exploités par une MTF doit être limité aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit négociant pour compte propre ou pour le compte de clients et aux autres contreparties éligibles.
- (22) Les procédures prévues en matière d'agrément, dans la Communauté, des succursales d'entreprises d'investissement agréées dans des pays tiers doivent continuer à s'appliquer à celles-ci. Ces succursales ne doivent pas bénéficier de la libre prestation de services prévue à l'article 49, deuxième alinéa, du traité ni de la liberté d'établissement dans un État membre autre que celui où elles sont établies. Dans les cas où la Communauté n'est liée par aucune obligation bilatérale ou multilatérale, il convient de prévoir une procédure visant à assurer que les entreprises d'investissement de la Communauté bénéficient de l'équivalence de traitement dans les pays tiers concernés.
- (23) L'élargissement de la palette des activités exercées concurremment par nombre d'entreprises d'investissement et d'établissements de crédit a multiplié les sources de

---

<sup>10</sup>

conflits potentiels entre ces activités et les intérêts des clients. Il est donc nécessaire de prévoir des règles visant à éviter que ces conflits ne lèsent lesdits intérêts.

- (24) Il y a lieu de renforcer le cadre législatif communautaire en vue de protéger les investisseurs, en développant les obligations faites aux entreprises d'investissement lorsqu'elles opèrent avec des clients ou leur fournissent des services. En particulier, il est indispensable qu'une entreprise d'investissement agissant au nom d'un client puisse disposer, pour remplir correctement ses obligations d'intermédiaire à l'égard de ce client, d'informations sur la situation financière de celui-ci, sur son expérience et sur ses objectifs en matière d'investissement, puis qu'elle évalue, à la lumière de ces informations, l'opportunité des services ou des transactions sur instruments financiers qu'il envisage. Cette évaluation ne doit pas faire l'objet d'un agrément distinct, pour conseil en investissement.
- (25) Par dérogation au principe selon lequel l'État membre d'origine délivre l'agrément, exerce la surveillance et assume le contrôle des obligations prévues aux fins de l'exploitation d'une succursale, il convient de confier à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil la responsabilité de contrôler le respect des règles de conduite pour toute opération effectuée par une succursale avec des clients; cette dernière autorité est, en effet, la plus proche de la succursale et, partant, la mieux placée pour détecter et mettre fin aux violations des règles applicables aux transactions entre une entreprise et ses clients.
- (26) Il est nécessaire d'imposer aux entreprises d'investissement une obligation effective d'exécution au mieux, afin d'assurer qu'elles exécutent les ordres dans les conditions les plus favorables aux clients. Cela doit valoir pour les entreprises d'investissement tenues à des obligations contractuelles ou à des obligations d'intermédiaire envers leurs clients – qu'elles exécutent elles-mêmes les ordres passés par ceux-ci ou qu'elles recourent, à cet égard, à un autre intermédiaire.
- (27) Pour renforcer la confiance dans l'impartialité et la qualité des services d'exécution et pour améliorer le processus global de formation des prix, il est essentiel que toute entreprise d'investissement qui reçoit un ordre limité et ne peut l'exécuter immédiatement aux conditions fixées en assure le routage vers un marché réglementé ou une MTF, ou divulgue lesdites conditions au marché d'une autre manière.
- (28) La présente directive reconnaît que les investisseurs doivent être pleinement conscients des risques et des avantages potentiels liés à des systèmes déterminés de traitement des ordres. À cet effet, les investisseurs doivent donner leur consentement exprès avant que leurs ordres ne soient exécutés, en particulier par confrontation avec une position propre de l'entreprise d'investissement. L'entreprise d'investissement doit pouvoir solliciter, au choix, un consentement préalable de manière globale (par exemple lorsque la relation commerciale s'engage) ou avant chaque transaction.
- (29) Il convient de déterminer les conditions auxquelles les entreprises d'investissement peuvent faire appel aux services d'agents liés. Comme ils n'exercent qu'un nombre restreint de fonctions au nom d'une seule et même entreprise d'investissement, les agents liés ne doivent pas être eux-mêmes considérés comme des entreprises d'investissement et ils ne doivent pas être autorisés à exercer leur activité dans un État membre autre que le leur. Les États membres doivent pouvoir déléguer la responsabilité de l'agrément, de l'enregistrement et de la surveillance des agents liés à des organismes autoréglementés indépendants et dotés des ressources adéquates. La



présente directive doit être sans préjudice du droit des agents liés d'entreprendre des activités connexes portant sur des services ou des produits financiers non couverts par ses dispositions, y compris pour le compte de membres d'un groupe financier auquel ils appartiennent. Les conditions d'exercice des activités ayant lieu en dehors des locaux de l'entreprise d'investissement (le "porte-à-porte") ne doivent pas être couvertes par la présente directive.

- (30) Afin que les règles de conduite s'appliquent aux investisseurs qui ont le plus grand besoin de la protection qu'elles procurent, et compte tenu de pratiques de marché bien établies dans la Communauté, il convient de préciser qu'il pourra être dérogé auxdites règles de conduite dans le cas de transactions entre contreparties éligibles.
- (31) Le simple fait qu'une entité qui n'est ni un établissement de crédit ni une entreprise d'investissement peut être considérée comme "contrepartie éligible" ne doit toutefois pas priver celle-ci du droit d'être traitée comme un client pouvant bénéficier de la protection que confèrent les règles de conduite ou un contrat d'intermédiation.
- (32) Dans le double objectif de protéger les investisseurs et d'assurer le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières, il convient de garantir la transparence des transactions et de veiller à ce que les règles prévues à cet effet s'appliquent aussi bien aux entreprises d'investissement qu'aux établissements de crédit lorsqu'ils opèrent sur ces marchés. Pour permettre aux investisseurs ou aux participants au marché d'évaluer, à tout moment, les conditions d'une transaction sur actions qu'ils envisagent et de vérifier, a posteriori, les modalités selon lesquelles elle a été exécutée, des règles communes doivent être fixées en ce qui concerne la publication des détails afférents aux transactions sur actions qui sont possibles au moment considéré et la déclaration des transactions sur actions qui ont été conclues. Ces règles sont nécessaires pour garantir véritablement l'intégration des marchés nationaux des actions, pour renforcer l'efficacité du processus global de formation des prix de ces instruments et pour favoriser le respect effectif des obligations d'exécution au mieux. La réalisation de ces objectifs suppose la mise en place d'un régime global de transparence applicable à toutes les transactions en actions, qu'elles soient exécutées par une entreprise d'investissement sur une base bilatérale ou par l'intermédiaire d'un marché réglementé ou d'une MTF.
- (33) Afin d'assurer le degré d'information pré-négociation nécessaire pour une formation efficiente du cours des actions et pour permettre aux participants au marché de déterminer les termes les plus favorables pour effectuer leurs transactions, il est approprié d'exiger des entreprises d'investissement négociant pour compte propre de rendre public leurs prix à l'achat et à la vente concernant les transactions d'une taille déterminée pour les actions dont le marché est liquide.
- (34) Toutes les entreprises d'investissement doivent disposer des mêmes possibilités de devenir membres des marchés réglementés ou d'avoir accès auxdits marchés réglementés dans toute la Communauté. Quels que soient les modes d'organisation des transactions en vigueur dans les États membres, il importe d'abolir les limitations techniques et juridiques à l'accès direct, indirect et à distance aux marchés réglementés.
- (35) Pour faciliter le dénouement des transactions transfrontalières, il convient également de prévoir que les entreprises d'investissement, y compris celles qui exploitent une MTF, peuvent accéder aux systèmes de compensation et de règlement de tout État

membre, que la transaction en question ait ou non été conclue sur un marché réglementé de l'État membre concerné. Les entreprises d'investissement qui souhaitent adhérer directement aux systèmes de règlement de pays partenaires doivent se conformer aux exigences opérationnelles et commerciales conditionnant la qualité de membre, ainsi qu'aux mesures prudentielles visant à préserver le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers.

- (36) L'agrément relatif à l'exploitation d'un marché réglementé doit couvrir toute activité ayant directement trait à l'affichage, au traitement, à l'exécution, à la confirmation et à la notification des ordres, du moment où ils sont reçus par le marché réglementé au moment où ils sont transmis pour dénouement subséquent, ainsi que toute activité afférente à l'admission d'instruments financiers à la négociation. Il doit également couvrir les transactions conclues par l'intermédiaire de teneurs de marché désignés par le marché réglementé, lorsque ces transactions s'effectuent dans le cadre de ses règles et de ses systèmes.
- (37) L'exploitant d'un marché réglementé doit aussi pouvoir exploiter une MTF sans être tenu d'obtenir, à cet effet, l'agrément d'entreprise d'investissement.
- (38) Les dispositions de la présente directive relatives à l'admission d'instruments à la négociation conformément aux règles appliquées par un marché réglementé sont sans préjudice de l'application des dispositions de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, ainsi que les informations à publier sur ces valeurs mobilières<sup>11</sup>. Un marché réglementé ne doit pas être empêché d'appliquer des exigences plus strictes que celles prévues dans la présente directive aux émetteurs de valeurs mobilières ou d'instruments dont il envisage l'admission à la négociation.
- (39) Les États membres doivent pouvoir charger plusieurs autorités compétentes de faire appliquer le large éventail d'obligations prévues dans la présente directive. Ces autorités doivent avoir un caractère public, propre à garantir leur indépendance par rapport aux opérateurs économiques et à éviter les conflits d'intérêts. Ce caractère public ne doit pas empêcher la délégation de fonctions, sous la responsabilité de l'autorité compétente.
- (40) Il est nécessaire de faire converger davantage les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes, en vue de tendre vers une intensité équivalente des procédures d'exécution forcée des règles à l'intérieur du marché financier intégré. Un socle minimum de pouvoirs communs, assorti des ressources appropriées, doit garantir l'efficacité de la surveillance.
- (41) Afin de protéger les clients et sans préjudice du droit de ceux-ci de porter leurs litiges devant les tribunaux, il convient que les États membres encouragent les organismes publics ou privés chargés de résoudre ces litiges par voie extrajudiciaire à coopérer entre eux aux fins de la résolution des litiges transfrontaliers, compte tenu de la recommandation 98/257/CE de la Commission, du 30 mars 1998, concernant les principes applicables aux organes responsables pour la résolution extrajudiciaire des litiges de consommation<sup>12</sup>. Lorsqu'ils appliquent les dispositions en matière de

---

<sup>11</sup> JO L 184 du 6.7.2001, p. 1.

<sup>12</sup> JO L 115 du 17.4.1998, p. 31.

règlement extrajudiciaire, les États membres sont encouragés à utiliser les mécanismes de coopération transfrontalière existants, notamment le réseau de recours en matière de services financiers FIN-Net (*Financial Services Complaints Network*).

- (42) Il est nécessaire de renforcer les dispositions concernant l'échange d'informations entre les autorités compétentes des différents États membres ainsi que leurs obligations d'assistance mutuelle et de coopération. Dans un contexte d'activité transfrontalière croissante, les autorités compétentes doivent se fournir mutuellement les informations nécessaires à l'exercice de leurs fonctions, de manière à garantir l'application effective de la présente directive, notamment lorsqu'une infraction ou une suspicion d'infraction peut intéresser les autorités compétentes de plusieurs États membres. Dans cet échange d'informations, le secret professionnel s'impose toutefois, pour assurer la transmission sans heurts desdites informations ainsi que la protection des droits des personnes concernées.
- (43) Lors de sa réunion du 17 juillet 2000, le Conseil a institué le Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières. Dans son rapport final, ce comité proposait l'introduction de nouvelles techniques législatives, fondées sur une approche à quatre niveaux: principes-cadres, mesures d'exécution, coopération et contrôle de la mise en œuvre. Au niveau 1, la directive doit se limiter à énoncer de grands principes; au niveau 2, les mesures techniques d'exécution doivent être adoptées par la Commission, assistée d'un comité.
- (44) La résolution du Conseil européen de Stockholm du 23 mars 2001 a avalisé le rapport final du Comité des sages, et notamment sa proposition d'approche à quatre niveaux, en vue de rendre le processus d'élaboration de la législation communautaire dans le domaine des valeurs mobilières plus efficace et plus transparent.
- (45) Selon le Conseil européen de Stockholm, les mesures d'exécution de niveau 2 devraient servir plus fréquemment, afin de garantir l'actualisation des dispositions techniques par rapport à l'évolution des marchés et des pratiques en matière de surveillance, et il conviendrait de fixer des dates limites pour toutes les étapes des travaux relatifs au niveau 2.
- (46) La résolution adoptée par le Parlement européen le 5 février 2002 concernant la mise en œuvre de la législation sur les services financiers a également avalisé le rapport final du Comité des sages, sur la base de la déclaration solennelle que lui avait faite la Commission le même jour et de la lettre adressée, le 2 octobre 2001, par le commissaire chargé du marché intérieur au président de sa commission économique et monétaire au sujet des garanties qui lui seraient fournies quant à son rôle dans ce processus.
- (47) Les mesures nécessaires à la mise en œuvre de la présente directive doivent être adoptées conformément à la décision 1999/468/CE du Conseil, du 28 juin 1999, fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission<sup>13</sup>.
- (48) Le Parlement européen doit disposer d'un délai de trois mois, à compter de la soumission du premier projet de mesures d'exécution, pour examiner ce projet et rendre un avis. Cependant, dans des cas d'urgence dûment justifiés, ce délai peut être

---

<sup>13</sup> JO L 184 du 17.7.1999, p. 23.

raccourci. Si, au cours de cette période, une résolution est adoptée par le Parlement européen, la Commission doit réexaminer son projet.

- (49) Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers, la Commission doit présenter au Parlement européen et au Conseil un rapport sur l'application des dispositions concernant l'assurance de la responsabilité civile professionnelle, le champ d'application des règles en matière de transparence et la possibilité d'agréer comme entreprises d'investissement les négociants spécialisés en instruments dérivés sur produits de base.
- (50) La directive 85/611/CEE du Conseil, du 20 décembre 1985, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières<sup>14</sup>, la directive 93/6/CEE et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 20 mars 2000, concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice<sup>15</sup> doivent être modifiées en vue de leur alignement sur les dispositions de la présente directive.
- (51) Les objectifs qui consistent à créer un marché financier intégré où les investisseurs jouissent d'une protection suffisante ainsi qu'à préserver l'efficacité et l'intégrité du marché au sens général requièrent de fixer des règles communes applicables aux entreprises d'investissement où que celles-ci aient été agréées dans la Communauté et régissant le fonctionnement des marchés réglementés et des autres systèmes de négociation, de façon à éviter que l'opacité d'un seul marché ou un dysfonctionnement de celui-ci ne compromette le fonctionnement efficace du système financier européen dans son ensemble. Étant donné que ces objectifs peuvent être mieux réalisés au niveau communautaire, la Communauté peut arrêter des mesures conformément au principe de subsidiarité énoncé à l'article 5 du traité. Conformément au principe de proportionnalité énoncé audit article, la présente directive n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre cet objectif,

ONT ADOPTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

## TITRE PREMIER

### DÉFINITIONS ET CHAMP D'APPLICATION

#### *Article premier*

#### *Champ d'application*

1. La présente directive s'applique aux entreprises d'investissement et aux marchés réglementés.
2. Les articles 12 et 13 et les chapitres II et III du titre II s'appliquent également aux établissements de crédit agréés, en vertu de la directive 2000/12/CE, pour fournir un ou plusieurs services d'investissement.

---

<sup>14</sup> JO L 375 du 31.12.1985, p. 3; modifiée en dernier lieu par la directive 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 41 du 13.2.2002, p. 35).

<sup>15</sup> JO L 126 du 26.5.2000, p. 1; modifiée en dernier lieu par la directive 2000/28/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 275 du 27.10.2000, p. 37).

*Article 2*  
*Exemptions*

1. La présente directive ne s'applique pas:

- (a) aux entreprises d'assurance au sens de l'article 1er de la directive 73/239/CEE ou de l'article 1er de la directive 79/267/CEE ni aux entreprises exerçant les activités de réassurance et de rétrocession visées à la directive 64/225/CEE;
- (b) aux entreprises qui fournissent des services d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère;
- (c) aux personnes qui fournissent un service d'investissement à titre accessoire dans le cadre d'une activité professionnelle, dès lors que celle-ci est régie par des dispositions législatives ou réglementaires ou par un code déontologique n'excluant pas la fourniture de ce service;
- (d) aux entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement en la gestion d'un système de participation des salariés;
- (e) aux entreprises dont les services d'investissement consistent à la fois en la gestion d'un système de participation des salariés et en la fourniture de services d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère;
- (f) aux membres du système européen de banques centrales, aux autres organismes nationaux à vocation similaire, ni aux autres organismes publics chargés de la gestion de la dette publique ou intervenant dans cette gestion;
- (g) aux organismes de placement collectif, qu'ils soient ou non coordonnés au niveau communautaire, ni aux dépositaires et gestionnaires de tels organismes;
- (h) aux personnes négociant des instruments financiers pour compte propre, à titre accessoire par rapport à leur activité principale, lorsque cette activité principale ne consiste pas en la fourniture de services d'investissement au sens de la présente directive ou de services bancaires au sens de la directive 2000/12/CE;
- (i) aux entreprises dont l'activité principale, considérée sur une base consolidée, consiste à négocier pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base;
- (j) aux entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement à négocier pour compte propre sur un marché d'instruments financiers à terme ou d'options, ou qui négocient ou assurent la formation des prix pour le compte d'autres membres du même marché et sont alors couvertes par la garantie d'un membre compensateur de celui-ci, lorsque la responsabilité des contrats conclus par ces entreprises est assumée par un tel membre compensateur;
- (k) aux associations créées par des fonds de retraite danois dans le seul but de leur faire gérer les actifs des fonds de retraite affiliés;
- (l) aux "agenti di cambio", dont les activités et les fonctions sont régies par l'article 201 du décret législatif italien n° 58, du 28 février 1998.

2. Les droits conférés par la présente directive ne s'étendent pas à la fourniture de services en qualité de contrepartie dans les transactions effectuées par des membres du système européen de banques centrales (SEBC), dans le cadre des tâches qui leur sont assignées par le traité et par les statuts du SEBC et de la Banque centrale européenne.
3. Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers et d'assurer l'application uniforme de la présente directive, la Commission peut préciser, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, les exemptions prévues au paragraphe 1 du présent article.

### *Article 3* *Définitions*

1. Aux fins de la présente directive, on entend par:
  - (1) *entreprise d'investissement*: toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir des services d'investissement à titre professionnel;
  - (2) *service d'investissement*: tout service répertorié à la section A de l'annexe I et portant sur tout instrument visé à la section C de la même annexe;
  - (3) *service auxiliaire*: tout service répertorié à la section B de l'annexe I et portant sur tout instrument visé à la section C de la même annexe;
  - (4) *conseil en investissement*: la fourniture de recommandations personnalisées à des clients relativement à une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers;
  - (5) *exécution d'ordres au nom de clients*: le fait de conclure, en qualité d'intermédiaire, des accords d'achat ou de vente d'un ou de plusieurs instruments financiers pour le compte de clients;
  - (6) *négociation pour compte propre*: le fait de négocier activement, de manière régulière, à titre professionnel et en engageant ses propres capitaux, un ou plusieurs instruments financiers en vue de conclure des transactions;
  - (7) *client*: toute personne physique ou morale demandant à une entreprise d'investissement de lui fournir des services d'investissement ou des services auxiliaires;
  - (8) *client professionnel*: tout client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus, conformément aux critères et aux procédures prévus à l'annexe II;
  - (9) *exploitant d'un marché réglementé*: une personne ou des personnes dirigeant effectivement l'activité d'un marché réglementé;
  - (10) *marché réglementé*: une infrastructure multilatérale, administrée par un exploitant, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non

discrétionnaires – d'un grand nombre d'intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et de ses systèmes, et qui est agréée et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du titre III;

- (11) *système de négociation multilatérale (MTF)*: une infrastructure multilatérale qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – d'un grand nombre d'intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats;
- (12) *ordre de marché*: l'ordre d'acheter ou de vendre un instrument financier au meilleur prix disponible;
- (13) *ordre limité*: l'ordre d'acheter ou de vendre un instrument financier à la limite spécifiée ou à un prix plus avantageux;
- (14) *instruments financiers*: les instruments visés à la section C de l'annexe I;
- (15) *valeurs mobilières*: les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exception des instruments de paiement), telles que:
  - (a) les actions de sociétés et les autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type *partnership* ou d'autres entités et les certificats représentatifs d'actions;
  - (b) les obligations et les autres titres de créance;
  - (c) tout autre titre donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs mobilières ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence au prix de valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou de rendement, au prix de produits de base ou à d'autres indices ou mesures;
- (16) *instruments du marché monétaire*: les catégories d'instruments habituellement négociées sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les effets de commerce (à l'exclusion des instruments de paiement);
- (17) État membre d'origine:
  - (a) dans le cas d'une entreprise d'investissement:
    - i) s'il s'agit d'une personne physique, l'État membre où son administration centrale est située;
    - ii) s'il s'agit d'une personne morale, l'État membre où son siège statutaire est situé. Dans ce cas, l'autorité compétente veille à ce que l'administration centrale de l'entreprise d'investissement soit également située dans cet État membre;
    - iii) si, conformément à son droit national, elle n'a pas de siège statutaire, l'État membre où son administration centrale est située;

- (b) dans le cas d'un marché réglementé: l'État membre dans lequel le marché réglementé est enregistré ou si, conformément à son droit national, il n'a pas de siège statutaire, l'État membre où son administration centrale est située;
- (18) *État membre d'accueil*: l'État membre dans lequel une entreprise d'investissement a une succursale ou fournit des services;
- (19) *autorité compétente*: l'autorité désignée par l'État membre d'origine conformément à l'article 45, sauf indication contraire contenue dans la présente directive;
- (20) *établissements de crédit*: les établissements de crédit au sens de la directive 2000/12/CE;
- (21) *sociétés de gestion des OPCVM*: les sociétés de gestion au sens de la directive 85/611/CEE;
- (22) *agent lié*: toute personne physique ou morale qui, sans être considérée comme une entreprise d'investissement aux fins de la présente directive, promeut auprès de clients ou de clients potentiels les services d'investissement et les services auxiliaires d'une entreprise d'investissement, recueille et transmet à celle-ci les instructions ou les ordres de clients concernant des instruments financiers ou des services d'investissement et fournit à des clients ou à des clients potentiels des conseils sur les instruments financiers ou sur les services offerts par l'entreprise d'investissement au nom de laquelle il agit, sous la responsabilité pleine et inconditionnelle de celle-ci;
- (23) *succursale*: un siège d'exploitation qui constitue une partie, dépourvue de personnalité juridique, d'une entreprise d'investissement et qui fournit les services d'investissement pour lesquels celle-ci a obtenu un agrément;
- (24) *participation qualifiée*: le fait de détenir, dans une entreprise d'investissement, une participation directe ou indirecte qui représente au moins 10 % de son capital ou de ses droits de vote, conformément à l'article 7 de la directive 88/627/CEE du Conseil<sup>16</sup>, ou qui permet d'exercer une influence notable sur sa gestion;
- (25) *entreprise mère*: une entreprise mère au sens des articles 1er et 2 de la directive 83/349/CEE du Conseil<sup>17</sup>;
- (26) *filiale*: une entreprise filiale au sens des articles 1er et 2 de la directive 83/349/CEE, y compris toute filiale d'une entreprise filiale de l'entreprise mère placée à leur tête;
- (27) *contrôle*: le contrôle défini à l'article 1er de la directive 83/349/CEE;
- (28) *liens étroits*: une situation dans laquelle au moins deux personnes physiques ou morales sont liées par:

---

<sup>16</sup> JO L 348 du 17.12.1988, page 62.

<sup>17</sup> JO L 193 du 18.7.1983, page 1.



- (a) une *participation*, à savoir le fait de détenir, directement ou par voie de contrôle, au moins 20 % du capital ou des droits de vote d'une entreprise;
- (b) un *contrôle*, à savoir la relation entre une entreprise mère et une filiale, dans tous les cas visés à l'article 1er, paragraphes 1 et 2, de la directive 83/349/CEE, ou une relation similaire entre toute personne physique ou morale et une entreprise, toute filiale d'une entreprise filiale étant également considérée comme une filiale de l'entreprise mère placée à leur tête.

Une situation dans laquelle au moins deux personnes physiques ou morales sont liées en permanence à une seule et même personne par une relation de contrôle est également considérée comme constituant un lien étroit entre lesdites personnes.

- 2. Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers et d'assurer l'application uniforme de la présente directive, la Commission peut préciser, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, les définitions énoncées au paragraphe 1 du présent article.

## **TITRE II**

### **CONDITIONS D'AGRÉMENT ET D'EXERCICE APPLICABLES AUX ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT**

#### **Chapitre premier**

#### **CONDITIONS ET PROCÉDURES D'AGRÉMENT**

##### *Article 4 Conditions d'agrément*

- 1. Chaque État membre réserve la fourniture de services d'investissement aux entreprises d'investissement. Il veille à ce que toute entreprise d'investissement dont il est l'État membre d'origine ne puisse exercer son activité qu'une fois agréée conformément aux dispositions de la présente directive.
- 2. Par dérogation au paragraphe 1, les États membres doivent habiliter tout exploitant d'un marché réglementé à exploiter également une MTF, sous réserve qu'il se conforme aux articles 13, 24, 27 et 28.
- 3. Par dérogation à l'article 3, paragraphe 1, point 1, les États membres peuvent agréer comme entreprises d'investissement des entreprises qui ne sont pas des personnes morales, sous réserve:
  - (a) que leur statut juridique assure aux intérêts des tiers un niveau de protection équivalent à celui offert par la personnalité morale; et
  - (b) qu'elles fassent l'objet d'une surveillance prudentielle équivalente et adaptée à leur forme juridique.

Toutefois, lorsqu'elle fournit des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières appartenant à des tiers, une personne physique ne peut être considérée comme une entreprise d'investissement aux fins de la présente directive que si, sans préjudice des autres exigences fixées dans celle-ci et dans la directive 93/6/CEE, elle remplit les conditions suivantes:

- (a) les droits de propriété des tiers sur les instruments et les fonds qui leur appartiennent sont sauvegardés, notamment en cas d'insolvabilité de l'entreprise ou de ses propriétaires, de saisie, de compensation ou de toute autre action intentée par les créanciers de l'entreprise ou de ses propriétaires;
  - (b) l'entreprise est soumise à des règles ayant pour objet la surveillance de sa solvabilité et celle de ses propriétaires;
  - (c) les comptes annuels de l'entreprise sont contrôlés par une ou plusieurs personnes habilitées, en vertu du droit national, au contrôle des comptes;
  - (d) lorsque l'entreprise n'a qu'un seul propriétaire, celui-ci prend des dispositions pour assurer la protection des investisseurs en cas de cessation d'activité en raison de son décès, de son incapacité ou de toute autre situation similaire.
4. Les États membres établissent un registre de toutes les entreprises d'investissement. Ce registre est publiquement accessible et contient des informations sur les services pour lesquels les entreprises d'investissement sont agréées. Il est régulièrement mis à jour.
  5. Dans le cas des entreprises d'investissement exclusivement prestataires de conseil en investissement, les États membres peuvent autoriser les autorités compétentes à déléguer la fonction de délivrer l'agrément à un organisme satisfaisant aux exigences énoncées à l'article 45, paragraphe 2.

#### *Article 5* *Portée de l'agrément*

1. L'État membre d'origine veille à ce que tout agrément stipule les services d'investissement que l'entreprise d'investissement concernée est autorisée à fournir. L'agrément peut couvrir un ou plusieurs des services auxiliaires visés à la section B de l'annexe I. En aucun cas, toutefois, il ne peut être délivré pour la seule prestation desdits services auxiliaires.
2. Toute entreprise d'investissement souhaitant étendre son activité à d'autres services d'investissement ou à d'autres services auxiliaires non couverts au moment de l'agrément initial soumet une demande d'extension de cet agrément.
3. L'agrément est valable sur tout le territoire communautaire et permet à une entreprise d'investissement de fournir les services pour lesquels elle a été agréée dans toute la Communauté, soit par l'établissement d'une succursale, soit en libre prestation de services.

### *Article 6*

#### *Procédures de délivrance d'un agrément et de refus d'une demande d'agrément*

1. Les autorités compétentes ne délivrent pas d'agrément à moins et avant d'être pleinement assurées que le demandeur satisfait à toutes les exigences prévues dans les dispositions adoptées en application de la présente directive.
2. Les entreprises d'investissement fournissent toute information – y compris un programme d'activité présentant notamment le type d'opérations envisagées et la structure organisationnelle retenue – dont les autorités compétentes ont besoin pour s'assurer qu'elles ont pris toutes les mesures nécessaires, au moment de l'agrément initial, pour remplir les obligations fixées dans les dispositions du présent chapitre.
3. Tout demandeur est informé, dans les six mois suivant sa soumission d'une demande complète, si l'agrément sollicité lui est accordé ou non.

### *Article 7*

#### *Retrait d'agrément*

1. Les autorités compétentes peuvent retirer son agrément à toute entreprise d'investissement qui:
  - (a) n'en fait pas usage dans un délai de douze mois, y renonce expressément ou n'a fourni aucun service d'investissement sur les six derniers mois, à moins que l'État membre concerné ne prévienne la caducité de l'agrément en pareil cas;
  - (b) l'a obtenu par de fausses déclarations ou par tout autre moyen irrégulier;
  - (c) ne remplit plus les conditions dans lesquelles l'agrément a été délivré, telles que la conformité aux conditions fixées dans la directive 93/6/CEE;
  - (d) a gravement et systématiquement enfreint les dispositions arrêtées en application de la présente directive en ce qui concerne les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement;
  - (e) relève de tout cas dans lequel le droit national prévoit le retrait de l'agrément, pour des matières sortant du champ d'application de la présente directive.

### *Article 8*

#### *Personnes dirigeant effectivement l'activité*

1. Les États membres exigent que les personnes qui dirigent effectivement l'activité d'une entreprise d'investissement jouissent d'une honorabilité et d'une expérience suffisantes pour garantir la gestion saine et prudente de cette entreprise d'investissement.
2. Les États membres exigent de toute entreprise d'investissement qu'elle signale à son autorité compétente tout changement de sa direction et qu'elle lui communique en outre toute information nécessaire pour apprécier si la nouvelle équipe dirigeante jouit d'une honorabilité et d'une expérience suffisantes.

3. L'autorité compétente refuse l'agrément si elle n'est pas convaincue que les personnes qui dirigeront effectivement l'activité de l'entreprise d'investissement jouissent d'une honorabilité et d'une expérience suffisantes ou s'il existe des raisons objectives et démontrables d'estimer que le changement de direction proposé compromettrait la gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement.
4. Les États membres veillent à ce que la direction des entreprises d'investissement soit assurée par au moins deux personnes satisfaisant aux exigences prévues au paragraphe 1.

Par dérogation au premier alinéa, les États membres peuvent agréer des entreprises d'investissement qui sont des personnes physiques ou des entreprises d'investissement qui sont des personnes morales dirigées par une seule et unique personne physique, conformément à leurs statuts et au droit national applicable. Ils veillent néanmoins à ce que d'autres mesures garantissant la gestion saine et prudente de telles entreprises d'investissement soient alors mises en place.

#### *Article 9*

##### *Personnes exerçant effectivement le contrôle et acquisition de participations qualifiées*

1. Les États membres exigent que tout actionnaire détenant une participation qualifiée dans une entreprise d'investissement présente les qualités requises aux fins de garantir la gestion saine et prudente de cette entreprise d'investissement.

Lorsqu'il existe des liens étroits entre l'entreprise d'investissement et d'autres personnes physiques ou morales, l'autorité compétente ne délivre l'agrément qu'à la condition que ces liens étroits ne l'empêchent pas d'exercer effectivement ses fonctions prudentielles.

2. L'autorité compétente refuse l'agrément si les dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un pays tiers applicables à une ou plusieurs personnes physiques ou morales avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des liens étroits, ou des difficultés liées à l'application desdites dispositions, l'empêchent d'exercer effectivement ses fonctions prudentielles.
3. Les États membres exigent de toute personne physique ou morale qui se propose d'acquérir ou de céder, directement ou indirectement, une participation qualifiée dans une entreprise d'investissement qu'elle notifie préalablement le montant de la participation résultante à l'autorité compétente, selon les modalités prévues au second alinéa. Une telle personne est pareillement tenue de notifier à l'autorité compétente son intention d'augmenter ou de réduire sa participation qualifiée, de telle sorte que le pourcentage des droits de vote ou du capital qu'elle détient atteigne, tombe au-dessous ou dépasse respectivement les seuils de 20 %, 33 % ou 50 %, ou de telle sorte que l'entreprise d'investissement devienne sa filiale.

Sans préjudice des dispositions du paragraphe 4, l'autorité compétente a jusqu'à trois mois, à dater de la notification prévue au premier alinéa, pour s'opposer au projet notifié si, au regard de la nécessité de garantir la gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement, elle n'est pas convaincue que les personnes visées audit premier alinéa présentent les qualités requises. Si elle ne s'oppose pas au projet notifié, l'autorité compétente peut fixer une échéance pour sa mise en œuvre.

4. Si l'acquéreur d'une participation visée au paragraphe 3 est une entreprise d'investissement, un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance agréé(e) dans un autre État membre, ou l'entreprise mère d'une entreprise d'investissement, d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'assurance agréé(e) dans un autre État membre, ou une personne contrôlant une entreprise d'investissement, un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance agréé(e) dans un autre État membre, et dès lors qu'à la suite de cette acquisition, l'entreprise ciblée deviendrait sa filiale ou relèverait de son contrôle, l'évaluation de ladite acquisition fait l'objet de la consultation préalable prévue à l'article 55.
5. Les États membres exigent des entreprises d'investissement informées de toute acquisition ou de toute cession de participations détenues dans leur capital qui amènerait lesdites participations à dépasser ou à tomber au-dessous de l'un des seuils visés au paragraphe 3, premier alinéa qu'elles en avisent immédiatement les autorités compétentes.

Une fois par an au moins, les entreprises d'investissement indiquent également aux autorités compétentes le nom des actionnaires et des associés détenant des participations qualifiées, en indiquant le montant de ces participations qualifiées, tel qu'il résulte, par exemple, des informations communiquées à l'assemblée générale annuelle des actionnaires et des associés ou conformément aux dispositions réglementaires applicables aux sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

6. Les États membres exigent que, lorsque l'influence exercée par les personnes visées au paragraphe 1, premier alinéa, est susceptible de nuire à la gestion saine et prudente d'une entreprise d'investissement, l'autorité compétente de celle-ci prenne les mesures qui s'imposent pour mettre fin à cette situation.

Ces mesures peuvent consister en des demandes de décision judiciaire et/ou des sanctions à l'encontre des administrateurs et des personnes responsables de la gestion ou encore en la suspension des droits de vote attachés aux actions détenues par les actionnaires ou les associés concernés.

Des mesures similaires s'appliquent aux personnes qui ne respectent pas l'obligation de fournir les informations demandées préalablement à l'acquisition ou à l'augmentation d'une participation qualifiée. Si une telle participation est prise malgré l'opposition des autorités compétentes, les États membres prévoient, indépendamment de toute autre sanction pouvant être appliquée, soit la suspension des droits de vote correspondants, soit la nullité des votes exprimés ou la possibilité de les annuler.

#### *Article 10*

##### *Adhésion à un système accrédité d'indemnisation des investisseurs*

Les autorités compétentes veillent à ce que toute entité sollicitant l'agrément comme entreprise d'investissement se conforme aux obligations prévues dans la

directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil<sup>18</sup> au moment de la délivrance dudit agrément.

### *Article 11*

#### *Dotation initiale en capital*

1. Les États membres veillent à ce que les autorités compétentes ne délivrent d'agrément qu'à la condition que l'entreprise d'investissement concernée justifie d'une dotation initiale en capital conforme aux exigences de la directive 93/6/CEE, compte tenu de la nature du service d'investissement fourni.
2. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement ne relevant pas de la directive 93/6/CEE, conformément à l'article 2, point 2, points c) et d) de cette directive, souscrivent une assurance de responsabilité civile professionnelle couvrant l'intégralité du territoire communautaire ou une autre garantie comparable contre l'engagement de leur responsabilité pour négligence professionnelle, pour une somme minimale d'un million d'euros par sinistre et de deux millions d'euros par an pour le montant total des sinistres.
3. Les montants visés au paragraphe 2 du présent article sont périodiquement revus par la Commission, afin de tenir compte de l'évolution de l'indice européen des prix à la consommation publié par Eurostat, conformément aux ajustements effectués en vertu de l'article 4, paragraphe 7, de la directive 2002/./CE [sur l'intermédiation en assurance] et au même moment.

### *Article 12*

#### *Exigences organisationnelles*

1. L'État membre d'origine veille à ce que les entreprises d'investissement qui dépendent de lui satisfassent aux exigences organisationnelles énoncées aux paragraphes 2 à 9.
2. Toute entreprise d'investissement met en place des politiques et des procédures visant à garantir qu'elle-même ainsi que ses administrateurs, ses salariés et ses agents liés se plient aux obligations fixées dans la présente directive pour la conduite d'affaires avec des clients ou en leur nom et les obligeant à se comporter d'une manière qui respecte l'intégrité du marché. Ces politiques et ces procédures sont telles qu'elles permettent à l'entreprise d'investissement de démontrer, à la demande de son autorité compétente, qu'elle a agi conformément auxdites obligations.
3. Toute entreprise d'investissement est structurée et organisée de façon à minimiser le risque d'atteinte aux intérêts des clients, du fait de conflits d'intérêts entre ceux-ci et elle-même ou entre deux clients.
4. Toute entreprise d'investissement emploie les systèmes, les ressources et les procédures nécessaires pour garantir la continuité et la régularité de sa prestation de services.

---

<sup>18</sup> JO L 84 du 26.3.1997, page 23.

5. Toute entreprise d'investissement prend, lorsqu'elle confie à un tiers l'exécution de tâches essentielles à la fourniture d'un service continu et satisfaisant aux clients, des mesures raisonnables pour éviter une aggravation induite de son risque opérationnel. L'externalisation de fonctions opérationnelles importantes ne doit pas être faite d'une manière qui nuise à la qualité du contrôle interne de l'entreprise d'investissement et qui empêche son autorité compétente de surveiller qu'elle respecte bien toutes ses obligations.
6. Toute entreprise d'investissement dispose de procédures comptables et administratives saines, de mécanismes de contrôle interne, de techniques efficaces d'évaluation des risques et de dispositifs ad hoc de contrôle et de sauvegarde de ses systèmes informatiques et, en particulier de règles applicables aux transactions personnelles effectuées par les salariés.
7. Toute entreprise d'investissement veille à conserver, de tout service rendu et de toute transaction effectuée par elle-même, un enregistrement suffisant pour permettre à l'autorité compétente de contrôler le respect des obligations prévues dans la présente directive et, en particulier, de toutes les obligations à l'égard des clients.
8. Toute entreprise d'investissement prend, lorsqu'elle détient des instruments financiers appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de propriété desdits clients, notamment en cas d'insolvabilité, et pour empêcher l'utilisation des instruments financiers en question pour compte propre, sauf consentement exprès des clients.
9. Toute entreprises d'investissement prend, lorsqu'elle détient des fonds appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits desdits clients et, sauf dans le cas d'établissements de crédit, pour empêcher l'utilisation des fonds en question pour compte propre.
10. Pour toute succursale d'une entreprise d'investissement, l'autorité compétente de l'État membre où cette succursale est établie fait appliquer l'obligation prévue au paragraphe 7 pour ce qui concerne les transactions effectuées par la succursale, sans préjudice de la possibilité, pour l'autorité compétente de l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement, d'accéder directement aux enregistrements concernés.
11. Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers sur le plan technique et d'assurer l'application uniforme des paragraphes 2 à 9, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution précisant les exigences organisationnelles concrètes qu'il convient d'imposer aux entreprises d'investissement qui fournissent différents services d'investissement et différents services auxiliaires ou une combinaison de ces services.

### *Article 13*

#### *Processus de négociation et dénouement des transactions sur les MTF*

1. Outre les obligations prévues à l'article 12, les États membres exigent des entreprises d'investissement exploitant une MTF qu'elles instaurent des règles et des procédures transparentes et non discrétionnaires afin de garantir un processus de négociation équitable et ordonné et qu'elles fixent des critères objectifs pour une exécution

efficace des ordres, de telle sorte que les utilisateurs obtiennent, à tout moment, le meilleur prix offert sur ou par la MTF, compte tenu du montant de la transaction envisagée. Ces règles et ces procédures sont soumises à l'approbation préalable de l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

2. Les États membres exigent des entreprises d'investissement exploitant une MTF qu'elles y donnent accès selon des conditions commerciales transparentes et objectives. Les entreprises d'investissement exploitant une MTF doivent pouvoir en restreindre l'accès et l'utilisation aux contreparties éligibles visées à l'article 22, paragraphe 3.
3. Les États membres exigent des entreprises d'investissement exploitant une MTF qu'elles informent clairement les utilisateurs de leurs responsabilités respectives quant au règlement des transactions exécutées sur cette MTF. Si lesdites entreprises d'investissement assument une partie de ces responsabilités, les autorités compétentes veillent à ce qu'elles aient pris les dispositions nécessaires pour favoriser un règlement efficace.
4. Lorsqu'une valeur mobilière admise à la négociation sur un marché réglementé est également négociée sur une MTF sans le consentement de l'émetteur, celui-ci ne doit être assujéti à aucune obligation d'information financière initiale, périodique ou spécifique par rapport à cette MTF.
5. Les États membres assurent que toute entreprise d'investissement exploitant une MTF se conforme immédiatement à toute instruction donnée par son autorité compétente conformément à l'article 46, paragraphe 1, en vue de la suspension ou du retrait d'un instrument financier de la négociation.
6. Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers sur le plan technique et d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1 et 2, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution régissant le contenu des règles de négociation visant à promouvoir un processus de négociation équitable et ordonné sur les MTF.

#### *Article 14*

##### *Agrément des entreprises et des succursales d'entreprises de pays tiers*

1. Les États membres informent la Commission des difficultés d'ordre général que rencontrent leurs entreprises d'investissement pour s'établir ou pour fournir des services d'investissement dans un pays tiers.
2. Lorsqu'elle constate, sur la base des informations qui lui sont communiquées conformément au paragraphe 1, qu'un pays tiers n'accorde pas aux entreprises d'investissement de la Communauté un accès effectif au marché comparable à celui offert par la Communauté aux entreprises d'investissement de ce pays tiers, la Commission peut soumettre des propositions au Conseil afin qu'un mandat de négociation approprié lui soit confié en vue d'obtenir des possibilités de concurrence comparables pour les entreprises d'investissement de la Communauté. Le Conseil décide à la majorité qualifiée.
3. Lorsqu'elle constate, sur la base des informations qui lui sont communiquées conformément au paragraphe 1, que les entreprises d'investissement de la



Communauté ne bénéficient pas, dans un pays tiers, d'un traitement national offrant les mêmes possibilités de concurrence qu'aux entreprises d'investissement de ce pays tiers et que les conditions d'accès effectif au marché n'y sont pas remplies, la Commission peut engager des négociations en vue de remédier à la situation.

Dans les circonstances mentionnées au premier alinéa, la Commission peut décider, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, à tout moment et parallèlement à l'engagement de négociations, que les autorités compétentes des États membres doivent limiter ou suspendre leurs décisions concernant les demandes d'agrément pendantes ou futures et la prise de participation d'entreprises mères directes ou indirectes relevant du droit du pays tiers en question. Une telle limitation ou suspension ne peut être appliquée à la création de filiales par des entreprises d'investissement dûment agréées dans la Communauté ou par leurs filiales, ni à la prise de participation par de telles entreprises d'investissement ou filiales dans une entreprise d'investissement de la Communauté. La durée des mesures visées ne peut pas excéder trois mois.

Avant l'expiration de ce délai de trois mois, et à la lumière du résultat des négociations, la Commission peut décider, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, de proroger les mesures appliquées

4. Lorsque la Commission constate l'une des situations visées aux paragraphes 2 et 3, les États membres l'informent, à sa demande:
  - (a) de toute demande d'agrément d'une filiale directe ou indirecte d'une ou de plusieurs entreprises mères relevant du droit du pays tiers en question;
  - (b) de tout projet de prise de participation, dont ils sont saisis en vertu de l'article 9, paragraphe 3, par une telle entreprise mère dans une entreprise d'investissement de la Communauté et qui ferait de celle-ci sa filiale.

Cette obligation d'information cesse dès qu'un accord est conclu avec le pays tiers concerné, ou lorsque les mesures visées au paragraphe 3, deuxième et troisième alinéas, cessent de s'appliquer.

5. Les mesures prises au titre du présent article sont conformes aux obligations qui incombent à la Communauté en vertu d'accords internationaux, tant bilatéraux que multilatéraux, qui régissent l'accès à l'activité des entreprises d'investissement ou son exercice.

## Chapitre II

### CONDITIONS D'EXERCICE APPLICABLES AUX ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

#### Section 1

##### Dispositions générales

###### *Article 15*

###### *Obligation générale de surveillance continue*

1. Les États membres prescrivent que les autorités compétentes soumettent à une surveillance régulière les dispositions organisationnelles que les entreprises d'investissement sont tenues de mettre en place préalablement à leur agrément initial.
2. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles signalent aux autorités compétentes toute modification importante de leur programme d'activité et leur fournissent en outre toute information nécessaire pour vérifier que leurs dispositions organisationnelles modifiées restent suffisantes pour toujours garantir le respect des obligations prévues dans la présente directive.
3. Les États membres veillent à ce que les autorités compétentes contrôlent l'activité des entreprises d'investissement afin de s'assurer qu'elles remplissent les conditions d'exercice prévues au présent chapitre et les autres obligations fixées dans la présente directive. Ils s'assurent qu'elles obtiennent les informations nécessaires pour contrôler le respect de ces obligations par les entreprises d'investissement.
4. Dans le cas des entreprises d'investissement exclusivement prestataires de conseil en investissement, les autorités compétentes peuvent déléguer leur mission de surveillance régulière du respect des exigences organisationnelles et des conditions d'exercice à un organisme satisfaisant aux exigences énoncées à l'article 45, paragraphe 2.

###### *Article 16*

###### *Conflits d'intérêts*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles prennent toute mesure raisonnable pour détecter les conflits d'intérêts se posant entre elles-mêmes, y compris leurs directeurs et leurs salariés, et leurs clients ou entre deux clients lors de la prestation de tout service d'investissement et de tout service auxiliaire ou d'une combinaison de ces services.
2. Les États membres exigent des entreprises d'investissement dont l'activité est source de conflits d'intérêts qu'elles maintiennent et appliquent des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue d'empêcher ces conflits de porter atteinte aux intérêts des clients, ou qu'elles les gèrent de manière à parvenir au même résultat.
3. Lorsque les dispositions organisationnelles ou administratives prises par une entreprise d'investissement pour gérer les conflits d'intérêts ne suffisent pas à

garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera effectivement évité, l'entreprise d'investissement informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale et/ou de la source de ces conflits d'intérêts.

4. Afin de tenir compte de l'évolution des marchés financiers sur le plan technique et d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution visant à:
  - (a) définir les mesures qu'on peut raisonnablement attendre des entreprises d'investissement aux fins de détecter, de prévenir, de gérer et/ou de révéler les conflits d'intérêts se posant lors de la prestation de services d'investissement et de services auxiliaires, ou d'une combinaison de ces services;
  - (b) régler les conflits générés par tout avantage financier reçu ou tout intérêt personnel apparaissant lors de la prestation d'un service d'investissement et pouvant compromettre la qualité ou l'équité d'un service d'investissement connexe fourni à un client ou en son nom.

#### *Article 17*

#### *Dotations continues en capital*

Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles se conforment à tout moment aux règles prévues dans la directive 93/6/CEE, compte tenu de la nature du service d'investissement fourni.

### **Section 2**

#### **Dispositions visant à garantir la protection des investisseurs**

#### *Article 18*

#### *Règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients*

1. Les États membres s'assurent que les entreprises d'investissement, lorsqu'elles fournissent des services d'investissement à des clients, agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients et se conforment, en particulier, aux principes énoncés aux paragraphes 2 à 8.
2. Les communications publicitaires, ou les informations qu'elles contiennent, adressées à des clients ou à des clients potentiels, sont caractérisées comme telles et sont exactes, claires et non trompeuses.
3. Des informations sur l'entreprise d'investissement et ses services sont communiquées aux clients ou aux clients potentiels sous une forme compréhensible et en temps utile, pour permettre à ceux-ci de comprendre la nature précise du service d'investissement et de l'instrument financier proposés ainsi que les risques y afférents.
4. L'entreprise d'investissement obtient du client les informations nécessaires sur ses connaissances, son expérience et ses objectifs en matière d'investissement ainsi que

sur sa situation financière, afin de déterminer quels services d'investissement et quels instruments financiers il convient de lui proposer.

5. Des informations exactes, claires et non trompeuses sur les instruments financiers, les investissements proposés et les infrastructures d'exécution des ordres sont communiquées en temps utile au client, pour permettre à celui-ci de prendre ses décisions d'investissement en toute connaissance de cause.
6. Des orientations et des mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement dans certains instruments ou à certaines stratégies d'investissement sont fournies au client, en tenant tout particulièrement compte des connaissances et de l'expérience de celui-ci.
7. Tout accord conclu entre l'entreprise d'investissement et le client donne lieu à l'établissement d'une preuve écrite qui énonce les droits et les obligations des parties ainsi que les autres conditions auxquelles la première fournira des services au second.
8. Le client reçoit des comptes rendus sur l'état d'avancement des transactions effectuées et des services fournis en son nom ainsi que sur les coûts y afférents.
9. Afin d'assurer la nécessaire protection des investisseurs et l'application uniforme des paragraphes 1 à 8, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution visant à garantir que les entreprises d'investissement se conforment aux principes ci-dessus lors de la fourniture de services d'investissement ou de services auxiliaires à des clients. Ces mesures d'exécution prennent en considération:
  - (a) la nature du ou des services proposés ou fournis au client ou au client potentiel, y compris en ce qui concerne les procédures et les systèmes particuliers que les entreprises d'investissement utilisent pour exécuter des ordres au nom de clients;
  - (b) la nature des instruments financiers proposés ou considérés;
  - (c) l'identité du client ou du client potentiel (particulier ou professionnel).
10. Les États membres permettent à toute entreprise d'investissement recevant, par l'intermédiaire d'une autre entreprise d'investissement, l'instruction de fournir des services d'investissement ou des services auxiliaires au nom d'un client de se fonder sur les informations relatives à ce client communiquées par l'entreprise d'investissement ayant transmis l'instruction.

L'entreprise d'investissement qui reçoit, de cette manière, l'instruction de fournir des services au nom d'un client peut également se fonder sur toute recommandation afférente aux services ou à la transaction en question donnée au client par une autre entreprise d'investissement.

L'entreprise d'investissement qui reçoit l'instruction ou l'ordre d'un client par l'intermédiaire d'une autre entreprise d'investissement reste responsable de la prestation du service ou de l'exécution de la transaction en question, sur la base des informations ou des recommandations susmentionnées, en application des mesures arrêtées conformément au paragraphe 9.

11. L'autorité compétente de l'État membre d'origine veille à ce que les entreprises d'investissement qui fournissent des services dans d'autres États membres remplissent les obligations prévues à la présente disposition et dans les mesures d'exécution arrêtées conformément au paragraphe 9.
12. L'autorité compétente de l'État membre dans lequel une succursale est établie veille au respect des obligations prévues aux paragraphes 1 à 8 et des mesures d'exécution arrêtées conformément au paragraphe 9, pour les services fournis par la succursale à ses clients.

#### *Article 19*

#### *Obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qui fournissent des services comprenant l'exécution, soit par elles-mêmes, soit par une autre entreprise d'investissement, d'ordres de clients portant sur des instruments financiers qu'elles veillent à ce que ces ordres soient exécutés de telle sorte que les clients obtiennent le meilleur résultat possible en termes de prix, de coût, de rapidité et de probabilité de l'exécution, compte tenu de la date, du montant et de la nature des ordres et de toute instruction spécifique donnée par les clients.
2. Les autorités compétentes vérifient que les entreprises d'investissement mettent effectivement en œuvre des procédures efficaces formant une méthode systématique, reproductible et démontrable qui favorise l'exécution des ordres des clients aux conditions les plus favorables pour eux. Lorsqu'elles évaluent ces procédures, les autorités compétentes tiennent compte de la mesure dans laquelle elles permettent aux entreprises d'investissement d'obtenir le meilleur résultat possible au regard des conditions qui existent sur le marché et dont on peut raisonnablement attendre qu'elles y aient accès.
3. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles revoient régulièrement les procédures qu'elles appliquent pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients et, le cas échéant, qu'elles adaptent ces procédures de manière à avoir accès aux infrastructures d'exécution des ordres qui, de manière conséquente, offrent les conditions d'exécution les plus favorables existant sur le marché.
4. Afin d'assurer la nécessaire protection des investisseurs, le fonctionnement équitable et ordonné des marchés et l'application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution relatives:
  - (a) aux facteurs qui peuvent être pris en considération pour déterminer l'exécution au mieux ou calculer le meilleur prix net offert sur le marché, compte tenu du montant et de la nature de l'ordre ainsi que du type de client;
  - (b) aux procédures dont on peut considérer, compte tenu du volume d'activité des différentes entreprises d'investissement, qu'elles constituent une méthode raisonnable et efficace d'avoir accès aux infrastructures d'exécution des ordres qui offrent les conditions d'exécution les plus favorables existant sur le marché.

*Article 20*  
*Règles de traitement des ordres des clients*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients qu'elles appliquent des procédures et des dispositions garantissant l'exécution rapide et équitable de ces ordres par rapport à d'autres ordres de clients ou à leurs propres positions de négociation.
2. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement appliquent des procédures ou des dispositions qui garantissent l'exécution des ordres de clients, par ailleurs comparables, en fonction de la date de leur réception, et qui empêchent que les intérêts desdits clients ne soient lésés par quelque conflit d'intérêts que ce soit.
3. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement obtiennent le consentement exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution des ordres passés par ceux-ci en dehors des règles et des systèmes propres à un marché réglementé ou à une MTF. Ils doivent autoriser les entreprises d'investissement à obtenir ce consentement préalable soit sous la forme d'un accord général, soit pour chaque transaction. S'il est donné sous la forme d'un accord général, ledit consentement préalable doit figurer dans un document séparé et être renouvelé annuellement.
4. Les États membres exigent que, dans le cas d'un ordre limité qui est passé par un client et qui ne peut être exécuté sans délai dans les conditions prévalant sur le marché, les entreprises d'investissement prennent, sauf si le client donne expressément l'instruction contraire, des mesures visant à faciliter l'exécution la plus rapide possible de cet ordre, en en rendant les conditions immédiatement publiques sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché. Les États membres prescrivent que les autorités compétentes peuvent ne pas faire appliquer cette obligation dans le cas d'ordres limités portant sur un volume inhabituellement élevé, conformément à l'article 41, paragraphe 2.
5. Afin d'assurer que les mesures visant à garantir la protection des investisseurs et le fonctionnement équitable et ordonné des marchés financiers tiennent compte de l'évolution de ceux-ci sur le plan technique et afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 4, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution définissant:
  - (a) les conditions et la nature des procédures et des dispositions aboutissant à l'exécution rapide et équitable des ordres des clients ainsi que les situations dans lesquelles ou les types de transactions pour lesquels les entreprises d'investissement peuvent raisonnablement renoncer à une exécution rapide, de manière à obtenir des conditions plus favorables pour leurs clients;
  - (b) les modalités d'obtention et de renouvellement du consentement donné par les clients préalablement à l'exécution de leurs ordres en dehors des règles et des systèmes propres à un marché réglementé ou à une MTF;
  - (c) les différentes méthodes selon lesquelles les entreprises d'investissement peuvent être réputées avoir rempli leur obligation de divulguer au marché le détail des ordres limités non exécutés.

## *Article 21*

### *Obligations incombant aux entreprises d'investissement qui emploient des agents liés*

1. Les États membres exigent de toute entreprise d'investissement qu'elle n'emploie d'agents liés qu'à la seule fin de promouvoir ses services, de démarcher des clients ou des clients potentiels ou de recueillir les ordres de ceux-ci et de les lui transmettre ainsi que de fournir des conseils sur les instruments financiers ou les services qu'elle propose.
2. Les États membres exigent de toute entreprise d'investissement employant un agent lié qu'elle assume la responsabilité pleine et inconditionnelle de toute action effectuée ou de toute omission commise par cet agent lié lorsqu'il agit en son nom. Ils exigent en outre qu'elle veille à ce que ledit agent lié dévoile immédiatement à tout client ou à tout client potentiel en quelle qualité il agit et quelle entreprise il représente.
3. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement contrôlent les activités de leurs agents liés et adoptent des procédures et des dispositions visant à garantir que ceux-ci opèrent toujours d'une manière conforme à la présente directive.
4. Chaque État membre veille à ce que les agents liés qui opèrent ou souhaitent opérer sur son territoire soient inscrits dans un registre public établi et tenu sous la responsabilité de son autorité compétente.

L'autorité compétente en question s'assure que ne puissent être inscrits dans le registre public que les agents liés dont il est établi qu'ils jouissent d'une honorabilité suffisante et possèdent les connaissances générales, commerciales et professionnelles requises pour communiquer précisément à tout client ou à tout client potentiel toutes les informations pertinentes sur le service proposé.

Ce registre est régulièrement mis à jour. Il est ouvert à la consultation.

5. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement n'emploient que les agents liés inscrits dans les registres publics établis conformément au paragraphe 4.
6. Les États membres peuvent prévoir que les autorités compétentes délèguent l'établissement et la tenue du registre public prévu au paragraphe 4 ainsi que la mission de contrôler que les agents liés se conforment aux obligations fixées au paragraphe 4 à un organisme satisfaisant aux exigences énoncées à l'article 45, paragraphe 2.

## *Article 22*

### *Transactions avec des contreparties éligibles*

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou à négocier pour compte propre puissent conclure des transactions avec des contreparties éligibles sans devoir se conformer aux obligations prévues aux articles 18, 19 et 20 dans le cas desdites transactions.
2. Aux fins de conclure des transactions conformément au paragraphe 1, les entreprises d'investissement obtiennent de la contrepartie éligible potentielle la confirmation

qu'elle accepte d'être traitée comme telle. Cette confirmation est obtenue soit avant, soit durant la transaction, ou sous la forme d'un accord général.

3. Les États membres reconnaissent comme contreparties éligibles aux fins du présent article et des articles 13 et 39 les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance ou tout autre intermédiaire financier agréé ou réglementé considéré comme tel en droit européen, à l'exclusion des OPCVM et de leurs sociétés de gestion ainsi que des fonds de retraite et de leurs sociétés de gestion.

Les États membres peuvent aussi reconnaître comme contreparties éligibles les OPCVM et leurs sociétés de gestion, les fonds de retraite et leurs sociétés de gestion et d'autres sociétés satisfaisant à des exigences proportionnelles préalablement établies, y compris des seuils quantitatifs. Dans le cas d'une transaction où la contrepartie éligible potentielle est établie dans un autre État membre, l'entreprise d'investissement tient compte du statut de cette autre société, tel qu'il est défini par le droit ou les mesures en vigueur dans l'État membre où elle est établie.

Le classement comme contrepartie éligible conformément au second alinéa est sans préjudice du droit des entités concernées à demander d'être traitées comme des clients dont les affaires avec l'entreprise d'investissement relèvent des articles 18, 19 et 20.

4. Les États membres veillent à ce que les transactions effectuées par les utilisateurs ou les participants d'un marché réglementé ou d'une MTF, sur ce marché réglementé ou cette MTF ou via leurs systèmes, soient considérées comme des transactions entre contreparties éligibles.
5. Afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3, compte tenu de l'évolution des pratiques du marché, et afin de favoriser le fonctionnement efficace du marché unique, la Commission peut arrêter, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution concernant le classement comme contrepartie éligible.

### SECTION 3

#### TRANSPARENCE ET INTEGRITE DU MARCHE

##### *Article 23*

##### *Obligation de préserver l'intégrité du marché, de déclarer les transactions conclues et d'en conserver un enregistrement*

1. Sans préjudice de la répartition des responsabilités afférentes au contrôle des dispositions de la directive 2003/46/CE du Parlement européen et du Conseil [concernant les abus de marché]<sup>19</sup>, les autorités compétentes contrôlent également l'activité des entreprises d'investissement pour assurer qu'elles l'exercent d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui renforce l'intégrité du marché.

---

<sup>19</sup> JOL



2. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles tiennent à la disposition des autorités compétentes, pour une durée minimale de cinq ans, les données pertinentes relatives à toutes les transactions sur instruments financiers qu'elles ont conclues, soit pour compte propre, soit au nom d'un client. Dans le cas des transactions conclues au nom d'un client, ces enregistrements contiennent tous les renseignements relatifs à l'identité de ce client ainsi que les informations exigées en vertu de la directive 91/308/CEE du Conseil<sup>20</sup>.
3. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qui effectuent des transactions portant sur tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé qu'elles déclarent le détail de ces transactions à l'autorité compétente leur État membre d'origine. Cette obligation s'applique, que les transactions en question aient été effectuées ou non sur un marché réglementé.
4. Ces déclarations sont transmises le plus rapidement possible et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant. Elles indiquent quel instrument a été acheté ou vendu, en quelle quantité, à quelle date et à quel moment l'exécution a eu lieu et quel a été le prix de la transaction. Elles identifient la partie ayant exécuté la transaction et précisent sur quel marché, sur quelle autre infrastructure de négociation ou par quel autre moyen cette exécution a eu lieu.
5. Les États membres prévoient que les déclarations sont faites aux autorités compétentes par les entreprises d'investissement elles-mêmes ou par le marché réglementé ou la MTF via les systèmes duquel ou de laquelle la transaction a été conclue. Lorsque les transactions conclues sur un marché réglementé ou une MTF sont directement déclarées à l'autorité compétente par ledit marché réglementé ou ladite MTF, l'obligation faite aux entreprises d'investissement par le paragraphe 3 peut ne pas s'appliquer.
6. Afin d'assurer que les mesures visant à préserver l'intégrité du marché soient modifiées de façon à tenir compte de l'évolution des marchés financiers sur le plan technique et afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 5, la Commission peut arrêter, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution qui précisent les méthodes à appliquer pour déclarer les transactions financières, la forme et le contenu à donner à ces déclarations, ainsi que les dispositions à prendre pour les communiquer aux autorités compétentes des autres États membres.

#### *Article 24*

##### *Contrôle de la négociation effectuée sur ou par une MTF*

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement exploitant une MTF mettent en place des dispositions appropriées et efficaces facilitant le contrôle effectif, sur une base régulière, des transactions effectuées sur ou via cette MTF, en vue de détecter toute condition de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché ou tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché.

Les États membres veillent à ce que, en vertu de ces dispositions, les entreprises d'investissement communiquent sans délai les informations recueillies conformément

---

<sup>20</sup> JO L 166 du 28.6.1991, page 77.

au premier alinéa aux autorités compétentes et prêtent à celles-ci toute l'aide nécessaire pour instruire et poursuivre les abus de marché commis sur ou via la MTF.

Afin de promouvoir un contrôle ordonné et efficace de la négociation effectuée sur les MTF, de préserver l'intégrité globale du marché et d'assurer l'application uniforme du premier alinéa, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution définissant les dispositions visées audit premier alinéa.

#### *Article 25*

#### *Obligation des entreprises d'investissement de rendre publics leurs prix fermes à l'offre et à la demande*

1. Les Etats membres veillent à ce que toute entreprise d'investissement autorisée à intervenir pour son propre compte, soit soumise à l'obligation de rendre publics ses prix fermes à l'offre et à la demande, pour les transactions d'une taille standard d'actions normalement négociée par un investisseur individuel non professionnel. Cette obligation s'applique pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé et pour lesquelles il existe un marché liquide.

Les Etats membres veillent à ce que les entreprises d'investissement mentionnées dans le premier alinéa ne puissent négocier avec d'autres entreprises d'investissement et contreparties éligibles qu'aux prix affichés, à l'exception de situations dûment justifiées par des considérations légitimes d'ordre commercial liées au règlement final de la transaction.

2. Les Etats membres veillent à ce que l'obligation visée au paragraphe 1 soit levée pour les entreprises d'investissement qui ne représentent pas d'importants contributeurs de liquidité de façon régulière ou continue, pour l'action (les actions) en question.
3. Les Etats membres veillent à ce que les prix à l'offre et à la demande affichés conformément au paragraphe 1 soient rendus publics de telle manière qu'ils soient facilement accessibles aux autres intervenants de marché, fournis gratuitement et cela de manière régulière et continue pendant les heures normales de négociation.

L'autorité compétente s'assure que les prix rendus publics reflètent les conditions de marché prévalant pour cette action, et que l'entreprise d'investissement actualise régulièrement les prix à l'offre et à la demande qu'elle rend publics au titre du paragraphe 1.

4. Pour assurer une application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3, de manière à permettre l'évaluation efficiente des actions et à maximiser la possibilité pour les entreprises d'investissement d'obtenir la meilleure transaction possible pour leurs clients, la Commission adopte, conformément à la procédure prévue à l'article 59(2), des mesures d'exécution qui:
  - (a) précisent la taille standard d'actions normalement négociée par un investisseur individuel non professionnel pour laquelle une entreprise d'investissement doit rendre publics des prix fermes à l'offre et à la demande;

- (b) définissent les actions ou les catégories d'actions pour lesquelles il existe une liquidité suffisante, à même de permettre l'application de l'obligation visée au paragraphe 1;
- (c) déterminent quels types d'entreprises d'investissement peuvent ne pas être soumis, en vertu du paragraphe 2, à l'obligation visée au paragraphe 1;
- (d) précisent les moyens permettant aux entreprises d'investissement de remplir leurs obligations prévues au paragraphe 3, ces moyens devant inclure les possibilités suivantes :
  - à travers les infrastructures de tout marché réglementé qui a admis l'instrument en question aux négociations;
  - à travers les services d'une tierce personne; ou
  - à travers des dispositifs appartenant en propre à l'entreprise d'investissement.

#### *Article 26*

##### *Transparence post-négociation par les entreprises d'investissement*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qui concluent des transactions portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé, soit pour compte propre, soit au nom de clients, en dehors des règles et des systèmes propres à un marché réglementé ou à une MTF qu'elles rendent publics le volume, le prix et la date de ces transactions. Ces informations sont rendues publiques immédiatement, à des conditions commerciales raisonnables et sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.
2. Les autorités compétentes veillent à ce que les informations susmentionnées soient publiées conformément au paragraphe 1 et à ce que les délais de cette publication satisfassent aux exigences fixées conformément à l'article 42. Lorsque les mesures arrêtées conformément à l'article 42 prévoient la déclaration différée de certaines catégories de transactions sur actions, cette possibilité s'applique *mutatis mutandis* aux mêmes transactions lorsqu'elles sont conclues en dehors des règles et des systèmes propres à un marché réglementé ou à une MTF.
3. Afin d'assurer le fonctionnement équitable et ordonné des marchés et l'application uniforme du paragraphe 1, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution qui:
  - (a) précisent les moyens par lesquels les entreprises d'investissement peuvent se conformer aux obligations prévues au paragraphe 1, et notamment:
    - (i) via l'infrastructure offerte par tout "marché réglementé" ayant admis l'instrument concerné à la négociation;
    - (ii) via les bureaux d'un tiers;
    - (iii) au moyen de dispositions propres;

- (b) précisent les modalités d'application des obligations prévues au paragraphe 1 dans le cas de transactions impliquant l'utilisation d'actions à des fins de garantie, de prêt ou à d'autres fins, lorsque l'échange de ces actions est déterminé par des facteurs autres qu'une évaluation à un prix de marché.

#### *Article 27*

##### *Exigences de transparence pré-négociation applicables aux MTF*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement exploitant une MTF qu'elles rendent publics les cours acheteurs et vendeurs actuels affichés par leurs systèmes, pour les actions admises à la négociation sur un marché réglementé. Ils prévoient que ces informations sont rendues publiques à des conditions commerciales raisonnables et en continu, pendant les heures de négociation normales.
2. Les autorités compétentes veillent à ce que le contenu des informations pré-négociation exigées des MTF ainsi que le moment de leur publication et les méthodes employées à cette fin satisfassent aux mêmes exigences que celles appliquées conformément à l'article 41 pour les transactions sur actions conclues sur un marché réglementé.

Les autorités compétentes peuvent également ne pas faire appliquer les obligations prévues au paragraphe 1 pour les méthodes de négociation employées par les MTF lorsque des exemptions sont prévues, au titre de l'article 41, pour les mêmes méthodes de négociation employées par des marchés réglementés.

#### *Article 28*

##### *Exigences de transparence post-négociation applicables aux MTF*

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement exploitant une MTF qu'elles rendent publics le prix, le volume et la date des transactions exécutées dans le cadre des règles et des systèmes propres à cette MTF et portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé. Ils exigent en outre que le détail de ces transactions soit rendu public à des conditions commerciales raisonnables et, dans la mesure du possible, en temps réel.
2. Les autorités compétentes veillent à ce que le contenu des informations post-négociation exigées des MTF ainsi que le moment de leur publication et les méthodes employées à cette fin satisfassent aux mêmes exigences que celles appliquées conformément à l'article 42 pour les transactions sur actions conclues sur un marché réglementé.

## Chapitre III

### DROITS DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

#### *Article 29*

#### *Liberté de prestation de services*

1. Les États membres veillent à ce que toute entreprise d'investissement agréée et surveillée par l'autorité compétente d'un autre État membre conformément à la présente directive puisse librement fournir des services d'investissement et des services auxiliaires sur leur territoire, sous réserve que ces services soient couverts par l'agrément. Ils n'imposent pas d'obligations supplémentaires à ces entreprises d'investissement pour les matières régies par la présente directive.
2. Toute entreprise d'investissement qui souhaite fournir des services sur le territoire d'un autre État membre pour la première fois ou qui souhaite modifier la gamme des services ainsi fournis communique les informations suivantes à l'autorité compétente de son État membre d'origine:
  - (a) l'État membre dans lequel elle envisage d'opérer;
  - (b) un programme d'activité mentionnant, en particulier, les services d'investissement ou les services auxiliaires qu'elle entend fournir et si elle prévoit d'employer des agents liés sur le territoire de l'État membre ciblé.
3. Dans le mois suivant la réception de ces informations, l'autorité compétente de l'État membre d'origine les transmet à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil. L'entreprise d'investissement peut alors commencer à fournir le ou les services en question dans ledit État membre d'accueil.
4. En cas de modification de l'une quelconque des informations communiquées conformément au paragraphe 2, l'entreprise d'investissement en avise par écrit l'autorité compétente de son État membre d'origine au moins un mois avant de mettre ladite modification en œuvre. L'autorité compétente de l'État membre d'origine informe l'autorité compétente de l'État membre d'accueil de la modification.
5. Sans autre exigence juridique ou administrative, chaque État membre autorise les MTF des autres États membres à installer des dispositifs appropriés sur son territoire, pour permettre aux utilisateurs et aux membres qui y sont établis d'accéder ou d'adhérer à distance à leurs systèmes et d'y négocier.

#### *Article 30*

#### *Établissement d'une succursale*

1. Les États membres veillent à ce qu'une entreprise d'investissement puisse, par l'établissement d'une succursale, fournir des services d'investissement et des services auxiliaires sur leur territoire, sous réserve que ces services soient couverts par l'agrément accordé à cette entreprise d'investissement dans son État membre d'origine.

Ils n'imposent pas d'obligations supplémentaires quant à l'organisation et au fonctionnement de la succursale pour les matières régies par la présente directive, hormis celles autorisées en vertu du paragraphe 7.

2. Les États membres exigent que toute entreprise d'investissement souhaitant établir une succursale sur le territoire d'un autre État membre en informe préalablement l'autorité compétente de son État membre d'origine et lui communique les informations suivantes:
  - (a) l'État membre sur le territoire duquel elle envisage d'établir une succursale;
  - (b) un programme d'activité précisant notamment les services que fournira la succursale et la structure organisationnelle qu'elle aura et si elle entend employer des agents liés;
  - (c) l'adresse à laquelle des documents peuvent être réclamés dans l'État membre d'accueil;
  - (d) le nom des personnes chargées de la gestion de la succursale.
3. À moins d'avoir des raisons de douter de l'adéquation de la structure administrative ou de la santé financière de l'entreprise d'investissement, compte tenu des activités envisagées, l'autorité compétente de l'État membre d'origine communique toutes ces informations, dans les trois mois suivant leur réception, à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil et en avise l'entreprise d'investissement.
4. Outre les informations visées au paragraphe 2, l'autorité compétente de l'État membre d'origine communique à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil des renseignements détaillés sur le système accrédité d'indemnisation des investisseurs auquel l'entreprise d'investissement est affiliée conformément à la directive 97/9/CE. En cas de modification des informations, l'autorité compétente de l'État membre d'origine en avise l'autorité compétente de l'État membre d'accueil.
5. Lorsqu'elle refuse de communiquer les informations susmentionnées à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, l'autorité compétente de l'État membre d'origine indique les raisons de son refus à l'entreprise d'investissement concernée, dans les trois mois suivant la réception desdites informations.
6. Dès réception d'une note de l'autorité compétente de l'État membre d'accueil ou, en l'absence d'une telle note, dans un délai maximal de deux mois suivant la communication de l'autorité compétente de l'État membre d'origine, la succursale peut être établie et commencer son activité.
7. L'autorité compétente de l'État membre d'accueil assume la responsabilité de veiller à ce que les services fournis par la succursale satisfassent aux obligations prévues à l'article 12, paragraphe 7, et à l'article 18 et dans les mesures arrêtées conformément à ces dispositions.

L'autorité compétente de l'État membre d'accueil doit être habilitée à examiner les dispositions concernant la succursale et à exiger leur modification, lorsqu'une telle modification est strictement nécessaire pour lui permettre de faire appliquer les obligations prévues à l'article 12, paragraphe 7, et à l'article 18, et dans les mesures arrêtées conformément à ces dispositions.

8. Chaque État membre prévoit que, lorsqu'une entreprise d'investissement agréée dans un autre État membre a établi une succursale sur son territoire, l'autorité compétente de l'État membre d'origine de cette entreprise d'investissement peut, dans l'exercice de ses responsabilités et après en avoir informé l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, procéder elle-même ou via des personnes mandatées à cet effet à des vérifications sur place dans cette succursale.
9. En cas de modification de l'une quelconque des informations communiquées conformément au paragraphe 2, l'entreprise d'investissement en avise par écrit l'autorité compétente de son État membre d'origine au moins un mois avant de mettre ladite modification en œuvre. L'autorité compétente de l'État membre d'origine informe l'autorité compétente de l'État membre d'accueil de la modification.

### *Article 31*

#### *Accès aux marchés réglementés*

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement des autres États membres agréées pour exécuter les ordres de clients ou pour négocier pour compte propre aient le droit de devenir membres d'un marché réglementé établi sur leur territoire ou d'y avoir accès, selon l'une ou selon l'ensemble des modalités suivantes:
  - (a) directement, en établissant une succursale dans l'État membre d'accueil;
  - (b) indirectement, en établissant une filiale dans l'État membre d'accueil ou y en acquérant des entreprises qui sont déjà membres de ses marchés réglementés ou y ont déjà accès; et/ou
  - (c) en devenant membres à distance ou en ayant accès à distance à un marché réglementé, sans devoir être établies dans l'État membre d'origine de ce marché réglementé, lorsque les procédures et les systèmes de négociation de celui-ci ne requièrent pas une présence physique pour la conclusion de transactions.
2. Les États membres n'imposent aux entreprises d'investissement qui exercent le droit conféré au paragraphe 1 aucune exigence réglementaire ou administrative supplémentaire concernant les matières régies par la présente directive.
3. Le droit conféré au paragraphe 1 est sans préjudice de l'obligation des entreprises d'investissement de se conformer à toute condition commerciale transparente et objective que les marchés réglementés peuvent imposer comme préalable à la qualité de membre ou de participant, conformément à l'article 39.

### *Article 32*

#### *Accès aux systèmes de compensation et de règlement et droit de désigner un système de règlement*

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement des autres États membres puissent accéder, directement ou indirectement, aux systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement existant sur leur territoire aux fins du dénouement de transactions sur instruments financiers.

Ils veillent également à ce que l'accès desdites entreprises d'investissement à ces infrastructures soit soumis aux mêmes conditions commerciales transparentes et objectives que celles qui s'appliquent aux participants nationaux. Ils ne limitent pas l'utilisation desdites infrastructures à la compensation et au règlement des transactions sur instruments financiers effectuées sur un marché réglementé ou une MTF existant sur leur territoire.

2. Les États membres veillent à ce que tout marché réglementé établi sur leur territoire offre à ses membres ou à ses participants directs, indirects et à distance le droit de désigner le système de règlement des transactions sur instruments financiers effectuées via ses systèmes, sous réserve:
  - (a) de la mise en place de dispositifs et de liens entre le système de règlement désigné et tout autre système ou infrastructure nécessaires pour assurer le règlement efficace et économique des transactions en question; et
  - (b) de la reconnaissance, par l'autorité compétente du marché réglementé, que les conditions techniques de règlement des transactions conclues sur ce marché réglementé via un autre système de règlement que celui qu'il a désigné sont de nature à permettre le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers.
3. Les droits accordés aux entreprises d'investissement aux paragraphes 1 et 2 sont sans préjudice du droit des opérateurs de systèmes de contrepartie centrale, de compensation ou de règlement de refuser l'accès à leur services pour des raisons commerciales légitimes.
4. Afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution qui précisent:
  - (a) la nature des liens techniques à mettre en place entre, d'une part, les systèmes de règlement désignés par les entreprises d'investissement et, d'autre part, d'autres systèmes et infrastructures afin d'assurer le règlement efficace et économique des transactions, ainsi que les conditions dans lesquelles ces liens seront considérés comme adéquats aux fins du présent article;
  - (b) les éléments dont une autorité compétente peut tenir compte lorsqu'elle évalue si le règlement des transactions sur valeurs mobilières effectué sur un marché réglementé par un système de règlement autre que celui désigné par le marché réglementé en question peut porter atteinte au fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers.



### TITRE III

## MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

#### *Article 33*

#### *Agrément et loi applicable*

1. Les États membres réservent l'agrément de marché réglementé aux entités établies sur leur territoire qui se conforment aux dispositions du présent titre.

Cet agrément n'est délivré qu'une fois les autorités compétentes assurées qu'aussi bien l'exploitant que les règles et les systèmes du marché réglementé en question satisfont aux exigences énoncées au présent titre.

2. Les États membres prescrivent que les marchés réglementés effectuent les actes afférents à leur organisation et à leur fonctionnement sous la surveillance et la responsabilité des autorités compétentes. Ils font en sorte que les autorités compétentes s'assurent régulièrement que les marchés réglementés respectent les dispositions du présent titre.

3. Sans préjudice de toute disposition applicable de la directive 2002/./CE [concernant les abus de marché], le droit public régissant les transactions effectuées dans le cadre des règles et des systèmes propres à un marché réglementé est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé.

4. Les États membres exigent des marchés réglementés qu'ils notifient aux autorités compétentes tout projet de modification aussi bien des conditions dans lesquelles l'agrément leur a été accordé que de leur programme d'activité.

Les autorités compétentes refusent les modifications proposées lorsque le programme d'activité qui en résulterait ne remplit pas les conditions fixées au présent titre.

5. Les États membres prévoient que les autorités compétentes peuvent retirer son agrément à tout marché réglementé, lorsque l'inapplication des dispositions du présent titre a compromis ou risque de compromettre, de manière démontrable et dans une mesure significative, le fonctionnement sain et prudent dudit marché réglementé ou le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers.

#### *Article 34*

#### *Exigences applicables aux exploitants de marchés réglementés*

1. Les États membres exigent que tout exploitant d'un marché réglementé jouisse d'une honorabilité et d'une expérience suffisantes pour garantir la gestion saine et prudente dudit marché réglementé. Ils obligent également les marchés réglementés à informer les autorités compétentes de tout changement de l'identité des personnes qui dirigent effectivement leur activité.

Les autorités compétentes refusent d'approuver les propositions tendant à changer la composition de l'équipe d'un exploitant de marché réglementé, lorsqu'il existe des

raisons objectives et démontrables d'estimer que le changement proposé compromettrait la gestion saine et prudente dudit marché réglementé.

2. Les États membres assurent que tout exploitant d'un marché réglementé est, en particulier, responsable de la conformité dudit marché réglementé aux exigences fixées au présent titre.
3. Les États membres exigent que tout exploitant d'un marché réglementé détienne, au moment de l'agrément et à tout moment par la suite, des ressources financières suffisantes pour faciliter le fonctionnement ordonné dudit marché réglementé, compte tenu de la nature et de l'ampleur des transactions qui y sont conclues ainsi que de l'éventail et de l'intensité des risques auxquels il est exposé.
4. Afin d'assurer l'application uniforme du paragraphe 3, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution définissant les ressources financières que les exploitants de marchés réglementés doivent détenir, compte tenu de toute autre disposition prise par lesdits marchés réglementés pour atténuer les risques auxquels ils sont exposés.
5. Les exploitants de marchés réglementés reconnus, par l'autorité compétente de leur État membre d'origine, comme respectant le paragraphe 1, sont réputés tels lorsqu'ils sollicitent d'un autre État membre l'agrément nécessaire pour y établir un marché réglementé.

#### *Article 35*

##### *Exigences applicables aux détenteurs du contrôle effectif d'un marché réglementé*

1. Les États membres soumettent à des exigences d'honorabilité les personnes qui sont en mesure de contrôler effectivement, de manière directe ou indirecte, un marché réglementé.
2. Les États membres exigent des marchés réglementés:
  - (a) qu'ils fournissent aux autorités compétentes et au public des informations concernant la structure de leur actionnariat, notamment l'identité des personnes en mesure d'exercer un contrôle sur leur fonctionnement ainsi que le montant des intérêts détenus par ces personnes;
  - (b) qu'ils signalent aux autorités compétentes et au public tout transfert de propriété entraînant un changement de l'identité des personnes exerçant le contrôle effectif.
3. Les autorités compétentes refusent d'approuver les propositions tendant à changer l'identité des personnes qui contrôlent un marché réglementé, lorsqu'il existe des raisons objectives et démontrables d'estimer que le changement proposé compromettrait la gestion saine et prudente dudit marché réglementé.

#### *Article 36*

##### *Exigences organisationnelles*

1. Les États membres exigent des marchés réglementés:

- (a) qu'ils prennent des dispositions pour repérer clairement et gérer les effets potentiellement dommageables, pour leur fonctionnement ou pour leurs participants, de tout conflit entre les exigences de leur bon fonctionnement et leurs intérêts propres ou ceux de leurs actionnaires ou de leurs exploitants, notamment dans le cas où un tel conflit risque de compromettre l'exercice d'une fonction qui leur a été déléguée par une autorité compétente;
- (b) qu'ils soient dûment équipés pour gérer les risques auxquels ils sont exposés, qu'ils mettent en œuvre des dispositifs et des systèmes leur permettant d'identifier tous les risques significatifs pouvant compromettre leur bon fonctionnement et qu'ils instaurent des mesures effectives pour atténuer ces risques;
- (c) qu'ils mettent en œuvre des dispositifs propres à garantir la bonne gestion de leurs opérations techniques et notamment des procédures d'urgence efficaces pour faire face aux dysfonctionnements éventuels des systèmes de négociation;
- (d) qu'ils adoptent des règles et des procédures transparentes et non discrétionnaires assurant une exécution efficace des ordres sur la base de critères objectifs, pour permettre à leurs participants d'obtenir le meilleur prix de marché, compte tenu du moment et du montant de la transaction envisagée. Ces règles et ces procédures sont soumises à l'approbation préalable de l'autorité compétente de l'État membre d'origine;
- (e) qu'ils mettent en œuvre des dispositifs visant à faciliter le dénouement efficace et en temps voulu des transactions exécutées dans le cadre de leurs règles et de leurs systèmes.

#### *Article 37*

##### *Admission des instruments financiers à la négociation*

1. Les États membres veillent à ce que les marchés réglementés établissent des règles claires et transparentes concernant l'admission des instruments financiers à la négociation. Ils exigent que ces règles soient approuvées par les autorités compétentes, compte tenu de toutes les mesures d'exécution arrêtées conformément au paragraphe 6.

Ces règles assurent que tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé est émis de façon à garantir sa libre cessibilité ainsi que les conditions d'une négociation équitable, ordonnée et efficace.

2. En ce qui concerne les instruments dérivés, elles assurent notamment que le contrat dérivé est compatible avec une cotation ordonnée, tant sur le marché dérivé que sur le marché sous-jacent, ainsi qu'avec les conditions d'un règlement efficace.
3. Outre les obligations prévues aux paragraphes 1 et 2, les États membres exigent que les marchés réglementés mettent en place et maintiennent des dispositions efficaces leur permettant de vérifier que les émetteurs des valeurs mobilières dont l'admission à la négociation est envisagée se conforment aux prescriptions du droit communautaire en matière d'information financière initiale, périodique et spécifique.

Les autorités compétentes veillent à ce que les marchés réglementés instaurent des dispositions facilitant l'accès de leurs membres ou de leurs participants à l'information rendue publique en vertu du droit communautaire.

4. Les États membres veillent à ce que les marchés réglementés mettent en place les dispositions nécessaires pour contrôler régulièrement le respect des conditions d'admission des instruments financiers qu'ils ont admis à la négociation.
5. Les États membres prévoient qu'une fois admise à la négociation sur un marché réglementé, une valeur mobilière émise sur leur territoire peut être admise ultérieurement à la négociation sur tout autre marché réglementé sans le consentement de l'émetteur. Cet autre marché réglementé informe l'émetteur que la valeur mobilière en question y est négociée. Un émetteur n'est pas tenu de fournir directement l'information exigée en vertu du paragraphe 3 à un marché réglementé qui a admis ses valeurs mobilières à la négociation sans son consentement.
6. Afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 5, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution qui précisent:
  - (a) pour les différentes catégories d'instruments, les caractéristiques qui doivent être prises en considération par un marché réglementé pour déterminer si un instrument a été émis conformément aux conditions fixées au paragraphe 1, deuxième alinéa, en vue de son admission à la négociation sur ses différents segments;
  - (b) les dispositions qu'un marché réglementé doit appliquer pour être réputé avoir rempli son obligation de vérifier que l'émetteur d'une valeur mobilière respecte les prescriptions du droit communautaire en matière d'information financière initiale, périodique ou spécifique.

#### *Article 38*

##### *Suspension et retrait d'instruments de la négociation*

1. Sans préjudice du droit des autorités compétentes d'exiger la suspension ou le retrait d'un instrument de la négociation conformément à l'article 46, paragraphe 1, points (j) et (k), les marchés réglementés peuvent suspendre ou retirer de la négociation tout instruments financier qui n'obéit plus à leurs règles, sauf si une telle mesure est susceptible de compromettre leur fonctionnement ordonné ou de léser les intérêts des investisseurs.

Les États membres veillent à ce qu'un marché réglementé qui suspend ou retire un instrument financier de la négociation rende sa décision publique et communique les informations y afférentes à son autorité compétente. Celle-ci est tenue de notifier ce fait aux autorités compétentes des autres États membres.

2. L'autorité compétente qui exige la suspension ou le retrait d'un instrument financier de la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés fait immédiatement connaître sa décision au public et aux autorités compétentes des autres États membres.

*Article 39*  
*Accès aux marchés réglementés*

1. Les États membres exigent que les marchés réglementés instaurent et maintiennent des règles transparentes, fondées sur des critères commerciaux objectifs, régissant l'accès de leurs participants et l'adhésion de leurs membres. Ces règles spécifient toutes les obligations incombant aux membres ou aux participants en question en vertu:
  - (a) des actes constitutifs et administratifs du marché réglementé concerné;
  - (b) des dispositions relatives aux transactions qui y sont conclues;
  - (c) des normes professionnelles imposées au personnel opérant sur le marché ou avec celui-ci;
  - (d) des règles et des procédures relatives à la compensation et au règlement des transactions qui y sont conclues.

Les États membres veillent également à ce que les marchés réglementés mettent en place des dispositions efficaces pour contrôler le respect constant de ces règles par leurs membres et participants.

2. Les États membres veillent à ce que les marchés réglementés restreignent la qualité de membre ou de participant aux contreparties éligibles au sens de l'article 22, paragraphe 3.
3. Les États membres veillent à ce que les règles des marchés réglementés régissant l'adhésion de leurs membres ou l'accès de leur participants prévoient la participation directe, indirecte ou à distance d'entreprises d'investissement.
4. Sans autre exigence juridique ou administrative, chaque État membre autorise les marchés réglementés des autres États membres à prendre, sur son territoire, les dispositions nécessaires pour permettre aux membres et participants qui y sont établis d'adhérer ou d'accéder à distance à leurs systèmes et d'y négocier.
5. Les États membres exigent que les marchés réglementés communiquent régulièrement la liste de leurs membres et participants aux autorités compétentes.

*Article 40*  
*Contrôle de la négociation sur les marchés réglementés*

1. Les États membres veillent à ce que les marchés réglementés instaurent et maintiennent des dispositions efficaces pour le contrôle régulier des transactions effectuées par leurs membres ou leurs participants dans le cadre de leurs règles et de leurs systèmes, en vue de détecter toute violation desdites règles, toute condition de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché ou tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché.
2. Les États membres exigent que les marchés réglementés signalent aux autorités compétentes toute violation de leurs règles ou des obligations légales relatives à l'intégrité du marché. Ils exigent également que les marchés réglementés fournissent

sans délai les informations pertinentes aux autorités compétentes et prêtent à celles-ci toute l'aide nécessaire pour instruire et poursuivre les abus de marché commis sur ou via leurs systèmes.

#### *Article 41*

##### *Exigences de transparence pré-négociation applicables aux marchés réglementés*

1. Les États membres exigent que les marchés réglementés rendent publics les cours acheteurs et vendeurs affichés par leurs systèmes pour les actions qu'ils ont admises à la négociation. Ils exigent en outre que ces informations soient mises à la disposition du public à des conditions commerciales raisonnables et en continu, pendant les heures de négociation normales.

Les États membres exigent également de tout marché réglementé qu'il rende public, par l'intermédiaire des dispositifs utilisés pour rendre publique l'information visée au premier alinéa, les prix fermes offerts et demandés qui lui sont communiqués par les entreprises d'investissement au titre de l'article 25, pour les actions qu'il a admises à la négociation.

2. Les États membres habilite les autorités compétentes à dispenser les marchés réglementés de rendre publiques les informations visées au paragraphe 1, lorsque les transactions portent sur des volumes inhabituellement élevés sur ces marchés pour les actions ou catégories d'action négociées.
3. Afin d'assurer l'application uniforme des paragraphes 1 et 2, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution qui précisent:
  - (a) la fourchette des cours acheteurs et vendeurs ou des cotations proposées par des teneurs de marché désignés ainsi que l'importance des positions de négociation exprimées à ces cours ou à ces cotations, qui doivent être rendues publiques;
  - (b) les catégories d'ordres ou de cotations proposées par des teneurs de marché qui sont soumises à cette exigence;
  - (c) le montant ou le type de transactions pouvant être soustraites à l'obligation de publicité pré-négociation, en vertu du paragraphe 2;
  - (d) l'applicabilité des paragraphes 1 et 2 aux méthodes de négociation utilisées par les marchés réglementés qui concluent des transactions selon leurs règles, par référence à des prix établis en dehors de leurs règles et de leurs systèmes ou par enchères périodiques;
  - (e) les dispositions prises pour rendre l'information requise accessible au public à des conditions commerciales raisonnables.

## Article 42

### *Exigences de transparence post-négociation applicables aux marchés réglementés*

1. Les États membres exigent que les marchés réglementés rendent publics le prix, le volume et la date des transactions exécutées dans le cadre de leurs règles et de leurs systèmes et portant sur les actions qu'ils ont admises à la négociation. Ils exigent en outre que ces informations détaillées soient rendues publiques à des conditions commerciales raisonnables et, dans la mesure du possible, en temps réel.

Les États membres exigent également que tout marché réglementé rende public, selon les modalités employées pour divulguer les informations exigées en vertu du premier alinéa, le détail des transactions portant sur des actions qu'ils ont admises à la négociation et déclarées par les entreprises d'investissement conformément à l'article 26 de la présente directive.

2. Les États membres habilite leurs autorités compétentes à permettre aux marchés réglementés de différer la publication des informations détaillées susvisées, lorsque les transactions portent sur des volumes inhabituellement élevés sur ces marchés pour les actions ou catégories d'action négociées. Les autorités compétentes doivent approuver préalablement les dispositions proposées par les marchés réglementés pour organiser cette publicité différée et veiller à ce que lesdites dispositions soient clairement communiquées aux participants de ces marchés et aux investisseurs en général.
3. Afin d'assurer le fonctionnement efficace et ordonné des marchés financiers ainsi que l'application uniforme des paragraphes 1 et 2, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution concernant:
  - (a) la portée et le contenu des informations à mettre à la disposition du public;
  - (b) les conditions auxquelles un marché réglementé peut organiser la publicité différée des transactions ainsi que le volume des transactions et les catégories d'actions pour lesquels cette publicité différée est autorisée;
  - (c) les dispositions prises pour rendre l'information requise accessible au public à des conditions commerciales raisonnables.

## Article 43

### *Dispositions concernant les mécanismes de compensation*

1. Les États membres autorisent les marchés réglementés à conclure avec une contrepartie centrale ou un organisme de compensation d'un autre État membre les accords nécessaires pour organiser la compensation par novation ou le netting de tout ou partie des transactions conclues par leurs participants dans le cadre de leurs règles et de leurs systèmes.
2. L'autorité compétente d'un marché réglementé ne peut interdire le recours à une contrepartie centrale ou à un organisme de compensation d'un autre État membre, sauf si elle peut prouver que cette interdiction est nécessaire pour préserver le fonctionnement ordonné dudit marché réglementé.

*Article 44*  
*Liste des marchés réglementés*

Chaque État membre établit une liste des marchés réglementés dont il est l'État membre d'origine et communique cette liste aux autres États membres ainsi qu'à la Commission. Chaque modification de la liste en question donne lieu à une communication analogue. La Commission publie une liste de tous les marchés réglementés au *Journal officiel des Communautés européennes* et l'actualise au moins une fois par an.

**TITRE IV**

**AUTORITÉS COMPÉTENTES**

**Chapitre premier**

**DÉSIGNATION, POUVOIRS, RESSOURCES ET PROCÉDURES DE RECOURS**

*Article 45*  
*Désignation des autorités compétentes*

1. Chaque État membre désigne une autorité compétente chargée de remplir chacune des fonctions prévues dans les différentes dispositions de la présente directive. Il communique à la Commission l'identité de ladite autorité compétente et l'informe également de toute division des fonctions précitées.

La Commission publie une liste des autorités compétentes au *Journal officiel des Communautés européennes* et l'actualise au moins une fois par an.

2. Les autorités compétentes visées au paragraphe 1 sont des autorités publiques, sans préjudice d'une éventuelle délégation de leurs fonctions à d'autres organismes, dans les cas où cette possibilité est expressément prévue.

Cette délégation requiert impérativement un cadre clairement défini et documenté, régissant l'exercice des fonctions déléguées. Avant de procéder à la délégation, les autorités compétentes s'assurent que les délégataires potentiels disposent des capacités et des ressources nécessaires à l'exécution effective de toutes leurs missions et qu'ils ont pris les mesures nécessaires pour détecter clairement et éviter les effets négatifs potentiels d'un conflit d'intérêts entre l'exercice des fonctions déléguées et tout autre intérêt propre ou commercial.

Les autorités compétentes vérifient périodiquement la réalité de ces mesures. Elles restent garantes, en dernier ressort, du respect des dispositions adoptées en application de la présente directive.

3. Si un État membre désigne plus d'une autorité compétente pour faire appliquer une disposition de la présente directive, le rôle respectif de celles-ci est clairement défini et elles collaborent étroitement entre elles.



Chaque État membre veille à ce que la même collaboration s'instaure entre son autorité compétente aux fins de la présente directive et les autorités compétentes chargées, sur son territoire, de la surveillance des établissements de crédit et autres établissements financiers ainsi que des entreprises d'assurance.

Ils font en sorte que ces autorités se fournissent mutuellement toutes les informations essentielles ou utiles à l'exercice de leurs fonctions.

#### *Article 46*

##### *Pouvoirs dont doivent disposer les autorités compétentes*

1. Les États membres veillent à ce que les autorités compétentes soient dotées de tous les pouvoirs de surveillance, d'enquête et d'exécution nécessaires à l'exercice de leurs fonctions. Lesdites autorités compétentes exercent leurs pouvoirs conformément au droit national, directement ou, le cas échéant, en collaboration avec d'autres autorités, y compris les autorités judiciaires.

En particulier, les États membres veillent à ce que les autorités compétentes soient au moins habilitées:

- (a) à accéder à tout document, sous quelque forme que ce soit;
- (b) à exiger des informations complémentaires de toute personne, de toute entreprise d'investissement ou de tout marché réglementé et, si nécessaire, à convoquer et à entendre toute personne pour en obtenir des informations;
- (c) à procéder à des inspections sur place;
- (d) à exiger les enregistrements téléphoniques et d'échanges de données existants;
- (e) à enjoindre de cesser toute pratique contraire aux dispositions adoptées en application de la présente directive;
- (f) à requérir le gel et/ou la mise sous séquestre d'actifs;
- (g) à requérir l'interdiction temporaire d'activité professionnelle;
- (h) à exiger des contrôleurs des comptes des entités agréées qu'ils fournissent des informations;
- (i) à adopter tout type de mesure propre à assurer qu'une entité agréée continue de se conformer aux exigences légales;
- (i) à exiger la suspension d'un instrument financier de la négociation;
- (k) à exiger le retrait d'un instrument financier de la négociation, sur un marché réglementé ou sur toute autre infrastructure de négociation;
- (l) à demander une décision judiciaire et à prendre toute autre mesure en vue d'assurer le respect des présents pouvoirs de régulation, d'administration et d'enquête;
- (m) à infliger des sanctions administratives;

- (n) à engager des poursuites pénales ou à transmettre une affaire à une juridiction pénale.
2. Les États membres veillent à ce que les autorités compétentes disposent des ressources nécessaires à l'exercice de leurs fonctions et à ce que le personnel desdites autorités compétentes satisfasse à des normes professionnelles et soit soumis à des procédures ou à des règles de conduite internes adéquates, garantissant notamment la protection des données à caractère personnel, l'équité des procédures et le respect voulu des règles de confidentialité et de secret professionnel.

*Article 47*  
*Sanctions*

1. Sans préjudice des procédures pouvant aboutir au retrait d'un agrément ni de leur droit d'appliquer des sanctions pénales, les États membres veillent, conformément à leur droit national, à ce que les autorités compétentes prennent des mesures ou appliquent des sanctions administratives appropriées à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions adoptées en application de la présente directive. Ils font en sorte que ces mesures soient efficaces, proportionnées et dissuasives.
2. Les États membres déterminent les sanctions applicables en cas de défaut de coopération dans le cadre d'une enquête.
3. Les États membres habilite les autorités compétentes à rendre publiques les mesures ou les sanctions appliquées en cas d'infraction aux dispositions adoptées en application de la présente directive, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause.

*Article 48*  
*Droit de recours juridictionnel*

1. Les États membres veillent à ce que chaque décision prise en vertu des dispositions législatives, réglementaires ou administratives arrêtées en application de la présente directive soit dûment motivée et puisse faire l'objet d'un recours juridictionnel. Il doit en être de même au cas où il n'aurait pas été statué, dans les six mois qui ont suivi son introduction, sur une demande d'agrément comportant tous les éléments requis.
2. Concernant le droit de recours juridictionnel visé au paragraphe 1, les États membres prévoient qu'un ou plusieurs des organismes suivants, selon le droit national, peuvent, dans l'intérêt des consommateurs et conformément audit droit national, intenter une action devant les autorités compétentes ou devant les tribunaux:
- (a) organismes publics ou leurs représentants;
  - (b) organisations de consommateurs ayant un intérêt légitime à protéger les consommateurs;
  - (c) organisations professionnelles ayant un intérêt légitime à protéger leurs membres.

#### *Article 49*

##### *Mécanismes extrajudiciaires de résolution des litiges engagés par les investisseurs*

1. Les États membres instituent des procédures de plainte et de recours effectives et efficaces permettant la résolution extrajudiciaire des litiges de consommation concernant les services d'investissement et les services auxiliaires fournis par les entreprises d'investissement, en utilisant, le cas échéant, les organismes de recours existants.
2. Les États membres veillent à ce qu'aucune disposition légale ou réglementaire n'empêche ces organismes de coopérer effectivement à la résolution des litiges transfrontaliers.

#### *Article 50*

##### *Secret professionnel*

1. Les États membres veillent à ce que toute personne travaillant ou ayant travaillé pour les autorités compétentes ou pour les organismes délégataires des fonctions de celles-ci conformément à l'article 45, paragraphe 2, ainsi que les contrôleurs des comptes ou les experts mandatés par les autorités compétentes soient tenus au secret professionnel. Aucune information confidentielle reçue par ces personnes dans l'exercice de leurs fonctions ne peut être divulguée à quelque autre personne ou autorité que ce soit, sauf sous une forme résumée ou agrégée empêchant l'identification des entreprises d'investissement concernées, sans préjudice des cas relevant du droit pénal.
2. Lorsqu'une entreprise d'investissement a été déclarée en faillite ou qu'elle est mise en liquidation forcée, les informations confidentielles qui ne concernent pas les tiers impliqués dans les tentatives de sauvetage peuvent être divulguées dans le cadre de procédures civiles ou commerciales.

#### *Article 51*

##### *Relations avec les contrôleurs des comptes*

1. Les États membres prévoient au moins que toute personne agréée au sens de la directive 84/253/CEE du Conseil<sup>21</sup>, s'acquittant dans une entreprise d'investissement des missions décrites à l'article 51 de la directive 78/660/CEE du Conseil<sup>22</sup>, à l'article 37 de la directive 83/349/CEE ou à l'article 31 de la directive 85/611/CEE ou de toute autre mission légale, est tenue de signaler sans délai à l'autorité compétente tout fait ou toute décision concernant ladite entreprise d'investissement, dont elle aurait eu connaissance dans l'exercice desdites missions et qui pourrait:
  - (a) constituer une infraction grave aux dispositions législatives, réglementaires ou administratives qui fixent les conditions de l'agrément ou qui régissent expressément l'exercice de l'activité des entreprises d'investissement;
  - (b) compromettre la continuité de l'entreprise d'investissement considérée;

---

<sup>21</sup> JO L 126 du 12.5.1985, p. 20.

<sup>22</sup> JO L 222 du 14.8.1978, p. 11.

- (c) motiver un refus de certifier les comptes ou la formulation de réserves.

La personne précitée est aussi tenue de signaler tout fait ou toute décision dont elle aurait pris connaissance en accomplissant l'une des missions visées au premier alinéa dans toute entreprise ayant un lien étroit avec l'entreprise d'investissement dans laquelle elle s'acquitte de la même mission, lorsque ce lien résulte d'une participation de contrôle.

2. La divulgation de bonne foi aux autorités compétentes, par les personnes agréées au sens de la directive 84/253/CEE, des faits ou des décisions visés au paragraphe 1 ne constitue pas une violation des clauses contractuelles ou des dispositions légales restreignant la communication d'informations et n'engage en aucune façon leur responsabilité.

## **Chapitre II**

### **Coopération des autorités compétentes d'États membres différents**

#### *Article 52*

#### *Obligation de coopérer*

1. Les autorités compétentes d'États membres différents collaborent entre elles chaque fois que cela est nécessaire à l'accomplissement des missions prévues dans la présente directive, en faisant usage des pouvoirs qui leur sont conférés soit dans la présente directive, soit en droit national.

Toute autorité compétente prête son concours aux autorités compétentes des autres États membres. En particulier, les autorités compétentes échangent des informations et coopèrent entre elles dans le cadre d'enquêtes.

2. Les États membres prennent les mesures administratives et organisationnelles nécessaires pour faciliter l'assistance prévue au paragraphe 1.

Les autorités compétentes peuvent exercer leurs pouvoirs à des fins de coopération, y compris lorsque les pratiques en examen ne constituent pas une violation de quelque règle que ce soit dans leur État membre.

3. Lorsqu'une autorité compétente a la conviction que des actes enfreignant les dispositions de la présente directive sont ou ont été commis sur le territoire d'un autre État membre par des entités qui ne sont pas soumises à sa surveillance, elle en informe l'autorité compétente de cet autre État membre d'une manière aussi circonstanciée que possible. L'autorité compétente informée prend les mesures voulues. Elle communique à l'autorité compétente qui l'a informée les résultats de son intervention et, dans la mesure du possible, l'avise des principaux développements provisoires de son action.

*Article 53*  
*Coopération dans le cadre d'enquêtes*

1. L'autorité compétente d'un État membre peut requérir la coopération de l'autorité compétente d'un autre État membre aux fins d'une vérification sur place ou d'une enquête.

Dans le cadre de ses pouvoirs, l'autorité compétente requise donne suite à cette requête:

- (a) en procédant elle-même à la vérification;
  - (b) en permettant à l'autorité compétente requérante d'y procéder directement; ou
  - (c) en permettant à des contrôleurs des comptes ou à des experts d'y procéder.
2. Une autorité compétente invitée à coopérer à une enquête conformément au paragraphe 1 ne peut refuser de donner suite à une telle requête que lorsque:
    - (a) l'enquête en question risque de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'État membre concerné;
    - (b) une procédure judiciaire a déjà été engagée pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes devant les autorités de cet État membre;
    - (c) un jugement définitif a déjà été rendu pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes dans cet État membre.

En cas de refus fondé sur ces motifs, l'autorité compétente requise en informe l'autorité compétente requérante, de façon aussi circonstanciée que possible.

*Article 54*  
*Échange d'informations*

1. Les autorités compétentes des États membres se communiquent sans délai les informations requises aux fins de l'exécution des missions prévues dans les dispositions arrêtées en application de la présente directive.

L'article 50 n'empêche pas les autorités compétentes de s'échanger des informations en application de la présente directive.

Les autorités compétentes qui communiquent une information indiquent quels éléments de cette information doivent être considérés comme confidentiels et comme relevant, à ce titre, des exigences en matière de secret professionnel.

La Commission peut arrêter, conformément à la procédure visée à l'article 59, paragraphe 2, des mesures d'exécution concernant les procédures d'échange d'informations.

2. Les autorités compétentes qui reçoivent une information confidentielle en application du paragraphe 1 ou des articles 51 et 58 ne peuvent l'utiliser que dans l'exercice de leurs fonctions:

- (a) pour vérifier que les conditions d'accès à l'activité des entreprises d'investissement sont remplies et pour faciliter le contrôle, sur une base individuelle ou consolidée, des conditions d'exercice de cette activité, en particulier en ce qui concerne les exigences d'adéquation des fonds propres prévues dans la directive 93/6/CEE, l'organisation administrative et comptable et les mécanismes de contrôle interne;
- (b) pour s'assurer du bon fonctionnement des infrastructures de négociation;
- (c) pour infliger des sanctions;
- (d) dans le cadre d'un recours administratif contre une décision des autorités compétentes; ou
- (e) dans les actions en justice intentées conformément à l'article 48.

Toutefois, si l'autorité compétente qui communique l'information y consent, l'autorité compétente qui la reçoit peut l'utiliser à d'autres fins que celles susvisées.

3. Les paragraphes 1 et 2 du présent article et l'article 50 ne font pas obstacle à la communication d'informations à des organismes gérant des systèmes d'indemnisation, lorsque cette communication est nécessaire à l'exercice des fonctions assignées auxdits organismes, ni à l'échange d'informations nécessaire à l'exercice de missions prudentielles:

- (a) tant à l'intérieur d'un État membre qu'entre États membres, entre les autorités compétentes et
  - (i) les organismes chargés des procédures de liquidation ou d'insolvabilité des entreprises d'investissement, ou de toute autre procédure analogue;
  - (ii) les personnes chargées de procéder au contrôle légal des comptes des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance et des autres établissements financiers, ou
- (b) entre les autorités compétentes et les autorités ou les organismes d'autres États membres chargés de la surveillance des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des autres établissements financiers.

Ces informations sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50.

4. Nonobstant les paragraphes 1 et 2 du présent article et les articles 50 et 58, les États membres peuvent autoriser l'échange d'informations entre les autorités compétentes et:

- (a) les autorités chargées de la surveillance des organismes intervenant dans les procédures de liquidation ou d'insolvabilité des entreprises d'investissement, ou dans toute autre procédure analogue, ou
- (b) les autorités chargées de la surveillance des personnes chargées du contrôle légal des comptes des entreprises d'assurance, des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des autres établissements financiers.

Les États membres qui font usage de la faculté prévue au premier alinéa exigent au moins que les conditions suivantes soient réunies:

- (a) les informations échangées doivent servir à l'exécution des missions de surveillance visées au premier alinéa;
- (b) les informations reçues dans ce cadre sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50;
- (c) lorsqu'elles proviennent d'un autre État membre, les informations ne doivent pas être divulguées sans l'accord exprès de l'autorité compétente qui les a communiquées et, le cas échéant, aux seules fins auxquelles elle a donné son accord.

Les États membres communiquent à la Commission et aux autres États membres le nom des autorités habilitées à recevoir des informations en application du présent paragraphe.

5. Nonobstant les paragraphes 1 et 2 du présent article et les articles 50 et 58, les États membres autorisent, aux fins de renforcer la stabilité et l'intégrité du système financier, l'échange d'informations entre les autorités compétentes et les autorités ou les organismes légalement chargés de détecter et d'instruire les violations du droit des sociétés.

Les États membres qui font usage de la faculté prévue au premier alinéa exigent au moins que les conditions suivantes soient réunies:

- (a) les informations échangées doivent servir aux fins visées au premier alinéa;
- (b) les informations reçues dans ce cadre sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50;
- (c) lorsqu'elles proviennent d'un autre État membre, les informations ne doivent pas être divulguées sans l'accord exprès de l'autorité compétente qui les a communiquées et, le cas échéant, aux seules fins auxquelles elle a donné son accord.

Lorsque, dans un État membre, les autorités ou les organismes visés au premier alinéa remplissent leurs missions de détection ou d'instruction avec l'assistance de personnes désignées à cet effet en raison de leurs compétences particulières et n'exerçant aucune fonction dans le secteur public, l'échange d'informations autorisé au premier alinéa peut être étendu à ces personnes, dans les conditions prévues au deuxième alinéa.

Dans les cas visés au deuxième alinéa point (c), les autorités ou les organismes visés au premier alinéa indiquent aux autorités compétentes qui leur communiquent des informations le nom et les responsabilités exactes des personnes destinataires de ces informations.

Les États membres communiquent à la Commission et aux autres États membres le nom des autorités ou des organismes habilités à recevoir des informations en application du présent paragraphe.

6. Le présent article et les articles 50 et 58 n'empêchent pas les autorités compétentes de transmettre aux banques centrales, au Système européen de banques centrales et à la Banque centrale européenne agissant en qualité d'autorités monétaires et, le cas échéant, à d'autres autorités publiques chargées de la surveillance des systèmes de paiement d'informations destinées à l'exécution de leurs missions.

Les mêmes dispositions ne font pas davantage obstacle à ce que ces autorités ou ces organismes communiquent aux autorités compétentes les informations nécessaires aux fins du paragraphe 3. Les informations reçues dans ce cadre sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50.

7. Le présent article et les articles 50 et 58 n'empêchent pas les autorités compétentes de communiquer des informations à un organisme de compensation ou à tout autre organisme analogue agréé en vertu du droit national pour la fourniture de services de compensation ou de règlement aux marchés d'un État membre, lorsqu'elles jugent cette communication nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de ces organismes, en cas de défaillance réelle ou potentielle de participants des marchés considérés.

Ces informations sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50. Les États membres veillent cependant à ce que les informations reçues en application du paragraphe 1 ne puissent être divulguées dans les cas prévus au présent paragraphe sans le consentement exprès des autorités compétentes qui les ont communiquées.

8. Outre les dispositions des paragraphes 1 et 2 et des articles 50 et 58, et nonobstant ces dispositions, les États membres peuvent, par voie de dispositions légales, autoriser la divulgation de certaines informations à d'autres départements de leurs administrations centrales chargés de la législation concernant la surveillance des établissements de crédit, des établissements financiers, des entreprises d'investissement et des entreprises d'assurance ainsi qu'aux inspecteurs mandatés par ces départements.

Cette divulgation doit toutefois être justifiée par des raisons de contrôle prudentiel.

9. Le présent article et l'article 50 n'empêchent pas les autorités compétentes de communiquer des informations à tout organisme auquel elles auront délégué leurs fonctions, pour autant qu'elles le jugent nécessaire au bon exercice desdites fonctions.

Ces informations sont soumises aux exigences en matière de secret professionnel prévues à l'article 50. Les États membres veillent cependant à ce que les informations reçues, en application du paragraphe 1 du présent article, des autorités compétentes d'autres États membres ne puissent être divulguées dans les cas visés au présent paragraphe sans le consentement exprès des autorités compétentes qui les ont communiquées.

#### *Article 55*

##### *Consultation entre autorités compétentes avant l'octroi d'un agrément complémentaire*

1. L'autorité compétente d'un État membre est consultée avant l'octroi d'un agrément à toute entreprise d'investissement qui est:



- (a) une filiale d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit agréé(e) dans ledit État membre;
  - (b) une filiale de l'entreprise mère d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit agréé(e) dans ledit État membre;
  - (c) contrôlée par les mêmes personnes physiques ou morales qu'une entreprise d'investissement ou qu'un établissement de crédit agréé(e) dans ledit État membre.
2. L'autorité d'un État membre chargée de la surveillance des établissements de crédit ou des entreprises d'assurance est consultée avant l'octroi d'un agrément à une entreprise d'investissement qui est:
- (a) une filiale d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'assurance agréé dans la Communauté;
  - (b) une filiale de l'entreprise mère d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'assurance agréé dans la Communauté;
  - (c) contrôlée par la même personne physique ou morale qu'un établissement de crédit ou qu'une entreprise d'assurance agréé(e) dans la Communauté.
3. Les autorités compétentes visées aux paragraphes 1 et 2 se consultent plus particulièrement aux fins d'évaluer la qualité des actionnaires ainsi que l'honorabilité et l'expérience des administrateurs et des personnes intervenant dans la gestion d'une autre entreprise du même groupe. Elles se communiquent mutuellement toute information afférente à ces questions et pouvant intéresser les autres autorités compétentes, aux fins de la délivrance d'un agrément ou du contrôle permanent du respect des conditions d'exploitation.

#### *Article 56*

##### *Pouvoirs des États membres d'accueil*

1. Les États membres d'accueil peuvent exiger, à des fins statistiques, que toute entreprise d'investissement ayant une succursale sur leur territoire leur adresse des rapports périodiques sur les activités de cette succursale.
2. Dans l'exercice des responsabilités que lui confère la présente directive, tout État membre d'accueil peut requérir des succursales d'entreprises d'investissement les informations nécessaires pour vérifier qu'elles se conforment aux normes qui leur sont applicables sur son territoire. Les obligations imposées à ces succursales ne peuvent cependant être plus strictes que celles que cet État membre impose aux entreprises établies sur son territoire pour s'assurer du respect des mêmes normes.

#### *Article 57*

##### *Pouvoirs conservatoires des États membres d'accueil*

1. Lorsqu'elle a des raisons claires et démontrables d'estimer qu'une entreprise d'investissement opérant en régime de libre prestation de services sur son territoire viole les obligations qui lui incombent en vertu des dispositions arrêtées en

application de la présente directive, l'autorité compétente de l'État membre d'accueil en fait part à l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

2. Si, en dépit des mesures prises par l'autorité compétente de l'État membre d'origine ou en raison du caractère inadéquat de ces mesures, l'entreprise d'investissement concernée continue d'agir d'une manière clairement préjudiciable aux intérêts des investisseurs de l'État membre d'accueil ou au fonctionnement ordonné des marchés, l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, après en avoir informé l'autorité compétente de l'État membre d'origine, prend toutes les mesures requises pour protéger les investisseurs nationaux ou pour préserver le bon fonctionnement des marchés. La Commission est informée sans délai de l'adoption de ces mesures.

#### *Article 58*

#### *Échange d'informations avec les pays tiers*

1. Les États membres peuvent conclure des accords de coopération prévoyant l'échange d'informations avec les autorités compétentes de pays tiers ou avec les autorités ou les organismes de pays tiers ayant des responsabilités analogues à celles des entités visées à l'article 54, paragraphe 3, point (a), (i) et (ii), et à l'article 54, paragraphe 4, premier alinéa, points (a) et (b), pour autant que les informations communiquées bénéficient de garanties de secret professionnel au moins équivalentes à celles exigées en vertu de l'article 50. Cet échange d'informations doit être destiné à l'exécution des missions de surveillance des autorités ou des organismes susmentionnés.
2. Lorsqu'elles proviennent d'un autre État membre, les informations ne peuvent être divulguées sans l'accord exprès de l'autorité compétente qui les a communiquées et, le cas échéant, aux seules fins auxquelles elle a donné son accord.

### **TITRE V**

#### **DISPOSITIONS FINALES**

#### *Article 59*

1. La Commission est assistée du comité européen des valeurs mobilières institué par la décision 2001/528/CE de la Commission<sup>23</sup> (ci-après "le comité").
2. Lorsqu'il est fait référence au présent paragraphe, les articles 5 et 7 de la décision 1999/468/CE s'appliquent, dans le respect des dispositions de l'article 8 de celle-ci, à condition que les mesures d'exécution adoptées conformément à cette procédure ne modifient pas les dispositions essentielles de la présente directive.

La période prévue à l'article 5, paragraphe 6, de la décision 1999/468/CE est de trois mois.

---

<sup>23</sup> JO L 191 du 13.7.2001, p. 45.

3. Sans préjudice des mesures d'exécution déjà arrêtées, à l'issue d'une période de quatre ans suivant l'entrée en vigueur de la présente directive, l'application de ses dispositions prévoyant l'adoption de règles et de décisions de caractère technique selon la procédure visée au paragraphe 2 est suspendue. Sur proposition de la Commission, le Parlement européen et le Conseil peuvent reconduire lesdites dispositions selon la procédure prévue à l'article 251 du traité; à cette fin, ils les réexaminent avant l'échéance de la période précitée.

*Article 60*  
*Rapports et révision*

1. Le [31 décembre 2008] au plus tard, soit quatre ans après l'entrée en vigueur de la présente directive au plus tard, la Commission, sur la base d'une consultation publique et après concertation avec les autorités compétentes, fait rapport au Parlement européen et au Conseil sur l'extension éventuelle du champ d'application des dispositions de la présente directive fixant les obligations de transparence pré- et post-négociation aux transactions portant sur des catégories d'instruments financiers autres que des actions.

Sur la base de ce rapport, la Commission peut présenter des propositions de modification de la présente directive.

2. Le [31 décembre 2006] au plus tard, soit deux ans après l'entrée en vigueur de la présente directive au plus tard, la Commission, sur la base d'une consultation publique et après concertation avec les autorités compétentes, fait rapport au Parlement européen et au Conseil sur:
  - (a) l'opportunité de maintenir l'exemption prévue à l'article 2, paragraphe 1, point (i), de la présente directive concernant les entreprises dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base;
  - (b) le contenu et la forme à donner aux exigences qu'il conviendrait d'appliquer aux fins de l'agrément et de la surveillance desdites entreprises comme entreprises d'investissement au sens de la présente directive.

Sur la base de ce rapport, la Commission peut présenter des propositions de modification de la présente directive.

*Article 61*  
*Modification de la directive 85/611/CE*

À l'article 5 de la directive 85/611/CEE, le paragraphe 4 est remplacé par le texte suivant:

"4. Les articles 2 paragraphe 2, 11, 12, 17 et 18 de la directive 200.../CE\* du Parlement européen et du Conseil [l'OPOCE insère le numéro de la présente directive] s'appliquent à la prestation des services visés au paragraphe 3 du présent article par les sociétés de gestion."

\*JO L [l'OPOCE insère la référence JO de la présente directive]"

*Article 62*  
*Modification de la directive 93/6/CE*

À l'article 2 de la directive 93/6/CEE, le point 2 est remplacé par le texte suivant:

“2. «entreprise d'investissement»: tout établissement qui fournit des services d'investissement au sens de la directive 200../../CE\* [l'OPOCE insère le numéro de la présente directive], à l'exception:

- (a) des établissements de crédit;
- (b) des entreprises locales;
- (c) des entreprises qui se limitent à recevoir et à transmettre des ordres d'investisseurs sans détenir elles-mêmes de fonds et/ou de titres appartenant à leurs clients et qui, pour cette raison, ne risquent à aucun moment d'être débitrices vis-à-vis de ceux-ci;
- (d) des entreprises d'investissement exclusivement agréées pour fournir le service de conseil en investissement.

\*JO L [l'OPOCE insère la référence JO de la présente directive]"

*Article 63*  
*Modification de la directive 2000/12/CE*

L'annexe I de la directive 2000/12/CE est modifiée comme suit:

- (a) au point 7, le point suivant est ajouté:

"les instruments dérivés sur produits de base";

- (b) le point suivant est ajouté:

"15. exploitation d'un système de négociation multilatérale."

*Article 64*  
*Abrogation de la directive 93/22/CEE*

La directive 93/22/CEE est abrogée à compter de la date d'application fixée à l'article 65.

Les références à la directive 93/22/CEE s'entendent comme faites à la présente directive.

*Article 65*  
*Transposition*

Les États membres mettent en vigueur les dispositions législatives, réglementaires et administratives nécessaires pour se conformer à la présente directive le 30 juin 2006 [soit dix-huit mois après son entrée en vigueur] au plus tard. Ils en informent immédiatement la Commission.

Ils appliquent ces dispositions à compter du 1er juillet 2006.

Lorsque les États membres adoptent ces dispositions, celles-ci contiennent une référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.

*Article 66*  
*Entrée en vigueur*

La présente directive entre en vigueur le jour suivant celui de sa publication au *Journal officiel des Communautés européennes*.

*Article 67*  
*Destinataires*

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, le [... ]

*Par le Parlement européen*

*Par le Conseil*

*Le président*

*Le président*

## **ANNEXE I - LISTE DES SERVICES ET DES INSTRUMENTS FINANCIERS**

### **Section A: services d'investissement**

- (1) Réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers.
- (2) Exécution d'ordres au nom de clients.
- (3) Négociation pour compte propre.
- (4) Gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client.
- (5) Conseil en investissement.
- (6) (a) Prise ferme et placement d'instruments financiers;  
  
(b) placement sans engagement ferme ou toute autre activité entreprise sur la base d'un contrat avec l'émetteur d'un instrument financier en vue d'en faciliter la distribution ou la souscription publique ou privée.
- (7) Exploitation d'un système de négociation multilatérale (MTF).

### **Section B: Services auxiliaires**

- (1) Conservation et administration d'instruments financiers pour le compte de clients, y compris la garde et les services connexes, comme la gestion de trésorerie/de garanties.
- (2) Octroi d'un crédit ou d'un prêt à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction sur un ou plusieurs instruments financiers, dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt.
- (3) Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes; conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises;
- (4) Service de change lorsque ce service est lié à la fourniture de services d'investissement.
- (5) Étude d'investissements et analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers.

### **Section C: instruments financiers**

- (1) Valeurs mobilières.
- (2) Instruments du marché monétaire.
- (3) Parts d'organismes de placement collectif.
- (4) Contrats d'option et contrats à terme sur valeurs mobilières, monnaies, taux d'intérêt ou de rendement, produits de base ou autres instruments dérivés, indices ou mesures.
- (5) Contrats d'échange (*swaps*) de taux d'intérêt, de devises et d'actions.

- (6) Accords de taux futurs (ATF) et tout autre contrat dérivé prévoyant un règlement en espèce, déterminé par référence au prix de valeurs mobilières, à un taux d'intérêt ou de rendement, à un taux de change, au prix de produits de base ou à d'autres indices ou mesures.
- (7) Contrats de différence (*contracts for differences*) ou autres instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit.

## ANNEXE II - "CLIENTS PROFESSIONNELS" AUX FINS DE LA PRÉSENTE DIRECTIVE

### I. Catégories de clients considérés comme professionnels

Sont considérés comme professionnels pour tous les services et instruments d'investissement aux fins de la présente directive:

- (1) Les entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers. La liste ci-après s'entend comme englobant toutes les entités agréées exerçant les activités caractéristiques des entités visées, qu'elles soient agréées par un État membre en application d'une directive européenne, agréées ou réglementées par un État membre sans référence à une directive européenne, ou encore agréées ou réglementées par un pays tiers:
  - (a) Établissements de crédit
  - (b) Entreprises d'investissement
  - (c) Autres établissements financiers agréés ou réglementés
  - (d) Entreprises d'assurance
  - (e) Organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion
  - (f) Fonds de retraite et leurs sociétés de gestion
  - (g) Courtiers en produits de base.
- (2) Les grandes sociétés et autres investisseurs institutionnels:
  - (a) grandes sociétés et sociétés de type *partnership* réunissant deux des critères suivants, au niveau individuel:
    - total du bilan: 20 millions d'euros,
    - chiffre d'affaires net: 40 millions d'euros,
    - capitaux propres: 2 millions d'euros;
  - (b) autres investisseurs institutionnels ayant pour objet social d'investir en instruments financiers.
- (3) Les gouvernements nationaux et régionaux, les banques centrales, les institutions internationales et supranationales comme la Banque mondiale, le FMI, la BCE, la BEI et les autres organisations internationales analogues.

Les entités précitées sont considérées comme des professionnels. Elles doivent néanmoins pouvoir demander le traitement réservé aux non-professionnels, et les entreprises d'investissement peuvent accepter de leur accorder un niveau de protection plus élevé. Lorsque le client d'une entreprise d'investissement est une société ou un *partnership* au sens de ce qui précède, l'entreprise d'investissement doit, avant de lui fournir tout service, l'informer qu'il est considéré, sur la base des informations dont elle dispose, comme un client



professionnel et qu'il sera traité comme tel, sauf convention contraire. L'entreprise doit également informer le client qu'il peut demander une modification du contrat, afin de bénéficier d'une plus grande protection.

Il incombe au client réputé professionnel de demander cette plus grande protection s'il estime ne pas être en mesure d'évaluer ou de gérer correctement les risques auxquels il est amené à s'exposer.

Celle-ci est accordée lorsqu'un client réputé professionnel conclut par écrit, avec l'entreprise d'investissement, un accord prévoyant qu'il ne doit pas être traité comme un client professionnel aux fins des règles de conduite applicables. Cet accord précise les services ou les transactions, ou les types de produits ou de transactions, auxquels il s'applique.

## **Clients pouvant être traités comme des professionnels à leur propre demande**

### **II.1. Critères d'identification**

Les clients autres que ceux mentionnés à la section I, y compris les organismes du secteur public et les investisseurs particuliers, peuvent aussi être autorisés à renoncer à une partie de la protection que leur offrent les règles de conduite des entreprises d'investissement.

Les entreprises d'investissement doivent donc être autorisées à traiter n'importe lequel de ces clients comme un client professionnel, moyennant le respect des critères et de la procédure ci-après. Ces clients ne doivent cependant pas être présumés posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celle des clients visés à la section I.

Cette diminution de la protection accordée par les règles de conduite n'est réputée valide qu'à la condition qu'une évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt.

Les critères d'aptitude appliqués aux administrateurs et aux directeurs des entreprises agréées sur la base des directives financières européennes peuvent être considérés comme un des moyens d'évaluer la compétence et les connaissances du client.

Dans le cas d'une petite entreprise, l'évaluation ci-dessus doit porter sur la personne agréée pour effectuer des transactions au nom de celle-ci.

Dans le cadre de cette évaluation, au moins deux des critères suivants doivent être réunis:

- le client a effectué en moyenne dix transactions d'un volume suffisant par trimestre au cours des quatre trimestres précédents;
- la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500 000 euros;
- le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagés.

### **II.2. Procédure**

Les clients définis ci-dessus ne peuvent renoncer à la protection accordée par les règles de conduite que selon la procédure ci-après:

- le client notifie par écrit à l'entreprise d'investissement son souhait d'être traité comme un client professionnel, soit à tout moment, soit pour un service d'investissement ou une transaction déterminés, soit encore pour un type de produits ou de transactions;
- l'entreprise d'investissement précise clairement et par écrit les protections et les droits à indemnisation dont le client risque de se priver;
- le client déclare par écrit, dans un document distinct du contrat, qu'il est conscient des conséquences de sa renonciation aux protections précitées.

Avant d'accéder à cette renonciation, l'entreprise d'investissement doit être tenue de prendre toute mesure raisonnable pour s'assurer que le client qui souhaite être traité comme un client professionnel répond aux critères énoncés à la section II.1.

Pour les clients déjà classés comme professionnels selon des critères et procédures semblables à ceux prévus ci-dessus, leurs relations avec les entreprises d'investissement ne sont pas censées être influencées par d'éventuelles nouvelles règles adoptées conformément à la présente annexe.

Les entreprises doivent mettre en œuvre des politiques et des procédures internes consignées par écrit, permettant le classement des clients selon les critères ci-dessus.

Il incombe aux clients professionnels d'informer l'entreprise d'investissement de tout changement susceptible de modifier leur classement. L'entreprise d'investissement qui constate qu'un client ne remplit plus les conditions qui lui valaient d'être traité comme un client professionnel doit prendre les mesures appropriées.

<b>FICHE FINANCIÈRE</b>		[...]		
		DATE: [...]		
1.	LIGNE BUDGÉTAIRE: [...]	CRÉDITS: [...]		
2.	INTITULÉ DE LA MESURE: [...]			
3.	BASE JURIDIQUE: [...]			
4.	OBJECTIFS DE LA MESURE: [...]			
5.	INCIDENCES FINANCIÈRES	PÉRIODE DE 12 MOIS (Mio EUR)	EXERCICE EN COURS [n] (Mio EUR)	EXERCICE SUIVANT [n+1] (Mio EUR)
5.0	DÉPENSES À LA CHARGE - DU BUDGET DES CE (RESTITUTIONS/INTERVENTIONS) - DES BUDGETS NATIONAUX - D'AUTRES SECTEURS	[...]	[...]	[...]
5.1	RECETTES - RESSOURCES PROPRES DES CE (PRÉLÈVEMENTS/DROITS DE DOUANE) - SUR LE PLAN NATIONAL	[...]	[...]	[...]
		[n+2]	[n+3]	[n+4]
5.0.1	PRÉVISIONS DES DÉPENSES	[...]	[...]	[...]
5.1.1	PRÉVISIONS DES RECETTES	[...]	[...]	[...]
5.2	MODE DE CALCUL: [...]			
6.0	FINANCEMENT POSSIBLE PAR CRÉDITS INSCRITS AU CHAPITRE CONCERNÉ DU BUDGET EN COURS D'EXÉCUTION	OUI NON		
6.1	FINANCEMENT POSSIBLE PAR VIREMENT ENTRE CHAPITRES DU BUDGET EN COURS D'EXÉCUTION	OUI NON		
6.2	NÉCESSITÉ D'UN BUDGET SUPPLÉMENTAIRE	OUI NON		
6.3	CRÉDITS À INSCRIRE DANS LES BUDGETS FUTURS	OUI NON		
OBSERVATIONS: [...]				

## FICHE D'ÉVALUATION D'IMPACT

### IMPACT DE LA PROPOSITION SUR LES ENTREPRISES ET, EN PARTICULIER, SUR LES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES (PME)

#### TITRE DE LA PROPOSITION

Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil.

#### NUMERO DE REFERENCE DU DOCUMENT

#### LA PROPOSITION

1. Compte tenu du principe de subsidiarité, pourquoi une législation communautaire est-elle nécessaire dans ce domaine, et quels sont ses principaux objectifs?

Un marché financier unique doit promouvoir la compétitivité de l'économie européenne, abaisser le coût du capital et bénéficier tant aux investisseurs qu'aux sociétés. La directive concernant les services d'investissement (DSI) actuellement en vigueur ne fournit pas un cadre réglementaire permettant sa réalisation.

Un marché financier unique, c'est-à-dire intégré, doit en effet être fondé sur un ensemble harmonisé de principes et de règles. L'objectif de ces règles sera d'assurer un haut niveau de protection des investisseurs et de favoriser le fonctionnement efficace et ordonné du marché.

Elles auront pour corollaire la reconnaissance, par tous les États membres, du principe de l'État membre d'origine: à ce titre, marchés réglementés et entreprises d'investissement pourront proposer leurs services dans tout le marché unique, sur la base de l'agrément délivré et de la surveillance exercée par leur État membre d'origine.

La présente action fait suite à la demande, formulée par les Conseils européens de Lisbonne, de Stockholm et de Barcelone, de réaliser un marché financier intégré, en mettant l'accent sur la législation applicable aux marchés des valeurs mobilières, conformément au plan d'action pour les services financiers et au rapport du comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières.

La présente directive se limite au minimum requis pour atteindre cet objectif et n'excède pas ce qui est nécessaire à cette fin.

#### L'IMPACT SUR LES ENTREPRISES

2. Qui sera touché par la proposition?
  - Quels secteurs d'entreprises? Ceux qui fournissent des services d'investissement au sens de la présente directive et ceux qui exploitent des marchés réglementés.

- Quelles tailles d'entreprises? Toutes les entreprises d'investissement et tous les marchés réglementés, indépendamment de leur taille, sont concernés par la proposition. La directive tient compte du fait que certains services sont essentiellement fournis par des entreprises de petite taille, notamment le conseil en investissement lorsqu'il constitue l'activité exclusive du prestataire.
  - Y a-t-il dans la Communauté des zones géographiques particulières où ces entreprises sont implantées? Non. Mais la négociation portant sur certains instruments spécifiques peut être concentrée dans certaines zones géographiques.
3. Quelles mesures les entreprises devront-elles prendre pour se conformer à la proposition?

Dans le cas des entreprises d'investissement: ces entités devront se conformer à un ensemble de règles de conduite renforcées. Peut-être devront-elles ainsi adapter leurs systèmes de gestion et de contrôle et augmenter leur capacité de respect desdites règles de conduite, afin d'assurer un niveau adéquat de protection des intérêts des investisseurs.

En particulier, les entreprises qui fournissent des services selon des modalités potentiellement sources de conflits d'intérêts devront mettre en place les dispositions nécessaires pour détecter et minimiser ce risque.

En ce qui concerne la négociation d'actions au nom de clients, la proposition exige des entreprises d'investissement qu'elles instaurent des procédures adéquates et efficaces pour assurer l'exécution au mieux des ordres passés par ceux-ci. En outre, elle établit des règles visant à définir le traitement qu'il convient de réserver à ces ordres, et notamment aux ordres limités.

Les entreprises d'investissement fournissant des services d'exécution "en interne" des transactions sur actions ou négociant avec des contreparties éligibles en dehors des règles et des systèmes d'un marché réglementé ou d'une MTF devront également mettre en place des systèmes garantissant la publication post-négociation du détail des transactions ainsi exécutées.

Par ailleurs, les entreprises d'investissement exploitant une MTF seront assujetties à des règles spécifiques régissant le fonctionnement de cette infrastructure. Ces règles couvriront, entre autres, des questions relatives au processus de négociation, aux exigences de transparence pré- et post-négociation et aux conditions d'accès.

Enfin, les entreprises qui fournissent des services d'investissement au sens de la présente proposition seront soumises à des exigences en matière de fonds propres, conformément à la directive sur l'adéquation des fonds propres. Cette disposition pourrait avoir une incidence sur les entreprises spécialisées dans les services dont l'inclusion dans la proposition représente une nouveauté par rapport à la DSI actuelle (par exemple, le conseil en investissement) ou dans des services portant sur des instruments financiers jusqu'alors non couverts (par exemple, les instruments dérivés sur produits de base).

Dans le cas des marchés réglementés: les dispositions concrètes inscrites dans la directive visent à augmenter la transparence et représentent un renforcement des obligations prévues dans la DSI actuelle (article 21). En outre, la proposition codifie

un ensemble de principes généraux élaborés aux niveaux national, européen (CESR) et international (OICV).

Ces principes imposent aux marchés réglementés d'instaurer un jeu de règles claires concernant, notamment, le déroulement de la négociation, l'accès à leur infrastructure et les instruments pouvant être admis à la négociation, de contrôler le respect de ces règles comme de surveiller l'équité de la négociation, d'assurer le bon fonctionnement de leurs systèmes et d'éviter tout risque pouvant découler d'un possible conflit d'intérêts.

Les marchés réglementés seront aussi assujettis à des exigences de transparence<sup>24</sup>. Ils devront ainsi, dans une certaine mesure, rendre leurs carnets d'ordres publics (pré-négociation). Ils devront, en outre, publier le détail des transactions conclues dans le cadre de leurs règles et de leurs systèmes.

La proposition exige enfin des exploitants de marchés réglementés qu'ils allouent des ressources suffisantes auxdits marchés réglementés afin d'assurer leur fonctionnement harmonieux et efficace.

#### 4. Quels effets économiques la proposition est-elle susceptible d'avoir?

Effet économique global: un financement concurrentiel et flexible par le marché peut contribuer fortement à la croissance et à l'emploi dans l'Union européenne. L'intégration des marchés financiers européens entraînera une baisse significative du coût des actions et des obligations de sociétés comme du coût de leur négociation. Le regroupement de la liquidité maximisera l'importance des positions de négociation exprimées, réduira la volatilité inhérente à certains titres et limitera l'incidence d'une évolution négative des prix sur les grandes transactions.

Le plus faible coût du capital et le meilleur rendement des investissements devraient avoir pour conséquence une augmentation de la richesse globale de l'Union européenne, ce qui se traduira par un plus fort taux d'investissement et, corrélativement, par plus d'emploi.

Une étude commanditée par la Commission européenne sur "la quantification de l'impact macroéconomique de l'intégration des marchés financiers européens"<sup>25</sup> a montré que cette intégration pourrait avoir pour effets<sup>26</sup> une hausse de 1,1 % du PIB de l'Union européenne et une hausse de 0,5 % du taux d'emploi.

Sur le secteur financier: la proposition renforcera la confiance des investisseurs dans le fonctionnement équitable des marchés, du fait de l'application de règles ayant pour objet leur protection et l'efficacité desdits marchés, ce qui pourrait doper le taux d'épargne dans l'Union européenne.

En outre, elle renforce la compétitivité du secteur financier dans son ensemble. Elle crée des conditions de jeu qui pourront être adaptées en fonction de l'évolution des

---

<sup>24</sup> Équivalentes à celles prévues pour les MTF.

<sup>25</sup> Titre original: "Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets"; étude réalisée par London Economics en association avec PriceWaterhouseCoopers et Oxford Economic Forecasting.

<sup>26</sup> Effets statiques.

marchés financiers et elle encourage l'innovation, tout en tenant dûment compte des intérêts qui doivent être protégés.

Cette ouverture renforcera le secteur financier européen, en le rendant plus fort et mieux adapté aux besoins des consommateurs.

De plus, compétitivité, innovation et développement ne se traduiront pas uniquement par une croissance de l'emploi dans ce secteur, mais aboutiront également à l'élaboration de stratégies mieux conçues à l'égard des investisseurs. Ceux-ci auront ainsi accès à des produits financiers mieux ajustés aux risques, ce qui devrait augmenter la rentabilité de leur épargne à moyen et long termes.

5. La proposition contient-elle des mesures visant à tenir compte de la situation spécifique des petites et moyennes entreprises?

Chaque fois que le processus de consultation présenté ci-après a mis en évidence les effets négatifs potentiels de dispositions de la proposition pour certains services ou activités d'investissement entrant dans son champ d'application, la Commission a réexaminé ces dispositions pour tenir dûment compte des préoccupations exprimées.

L'un des services concernés était celui du "conseil en investissement". Le fait est que, dans certains pays européens, ce service est essentiellement fourni, à titre professionnel, par de petites entités. On peut donc considérer que leur appliquer des règles indifférenciées aux fins de la protection des investisseurs leur ferait supporter une charge excessive.

Par conséquent, la proposition prévoit des mesures spécifiques applicables aux prestataires de conseil en investissement opérant exclusivement à l'échelon national. En particulier, elle les exempte du régime de la directive concernant l'adéquation des fonds propres. Ils seront néanmoins tenus de respecter les règles de conduite.

## CONSULTATION

Les recommandations du Comité des sages (comité Lamfalussy), avalisées par le Conseil européen de Stockholm de mars 2001, ont fortement inspiré l'élaboration de la présente proposition.

En novembre 2000, la Commission a publié un Livre vert examinant un certain nombre de questions relatives à l'application de la DSI<sup>27</sup>. Au regard des soixante-huit contributions reçues en réaction à ce Livre vert, elle a conclu qu'une révision approfondie du texte s'imposait.

Depuis la publication du Livre vert, ses services ont donc sollicité, à deux reprises, les observations des parties intéressées, d'une manière ouverte et globale, en vue d'une réflexion préliminaire informelle sur l'étendue et la forme à donner à la révision de la DSI. Un premier document de consultation, traçant les grandes lignes de toutes les modifications pouvant être apportées, a été publié en juillet 2001. Ces orientations préliminaires ont été discutées lors d'une audition qui s'est tenue à Bruxelles les 18 et 19 septembre 2001 et à laquelle ont assisté cent cinquante personnes. Soixante-dix-sept contributions ont été reçues à la suite de cette consultation.

---

<sup>27</sup>

COM(729)2000 - Modernisation de la directive concernant les services d'investissement.

Prenant ces contributions en considération, la Commission a publié, en mars 2002, un ensemble d'orientations sensiblement remaniées pour la révision de la DSI. Ces orientations remaniées ont, elles aussi, fait l'objet d'un examen rigoureux, lors d'un forum tenu le 22 avril 2002 et réunissant plus de deux cents participants.

La présente proposition a été élaborée sur la base d'un examen attentif des cent dix contributions reçues par la suite.

---

<sup>i</sup> Notamment, la publication du détail des transactions conclues sur ces places.

<sup>ii</sup> Aussi bien l'analyse de séries chronologiques que des comparaisons internationales confirment la contribution importante que des marchés financiers efficaces peuvent apporter à la création de richesse. Voir Levine et Ross, etc.

<sup>iii</sup> Voir Schleiffer, Vishny, etc. (2000) et Black (2000).

<sup>iv</sup> Voir London Economics: 2002, Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets.

<sup>v</sup> Par exemple, les États membres qui permettent l'exécution hors marché des ordres passés par des clients ont été forcés d'élaborer des politiques plus sophistiquées en matière d'exécution au mieux, tandis que cela s'est avéré largement inutile dans les États membres qui exigent la concentration, sur un marché réglementé, des ordres passés par les petits investisseurs.

<sup>vi</sup> COM(729)2000 - Modernisation de la directive concernant les services d'investissement.

<sup>vii</sup> Dans l'exercice de cette fonction, les grands négociants représentaient une alternative comme source de liquidités pour les participants du marché. L'emploi du terme "tenue de marché" pour qualifier cette activité souligne la mesure dans laquelle ils pouvaient jouer le rôle de substitut à la négociation sur un marché boursier. Par conséquent, la distinction entre marché et intermédiaire de marché n'était, en aucun cas, absolue.

<sup>viii</sup> "Système de négociation alternatif" s'est imposé dans le langage courant comme un terme "fourre-tout" recouvrant un large éventail de nouveaux systèmes de négociation dont la caractéristique commune est de n'être pas agréées comme des bourses de valeurs. Certaines des personnes consultées ont fait remarquer que ce terme ne convenait pas à un texte législatif, dans la mesure où il ne traduisait pas la fonction spécifiquement exercée par les entités concernées, qu'il est proposé d'agréer comme prestataires d'un nouveau service de base. Cela considéré, le mot "alternatif" a été remplacé par "multilatéral", tandis que le mot "système" a été conservé en français, contrairement à l'anglais, qui a opté pour "*facility*" – pour éviter toute confusion avec un type bien défini d'infrastructure de négociation des obligations.

<sup>ix</sup> Source: J.P. Morgan (2002).

<sup>x</sup> La fourchette effective représente la différence entre le cours acheteur moyen et le cours vendeur moyen effectivement acquitté par l'investisseur. Elle peut être définie par la formule suivante:  $EPS = 2 * |P - M| / P$ , où P représente le prix effectif de la transaction et M le cours moyen (cours acheteur + cours vendeur / 2). Il s'agit là d'un meilleur indicateur des fourchettes que l'on trouve réellement sur tout marché, dans la mesure où il tient compte du cours acheteur et du cours vendeur moyens afférents à une action donnée à tout moment, tandis que les fourchettes nominales, qui prennent en considération les meilleures offres d'achat et de vente inscrites en tête d'un carnet d'ordres, ne concernent que les négociants parvenant à conclure des transactions à ces conditions. Les fourchettes effectives présentées sont la moyenne des fourchettes journalières enregistrées sur une période de 24 mois, pour quelque 13 000 actions.

<sup>xi</sup> Source: Fédération internationale des bourses de valeurs et Fédération européenne des bourses de valeurs (2002).

<sup>xii</sup> Il existe une corrélation négative entre, d'une part, le chiffre d'affaires (-0,11) et la capitalisation du marché (-0,543) et, d'autre part, les coûts de négociation. Domowitz, Glen et Madhavan – Liquidity, Volatility and Equity Trading Costs across countries and over time – Janvier 2000.



---

<sup>xiii</sup> Négociation de gré à gré, négociation par fragmentation interne, négociation de grands blocs de titres (*large block trading*) en bourse ou hors marché.

<sup>xiv</sup> Soit: administrer des infrastructures boursières de négociation de blocs ou désigner des fournisseurs spécialisés de liquidités.

<sup>xv</sup> Sur des marchés liquides, les transactions peuvent être conclues sans déclencher de fluctuations importantes des prix s'exerçant contre les intérêts du négociant. Sur des marchés efficaces du point de vue de la formation des prix les cotations affichées traduisent toutes les informations pertinentes et actuelles relatives à la "valeur réelle" de l'instrument concerné.

<sup>xvi</sup> Voir London Economics 2002: cette recherche souligne les coûts d'opportunité générés par la fragmentation des niveaux actuels de liquidité entre les principales places boursières européennes.

<sup>xvii</sup> OICV (2001): report on "Transparency and market fragmentation", p. 3 (uniquement disponible en anglais).

<sup>xviii</sup> Ibid., p. 13.

<sup>xix</sup> La négociation bilatérale ou l'exécution d'ordres en interne ne font pas appel aux mêmes processus que la négociation boursière ou sur une MTF (*multilateral trading facility*; système de négociation multilatérale). L'activité des négociants est centrée sur la fourniture de cotations sur une base bilatérale ou sélective. Ces opérateurs doivent donc faire preuve de discrétion pour protéger leur propre capital, exposé au risque de position. La prise régulière, voire continue, de positions de négociation par les négociants et les courtiers-négociants (qui engagent leur propre capital) apporte des liquidités au marché, ce qui contribue à atténuer les fluctuations de prix, et garantit aux investisseurs une offre permanente de contrepartie dans leurs transactions. Ces considérations ne valent pas dans le cas des marchés boursiers ou des MTF: l'exploitant du marché ou du système concerné ne met pas son capital en jeu, et les participants ou les utilisateurs recourent à cette infrastructure volontairement et en toute connaissance de cause pour divulguer les conditions auxquelles ils souhaitent négocier.

<sup>xx</sup> L'expérience acquise par les marchés européens qui autorisent l'exécution hors marché des ordres passés par les petits investisseurs suggère que les craintes relatives à la dégradation du processus de formation des prix sont excessives. Les fourchettes entre cours vendeurs et acheteurs, sur le LSE SETS, se sont ainsi rétrécies au cours des dernières années, malgré l'exécution d'un grand nombre d'ordres en dehors des règles de la place (assujettie cependant à des exigences de publicité post-négociation). De plus, il n'y a aucune différence patente dans les écarts effectifs de cotation entre les États membres qui ont une position restrictive sur l'exécution d'ordres hors marché et ceux qui se montrent plus libéraux à cet égard. Dans certains États membres qui appliquent une obligation de concentration, ces écarts sont aussi importants, voire plus importants, que dans les États membres qui ne l'appliquent pas.

<sup>xxi</sup> Euronext (2002): Internalisation. "Les grands conglomérats financiers qui opèrent déjà en diverses qualités visent désormais un autre rôle, qui leur permettra de développer leurs activités. Après avoir été courtiers, teneurs de marché, analystes et gestionnaires de portefeuilles, ils veulent aujourd'hui devenir des bourses" (p. 12). Voir également A. Murray (2002): Key issues facing European securities exchanges (qui parle de la "capacité croissante des banques à opérer comme de quasi-bourses", p. 17)

<sup>xxii</sup> [La recherche publiée par London Economics indique que le regroupement des marchés européens des actions et des obligations pourrait réduire fortement l'incidence négative des écarts de cotation sur les prix et suggère qu'il en résultera une diminution sensible du coût de ces instruments].

<sup>xxiii</sup> Les règles de transparence proposées visent à créer un environnement permettant aux négociants et aux intermédiaires de reconnaître quelle infrastructure de négociation offre les meilleures conditions pour effectuer une transaction portant sur une action donnée et de transférer des liquidités en réaction à des écarts de prix. Ainsi, les ordres pourront être exécutés via l'infrastructure offrant un "mieux" en termes de prix ou le meilleur résultat possible pour l'investisseur final, ce qui contribuera à faire converger le système global du marché vers un prix qui reflète toutes les informations pertinentes disponibles sur l'ensemble du marché.

---

<sup>xxiv</sup> La concurrence exercée par le SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation system; système de cotation électronique du LSE) a contraint de nombreuses places boursières du continent à révolutionner leurs méthodes et leurs systèmes de négociation au début des années 90. Par ailleurs, la crainte de la concurrence de TradePoint a conduit le LSE à introduire le SETS en 1996.

<sup>xxv</sup> Dans la mesure où elles ne sont pas investies de responsabilités réglementaires ou d'auto-contrôle quant à la "qualité" des instruments négociés via leurs systèmes, les MTF ne doivent pas être soumises aux obligations applicables aux marchés réglementés pour ce qui est de l'admission d'instruments à la négociation.

<sup>xxvi</sup> Étude de la BCE sur les marchés européens des actions, août 2001.

<sup>xxvii</sup> Les principales caractéristiques des marchés réglementés, par comparaison avec un système de négociation pure, sont notamment les suivantes: les marchés réglementés ont toujours joué un rôle important dans le contrôle de la qualité des instruments admis à la négociation/à une cote officielle. Ce rôle qu'ils assument continuellement, en vérifiant la conformité des titres aux règles régissant la constitution et l'émission d'instruments financiers, confère ainsi un "label qualité" à ceux qui sont publiquement négociés. Seules les entités acceptant ces obligations doivent pouvoir obtenir un agrément comme marché réglementé. Les marchés réglementés se distinguent aussi par une forme organisationnelle propre: ils ont ici fait preuve d'une grande autonomie et d'une grande capacité d'autorégulation dans le choix de leurs membres et le contrôle de l'activité exercée via leurs systèmes. Ils présentent enfin des caractéristiques particulières en matière de négociation: ils garantissent un dénouement/un règlement efficace des transactions conclues sur leur infrastructure – même si les systèmes de négociation pure peuvent offrir ce niveau de fonctionnalité.

<sup>xxviii</sup> Certains épisodes ont déjà mis en lumière le haut niveau d'interdépendance des bourses européennes. Cette année, une erreur au niveau de l'indice boursier de la DBAG (Deutsche Börse AG) a, par exemple, entraîné aussitôt l'arrêt de la négociation pour le même indice sur d'autres marchés européens – mais aussi pour des indices de substitution.

<sup>xxix</sup> Au Royaume-Uni, quelques 29 entités devraient relever de la définition d'une MTF. L'Allemagne en héberge aussi un grand nombre. Pour leur part, l'Italie, la Belgique, l'Irlande et la France ont délivré un certain nombre d'agréments à des MTF. L'activité de ces entités porte sur différentes catégories d'actifs - notamment les obligations et les swaps de devises, mais aussi les actions. L'expérience américaine suggère toutefois qu'une période de consolidation (au moins pour les entités traitant des obligations) peut suivre la première phase de développement.

<sup>xxx</sup> Parmi les personnes interrogées, un certain nombre a contesté la nécessité d'introduire un nouveau régime d'agrément pour les MTF. Elles font valoir que l'activité de ces entités est adéquatement couverte par la combinaison de deux agréments: celui pour "réception et transmission" d'ordres de clients et celui pour "exécution" de tels ordres. La Commission ne partage pas cette analyse. Les MTF représentent, en effet, une innovation fondamentale en ce sens qu'elles constituent une infrastructure de type non-boursier, permettant aux utilisateurs ou aux clients de négocier à discrétion, pour leur propre compte. Du fait de ce fonctionnement, les MTF présentent nombre des caractéristiques propres aux bourses de valeurs/aux marchés et suscitent les mêmes préoccupations réglementaires.

<sup>xxxi</sup> Les orientations révisées, publiées en mars 2002 pour servir de base à une consultation ouverte, envisageaient d'opérer une distinction entre les entités qui internalisent systématiquement les ordres de leurs clients et celles qui le font de manière occasionnelle. Cette distinction devait reposer sur un seuil quantitatif (internalisation de 10 % du flux d'ordres sur les quatre derniers trimestres). L'idée a été fortement critiquée pour deux raisons: d'une part, la logique suivie n'était pas claire. L'internalisation génère un conflit d'intérêts entre le courtier/le négociant et son client, à quelque échelle qu'elle soit pratiquée. D'autre part, le seuil proposé a été condamné comme étant inapplicable dans la pratique et comme pouvant avoir des conséquences diverses selon la taille des marchés nationaux. Au regard de ces critiques pertinentes, la Commission a renoncé à la distinction envisagée, pour chercher plutôt à créer un cadre réglementaire général permettant de gérer les conflits d'intérêt inhérent à l'activité d'internalisation.

<sup>xxxii</sup> Les structures de marché où les fonctions de courtage au nom de clients et de négociation comme contrepartie à des clients sont exercées séparément ou remplies par des entités différentes ne donnent pas lieu au conflit d'intérêts classique évoqué. Selon le régime britannique applicable aux prestataires de services aux petits investisseurs (*Retail Service Provider Regime*), les courtiers routent les ordres de leurs clients vers une entité

---

différente, pour exécution par appariement à des positions de négociation de cette dernière; cette activité ne saurait être considérée comme de l'internalisation au sens de la présente proposition.

<sup>xxxiii</sup> Le raisonnement à la base de la présente section a été développé de manière plus approfondie dans un document de travail connexe des services de la Commission, afin de rendre justice à la complexité du débat.

<sup>xxxiv</sup> Le LSE facture 2 pennies pour l'enregistrement de toute transaction qui est conclue hors marché et qui lui est déclarée par l'un de ses membres.

<sup>xxxv</sup> M. Auguy et D. Davydoff, *the European Market model*, 24 juillet 2002.

<sup>xxxvi</sup> Règle 4710 de la NASD: rule of practice and procedure for the small order execution system. Cf. NASD manual, pp. 2303 à 2308 et NASD notice to members 97-90 on changes to SOES tier-size levels, décembre 1997.

<sup>xxxvii</sup> L'autorité de l'État d'accueil sera avisée de la présence sur son territoire d'une entreprise d'un autre État membre via le mécanisme de notification existant; elle pourra solliciter l'intervention de l'autorité de l'État d'origine et intervenir elle-même à titre conservatoire, le cas échéant.

<sup>xxxviii</sup> Les entités reconnues comme contreparties éligibles par leur autorité compétente nationale en vertu de la faculté précitée pourront négocier comme telles avec toute entreprise d'investissement de l'Union européenne. Les entreprises d'investissement ayant leur siège dans le même État membre que ces entités ne pourront pas considérer systématiquement les entités analogues ayant leur siège dans d'autres États membres comme des contreparties éligibles.