

Bruxelles, le 6 février 2006

Questions fréquemment posées concernant la directive MIF: mesures d'exécution de «niveau 2» projetées

(voir [IP/06/121](#))

Le présent document a été élaboré par les services de la Commission (DG marché intérieur et services).

Il est divisé en deux parties: la première traite de questions à caractère général et la seconde répond à des questions plus spécifiques concernant la façon dont les mesures d'exécution (de «niveau 2») fonctionneront en pratique et dont elles interagissent avec les dispositions correspondantes de la directive cadre (législation de «niveau 1»).

Les mesures d'exécution en étant encore au stade du projet (il s'agit de projets de mesures présentés formellement par la Commission), les réponses aux questions ci-dessous ne peuvent pas être considérées comme définitives.

De plus l'information fournie dans le présent document:

- est d'une nature générale et ne vise pas à traiter de la situation particulière de telle ou telle personne ou entité;
- n'est pas nécessairement complète et ne couvre pas systématiquement tous les aspects;
- est diffusée à titre d'information générale et ne constitue donc pas un avis professionnel ou juridique;
- ne constitue en aucun cas un document interprétatif.

Elle ne préjuge pas de la position définitive que pourrait décider d'adopter la Commission dans les domaines couverts si des évolutions, par exemple des arrêts de la Cour de justice, l'amenaient à revoir certaines des vues exprimées dans le présent document.

Elle ne préjuge pas non plus des interprétations que la Cour de justice des Communautés européennes pourrait donner des divers aspects en jeu.

PARTIE I: QUESTIONS GÉNÉRALES

1. Qu'est-ce que la «MIF»?

La MIF est la directive concernant les marchés d'instruments financiers – ou directive 2004/39/CE. Elle remplace la directive sur les services d'investissement (DSI) qui avait été adoptée en 1993. Elle a été approuvée à l'unanimité par les États membres et par une forte majorité parlementaire. Il s'agit d'un pan de législation très ambitieuse qui constitue un élément central du plan d'action des services financiers (PASF) de la Commission.

Il met en place un cadre législatif exhaustif couvrant les services d'investissement et les marchés financiers en Europe. Il contient des mesures qui vont modifier et améliorer l'organisation et le fonctionnement des entreprises d'investissement, faciliter les transactions frontalières, et donc contribuer à une meilleure intégration des marchés de capitaux de l'UE. Les économistes s'accordent pour considérer qu'il aura un effet de stimulation notable sur l'économie de l'UE. En même temps, il renforcera la protection des investisseurs, notamment grâce à un ensemble complets de règles qui régiront la relation entre les entreprises d'investissement et leurs clients.

2. La MIF est qualifiée de directive«Lamfalussy». Pourquoi?

Cela signifie que la MIF a été adoptée conformément à la méthode législative connue sous le nom de «processus Lamfalussy». Cette approche avait été élaborée par le comité des sages (présidé par le baron Alexandre Lamfalussy, ancien président de l'Institut monétaire européen) qui avait été constitué à l'initiative du Conseil européen. Les «directives Lamfalussy» sont composées de deux niveaux, la directive de «niveau 1» qui définit les principes directeurs de la législation convenus par le PE et le Conseil dans le cadre de la codécision, et les modalités d'application de «niveau 2» (voir question 3). L'avantage de cette approche à deux niveaux est qu'elle permet au Conseil et au Parlement de se concentrer sur les décisions politiques majeures, les détails techniques d'exécution faisant l'objet de travaux ultérieurs. Cette souplesse autorise une adaptation plus rapide et fréquente de la législation, laquelle peut ainsi plus facilement évoluer au rythme des transformations du marché ou des développements technologiques.

3. Comment fonctionne le «processus Lamfalussy»?

- Le « processus Lamfalussy » s'ordonne autour d'une approche législative à « quatre niveaux »:
- Niveau 1: Le niveau 1 correspond au processus décisionnel traditionnel de l'UE, à savoir des directives ou des règlements proposés par la Commission puis approuvés par le Parlement européen (PE) et le Conseil dans le cadre de la codécision. Ces directives et règlements contiennent des principes cadres.
- Niveau 2: Mesures d'exécution techniques destinées à rendre opérationnels les principes de niveau 1 et qui peuvent être adoptées, adaptées et actualisées par la Commission après consultation pour avis du comité européen des valeurs mobilières (CEVM) – un comité principalement composé de représentants des ministères des finances nationaux – et du Parlement européen. Le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) est une instance consultative indépendante, composée par les régulateurs du secteur des valeurs mobilières, qui peut conseiller la Commission sur les mesures techniques d'application à inclure dans la législation de niveau 2. Ses avis sont donnés

en réponse à des «mandats» spécifiques de la Commission sollicitant une aide dans des domaines particuliers. Les mesures d'exécution de niveau 2 n'altèrent en rien les principes convenus au niveau 1; elles se limitent à préciser les détails techniques indispensables pour rendre les principes opérationnels.

- Niveau 3: afin de faciliter une application cohérente et uniforme de la législation de l'UE par les États membres, le CERVM peut adopter des lignes directrices non contraignantes. Il peut aussi adopter des normes communes concernant
- Niveau 3: afin de faciliter une application cohérente et uniforme de la législation de l'UE par les États membres, le CERVM peut adopter des lignes directrices non contraignantes. Il peut aussi adopter des normes communes concernant des domaines couverts par la législation de l'UE (mais ces normes doivent être compatibles avec la législation des niveaux 1 et 2).
- Niveau 4: Mise en oeuvre : Il s'agit pour la Commission de vérifier que la mise en œuvre de la législation communautaire par la législation nationale est correcte et, en cas de non-conformité, d'ouvrir des procédures d'infraction pouvant déboucher sur une saisine de la Cour de justice.

4. Quelle étape la MIF a-t-elle atteint?

La directive de «niveau 1» a été adoptée en avril 2004. Les projets actuels correspondent à des mesures d'exécution de «niveau 2». La Commission a donné formellement mandat au CERVM, en juin 2004, pour émettre un avis technique sur ces mesures de niveau 2. L'essentiel des commentaires du CERVM, communiqués en février et en avril 2005, a été pris en compte dans les mesures proposées par la Commission.

5. En quoi consistent exactement les dispositions de la directive de niveau 1?

La directive de niveau 1 supprime la règle dite de «concentration des ordres» (les États membres ne peuvent donc plus exiger des entreprises d'investissement qu'elles exécutent tous leurs ordres sur des places boursières). De ce fait, les bourses de nombreux États membres seront dorénavant confrontées à la concurrence des systèmes multilatéraux de négociation («multilateral trading facilities – MTF»), c'est-à-dire grosso modo des plates-formes de négociation qui ne sont pas des bourses, et des «internalisateurs systématiques», à savoir des banques ou des entreprises d'investissement qui exécutent les ordres de leurs clients en interne pour leur propre compte (plutôt que de les transmettre à des bourses).

Les MTF et les internalisateurs systématiques seront soumis aux mêmes exigences de transparence pré et post-négociation que les bourses. Cela permettra d'assurer des conditions égales de concurrence entre les bourses et leurs nouveaux concurrents – et une information complète sur les activités de négociation sur le marché.

La directive de niveau 1 actualise aussi le «passeport unique» des entreprises d'investissement qui avait été introduit pour la première fois par la DSI. La liste des services et instruments financiers couverts est enrichie afin de mieux épouser les nouvelles réalités du marché.

C'est ainsi que le conseil en investissement est couvert pour la première fois, de façon à coller aux tendances récentes qui voient des investisseurs de détail de plus en plus nombreux investir dans des titres et demander des conseils à leur banque ou à leur courtier. Les entreprises d'investissement auront donc dorénavant la possibilité de prêter des services dans toute l'UE sur la base d'un agrément unique délivré par leur État membre «d'origine».

Simultanément, les règles de protection des investisseurs sont renforcées et harmonisées à un niveau élevé de façon à ce que les investisseurs puissent utiliser en toute confiance les services des entreprises d'investissement, quel que soit l'État de l'UE dont elles proviennent. Les volumes de transactions au niveau paneuropéen ne pourront s'approfondir que si la confiance des investisseurs est au rendez-vous.

6. Quel est le contenu des mesures de niveau 2?

La Commission ne propose des mesures de niveau 2 que dans les domaines où la directive de niveau 1 lui donne expressément le pouvoir de le faire, c'est-à-dire les domaines pour lesquels elle s'est vue attribuer des «pouvoirs délégués», à savoir à peine 18 des 73 domaines couverts par les dispositions de la directive de niveau 1. Les principaux d'entre eux sont les suivants:

- Les règles de conduite professionnelle des entreprises d'investissement. Elles les obligent notamment à répartir leurs clients en différentes catégories («contreparties éligibles», clients «professionnels» et «de détail»), précisent leurs obligations envers chaque catégorie de clients, leur imposent d'évaluer l'«adéquation» et le «caractère approprié» des produits et services qu'elles offrent à un client particulier et de garantir une «meilleure exécution» à leurs clients (c'est-à-dire obtenir le meilleur résultat possible pour eux, l'accent étant mis sur le meilleur prix en ce qui concerne les investisseurs de détail);
- les exigences organisationnelles des entreprises et des marchés. Elles couvrent le fonctionnement indépendant des fonctions de vérification de la conformité, de gestion des risques et d'audit interne, l'identification et la gestion des conflits d'intérêts et les limites à respecter en matière d'externalisation, en particulier vers des pays tiers;
- la notification des transactions aux autorités compétentes, concernant toutes les opérations d'achat et de vente quels que soient les instruments financiers concernés;
- les obligations de transparence applicables à la négociation d'actions (transparence pré et post-négociation pour les marchés réglementés, les MTF et les «internalisateurs systématiques») en vue de garantir l'égalité des conditions de concurrence entre bourses, MTF et internalisateurs systématiques au niveau de la négociation des actions les plus liquides des marchés européens.

Des informations plus détaillées sur chacun de ces domaines (ainsi que sur d'autres domaines couverts par des mesures de «niveau 2») sont fournies dans la partie II.

7. quelles seront les prochaines étapes de la procédure? Comment les mesures de niveau 2 seront-elles adoptées?

Les mesures proposées ont été transmises au Parlement européen et aux membres du comité européen des marchés de valeurs mobilières (CEVM). Le Parlement dispose maintenant de trois mois pour les examiner et formuler des observations les concernant. Le CEVM doit pour sa part émettre un avis sur celles-ci au début de juin. Le Parlement disposera ensuite d'un nouveau délai d'un mois pour vérifier que ces mesures ne sont pas «ultra vires», c'est-à-dire que la Commission n'a pas outrepassé ses «pouvoirs délégués». Les projets de mesures pourront alors être formellement adoptés par la Commission, probablement au cours de l'été 2006.

8. Pourquoi la MIF est-elle nécessaire?

Nous avons besoin de la MIF parce que l'ancienne directive sur les services d'investissement n'est plus à jour, qu'elle fonctionne mal dans nombre de domaines et qu'elle doit être remplacée. Le système du passeport ne fonctionne pas de manière suffisamment satisfaisante et il convient de l'actualiser pour supprimer les obstacles aux transactions transfrontalières. Cela permettra d'insuffler dans le secteur européen des services d'investissement un supplément de concurrence particulièrement indispensable eu égard aux implications financières de la bombe à retardement du financement des retraites. La protection des investisseurs devait également être renforcée pour pouvoir attirer de nouveaux investisseurs vers les marchés de capitaux de l'UE. La «règle de concentration» représentait un obstacle à la constitution d'une infrastructure de négociation intégrée et compétitive et devait donc être modifiée. Enfin, une véritable modernisation était indispensable afin que de nouveaux services comme le conseil en investissement et de nouveaux instruments financiers comme les produits dérivés soient couverts par la législation européenne et puissent ainsi circuler librement.

9. Quel est l'intérêt de la MIF pour les consommateurs et les petits investisseurs?

La MIF est une bonne nouvelle pour les consommateurs, qui auront un plus grand choix au niveau des prestataires de services d'investissement, lesquels seront tous tenus de se conformer à des normes très exigeantes en ce qui concerne leur comportement à l'égard de leurs clients. Cela devrait permettre à ces derniers de trouver des services de haute qualité au meilleur prix. Les entreprises seront soumises à une concurrence plus forte qui les forcera à être plus responsables envers leurs clients et à leur proposer un service de meilleure qualité. D'une manière plus générale, les investisseurs de petite taille ou de détail se verront proposer une gamme élargie de produits et de services et d'actions, obligations, etc. dans lesquelles investir, ce qui leur permettra de maximiser la rémunération de leur épargne. Tout cela devrait permettre d'améliorer le niveau de vie de millions de personnes, y compris au moment de leur retraite.

Les consommateurs jouiront du même degré de protection qu'ils choisissent un prestataire de services national ou étranger, et celui-ci sera élevé compte tenu de la série de sauvegardes rigoureuses envisagées dans les mesures projetées. C'est ainsi que les incitations ou avantages que les banques ou conseillers financiers peuvent recevoir en relation avec les services qu'ils fournissent à leurs clients seront encadrées par des limites strictes.

Lorsqu'elles exécuteront les ordres de clients, les entreprises seront tenues de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir le meilleur résultat possible («meilleure exécution»). Pour les clients de détail, il s'agira prioritairement d'obtenir le meilleur prix pour l'instrument concerné et de minimiser les coûts associés à l'exécution.

L'approche suivie ne consiste pas à submerger les consommateurs avec un flot d'informations susceptibles de manquer de pertinence pour eux et qu'ils pourraient avoir des difficultés à comprendre. L'accent a au contraire été placé sur les obligations fiduciaires des entreprises envers leurs clients (leur devoir de donner la priorité aux intérêts du client). Cette approche prévoit notamment un mode d'identification et de gestion des conflits d'intérêts moderne et exhaustif. Lorsqu'elles fournissent des services d'investissement, les entreprises sont également tenues de réunir suffisamment d'informations pour s'assurer que les produits et services qu'elles fournissent sont «adéquats» ou «appropriés» pour leurs clients.

Bien entendu, ce nouveau régime de protection des investisseurs s'appliquera à l'intégralité de la liste augmentée de produits et de services qui sont maintenant couverts par la MIF, ce qui accroîtra d'autant le degré de protection des consommateurs.

10. La MIF coûtera-t-elle beaucoup d'argent aux entreprises? Des estimations des coûts sont-elles disponibles?

Il existe un certain nombre d'études estimant son impact sur les banques, les bourses, etc., mais elles doivent être traitées avec une certaine prudence car elles ne sont pas basées sur les projets de mesures de niveau 2 (qui viennent à peine de paraître). Nombre d'entre elles sont en fait fondées sur des documents de travail antérieurs qui ne sont plus d'actualité aujourd'hui.

En réalité, il est très difficile de prédire quelle sera son incidence sur les entreprises, les banques, etc. au niveau individuel car cela dépendra dans une large mesure des décisions commerciales qu'elles prendront. C'est ainsi qu'une entreprise d'investissement pourra décider de devenir un internalisateur systématique ou de mettre en place une plate-forme de négociation multilatérale (MTF): dans ce cas, elle devra réaliser les investissements nécessaires pour acquérir la technologie appropriée et/ou recruter un personnel supplémentaire.

Il est vrai qu'il y aura certains coûts immédiats de mise en œuvre résultant de la nécessité d'adopter des règles qui peuvent ne pas exister encore dans tel ou tel État membre particulier. Mais c'est inévitable dans un processus qui vise à édifier un marché financier européen intégré au moyen de mesures d'ouverture des marchés qui supposent de démanteler des barrières et d'homogénéiser les conditions de concurrence entre opérateurs dans les 25 États membres. De plus, les efforts des entreprises pour assurer une «meilleure exécution» des ordres risquent fort d'entraîner une hausse des budgets des entreprises consacrés aux investissements T.

Il convient toutefois de ne pas surestimer ces coûts et de replacer le problème dans l'environnement législatif global du secteur des valeurs mobilières. Un certain nombre de changements ont déjà été introduits par les directives relatives aux valeurs mobilières qui ont été transposées dans les États membres ou sont sur le point de l'être. Les entreprises d'investissement ont déjà effectué certaines des adaptations requises par la MIF en réponse à ces directives et, chaque fois où cela sera possible, les structures et les arrangements existants seront mis au service des fins de ces directives, de la MIF et de ses mesures d'exécution.

De plus, les services de la Commission considèrent que la réalisation des investissements technologiques nécessaires pour se conformer à la MIF ne doit pas être vécue comme une obligation par les entreprises concernées, mais comme un moyen leur permettant – s'il est géré stratégiquement – de gagner un avantage compétitif, par exemple en commercialisant une gamme plus étendue de services et de produits. Les marchés de valeurs mobilières de l'UE sont en plein développement et non en déclin, une tendance qui devrait se poursuivre.

Enfin, outre les coûts, il y aura aussi des avantages. La Commission est convaincue qu'au total, ces avantages feront plus que compenser les coûts, même s'ils ne seront pas immédiatement apparents car contrairement aux coûts, les avantages prendront un certain temps avant de se manifester. Les études économiques de la Commission ont ainsi montré que l'intégration du marché de l'UE se traduirait par des gains macroéconomiques importants, des résultats qu'a confirmés l'examen par les pairs. Le processus de consultation élargie engagé par la Commission a également permis d'assurer la préparation la plus complète possible.

11. Quelles entreprises bénéficieront-elles le plus de la MIF?

Les premiers à réagir et les mieux préparés seront les gagnants. Pour les entreprises prêtes à s'adapter sur le champ et à réaliser les efforts de préparation requis, les opportunités seront considérables et ne se limiteront pas aux transactions sur actions. Selon les experts, les entreprises qui choisiront de devenir des internalisateurs systématiques pourront utiliser leur équipement électronique modernisé pour internaliser également d'autres produits financiers sur un éventail élargi de marchés européens. En revanche, les entreprises d'investissement qui choisiraient d'ignorer la MIF risquent de se retrouver en queue de peloton.

12. Quels seront les effets globaux de la MIF?

Elle devrait réduire sensiblement les obstacles qui freinent les transactions transfrontalières sur actions et la prestation transfrontalière de services financiers. Elle mettra fin au monopole qu'exerçaient certaines places boursières sur la négociation de titres. La directive contribuera ainsi à créer de nouvelles opportunités pour les entreprises, les marchés et, bien entendu, les consommateurs. Son incidence exacte sera toutefois fonction de la mesure dans laquelle ces différents acteurs seront prêts à exploiter les opportunités offertes. S'ils le sont, la concurrence entre les bourses et entre bourses et autres plates-formes de négociation pourrait en être sensiblement accrue, le volume des transactions transfrontalières pourrait fortement augmenter et le coût du capital pourrait nettement décroître, ce qui bénéficierait à l'économie globale, aussi bien aux grandes et aux petites entreprises, et aux investisseurs. Le renforcement de la concurrence entre entreprises d'investissement obligerait ces dernières à devenir plus efficaces et productives, ce qui les mettrait en position de mieux affronter une concurrence mondiale de plus en plus féroce. Les coûts d'accès aux marchés de capitaux des émetteurs et des investisseurs en seraient réduits et les investisseurs disposeraient d'une gamme beaucoup plus riche de produits (actions, obligations, etc.) dans lesquels investir, ce qui leur permettrait de maximiser leur retour sur investissement. Tout cela permettrait aux entreprises d'accroître leurs investissements de croissance et de créer plus de richesses et d'emplois.

13. Comment la MIF et ses mesures d'exécution ont-elles été élaborées? La Commission a-t-elle consulté toutes les parties prenantes?

Oui. La Commission a adopté une approche exhaustive et ouverte afin d'aboutir au consensus le plus large possible. Les discussions sur la directive de niveau 1 ont duré de 2000 à 2004 et ont été l'occasion d'un débat très ouvert auquel un maximum de parties prenantes a été associé.

Les projets de mesures de niveau 2 sont le résultat d'un cycle de négociations intense et sans précédent associant toutes les parties prenantes, y compris les États membres, les autorités de régulation, les entreprises et les consommateurs. Ils sont en grande partie basés sur les avis fournis par le CERVM, eux-mêmes issus de discussions techniques longues et approfondies entre experts des autorités de régulation du secteur des valeurs mobilières, ainsi que sur les résultats d'une consultation publique exhaustive. Le CEVM les a longuement examinés à plusieurs reprises à la lumière de ces discussions et des documents de feedback élaborés par les services de la Commission. Ces documents ont aussi été mis à la disposition du public.

Le processus s'est déroulé de manière itérative et transparente, avec pas moins de 11 consultations publiques au cours des deux dernières années (organisées soit par la Commission, soit par le CERVM). La Commission a généralement adopté une politique de «portes ouvertes», en organisant une infinité de réunions à tous les niveaux avec des représentants du secteur et des consommateurs et d'autres parties intéressées.

14. Pourquoi la Commission n'a-t-elle pas réalisé une analyse coûts-avantages (évaluation d'impact) de la directive de niveau 1 ou des mesures de niveau 2?

La Commission n'a effectivement pas réalisé d'analyse coûts-avantages formelle et exhaustive. Une telle analyse n'était pas obligatoire il y a cinq ans, au moment où les travaux sur la directive de niveau 1 ont commencé.

De plus, il est hasardeux de chiffrer les avantages potentiels de chaque élément individuel de la législation PASF, et très difficile de démêler les causes et les effets économiques sur des marchés aussi complexes et étroitement liés.

Il existe néanmoins une étude ambitieuse qui s'est efforcée de quantifier les avantages macroéconomiques potentiels d'une intégration globale des marchés de capitaux (London Economics, novembre 2002) – étude qui a reçu un accueil très favorable lors de l'examen par les pairs. Il a cependant été estimé que les résultats de l'étude, bien que favorables, tendaient à sous-estimer les avantages globaux de l'intégration européenne sur l'économie de l'UE.

La consultation large, transparente et ouverte des parties prenantes, plus le travail de collecte et d'analyse de données réalisé par la Commission au cours de la préparation des mesures, de niveau 1 comme de niveau 2, a permis de se constituer une base économique et technique très saine pour la prise de décision, qui comprend notamment une évaluation exhaustive de l'impact des mesures législatives sur les entreprises, les marchés et les consommateurs.

Par ailleurs, les projets de mesures MIF ont été élaborés conformément aux principes du «mieux légiférer». La Commission a ainsi adopté une approche «fondée sur les principes». L'objectif est d'éviter de dire aux entreprises comment elles doivent gérer leur affaire, les mesures visant plutôt à définir les principes qu'elles doivent respecter. La Commission a aussi rejeté l'approche du traitement unique (dite «one size fits all»). Les mesures proposées ont ainsi été élaborées en tenant compte de la grande diversité des infrastructures de marché et des prestataires de services. Les règles devront pouvoir s'appliquer de manière appropriée et proportionnée. C'est ce que reconnaissent explicitement de nombreuses dispositions des mesures projetées, dans lesquelles les exigences varient en fonction de la nature, de la taille et du degré de complexité de l'entreprise d'investissement visée et de son activité.

15. Sous quelle forme les projets de mesures de niveau 2 seront-ils présentés? Quels sont les instruments juridiques que la Commission a choisi d'utiliser et pourquoi?

La première question que la Commission se pose en relation avec le choix de l'instrument juridique est celle de la nécessité réelle d'un acte législatif. Une initiative non législative pourrait-elle se révéler plus efficace? Serait-il possible de se reposer sur l'autoréglementation du secteur?

La réponse dans le cas d'espèce est claire. En vertu de la directive de niveau 1, la Commission est tenue d'adopter des mesures de niveau 2 afin d'assurer une application uniforme des dispositions de niveau 1. Dans presque tous les domaines couverts par la directive de niveau 1, les législations nationales sont très disparates et ce n'est qu'en légiférant au niveau communautaire que les systèmes législatifs nationaux pourront être suffisamment alignés pour assurer une application uniforme des dispositions de niveau 1. Si tel n'était pas le cas, le "passeport" ne fonctionnerait pas, les activités transfrontalières demeureraient à un niveau sous-optimal et les avantages économiques globaux seraient moins importants qu'attendu.

En ce qui concerne le choix de l'instrument législatif, certaines des mesures projetées peuvent être présentées sous la forme d'un règlement, qui a un effet direct et n'a pas besoin d'être transposé en droit national. D'autres mesures doivent en revanche être présentées sous la forme d'une directive pour permettre aux États membres, lorsqu'ils la transposeront, d'adapter ses exigences en fonction des spécificités de leurs marchés et d'assurer leur compatibilité avec les autres domaines de leur droit national. La Commission a donc choisi de présenter à la fois un règlement et une directive (le «règlement d'application» et la «directive d'application»).

Le règlement couvre les questions fondamentales ayant trait à la transparence et au fonctionnement des marchés; la directive couvre les domaines traitant des relations entre l'entreprise et le client – c'est-à-dire les questions qui interfèrent avec le droit privé national.

L'objectif ultime de la Commission est de proposer un ensemble unique et fiable de règles applicables par les entreprises d'investissement opérant dans toute l'Europe et de renforcer la sécurité des consommateurs achetant des services d'investissement à l'étranger. L'architecture législative décrite ci-dessus permettra d'atteindre cet objectif. La directive d'application met en place un régime fortement harmonisé et il ne devrait donc pas être nécessaire que les États membres ajoutent des règles supplémentaires par rapport à celles contenues dans la directive.

Ils ne sont en fait autorisés à le faire que dans un petit nombre de circonstances exceptionnelles et strictement définies, à la seule fin de s'attaquer à des problèmes nationaux ou d'apparition récente qui menaceraient la protection des investisseurs ou la stabilité de leurs marchés.

16. Quand la MIF entrera-t-elle en vigueur?

La date d'entrée en vigueur initialement envisagée pour la directive de niveau 1 était la fin du mois d'avril 2006. Il a toutefois été décidé qu'un délai supplémentaire était indispensable pour donner aux entreprises le temps d'adapter leurs systèmes aux nouvelles règles et le Conseil et le Parlement européen ont approuvé une directive (dont l'adoption formelle doit intervenir au premier trimestre 2006) qui repousse la date d'entrée en vigueur au mois de novembre 2007 – les États membres ayant l'obligation de publier les règles définitives 9 mois avant cette date, soit avant la fin du mois de janvier 2007. Les entreprises d'investissement devront mettre à profit ce délai supplémentaire pour programmer dès maintenant leur adaptation aux nouvelles règles, et non s'en saisir comme d'une excuse pour ralentir leurs préparatifs à la MIF.

17. Que se passera-t-il ensuite (après l'adoption des mesures de niveau 2)?

La priorité sera alors de s'assurer que la directive de niveau 1 (et la directive de niveau 2) font bien l'objet d'une transposition intégrale en droit national dans les délais requis (niveau 4 du processus Lamfalussy). La Commission ouvrira des procédures en manquement contre tout État membre défaillant. Elle continuera à publier son «tableau de bord Lamfalussy» pour suivre l'état d'avancement de la transposition de toutes les directives Lamfalussy dans les États membres.

Il est également important de s'assurer de la constance avec laquelle la MIF est appliquée et mise en œuvre, ce qui supposera une coopération beaucoup plus étroite entre autorités de surveillance européennes. Telle est la finalité du «niveau 3» du processus Lamfalussy, qui vise à promouvoir la convergence des pratiques prudentielles en Europe. Le CERVM se prépare actuellement à relever ce défi.

Enfin, la Commission continuera à évaluer en permanence l'incidence de la MIF, en se demandant notamment si elle a été bien conçue, si elle fonctionne bien en pratique et si elle donne les résultats attendus. Pour réaliser cette évaluation, la Commission discutera avec des praticiens du secteur, des participants au marché et des investisseurs/consommateurs - c'est à dire avec ceux qui sont directement affectés par la MIF et sont donc les mieux placés pour repérer les éventuels problèmes.

En outre, la MIF prévoit expressément que la Commission doit établir des rapports sur la mise en œuvre de dispositions particulières (par exemple sur l'assurance responsabilité professionnelle, la transparence pré-négociation des internalisateurs systématiques, la transparence pré et post-négociation pour les instruments financiers autres que les actions). Dans la majorité des cas, ces rapports doivent être remis courant 2007 ou 2008.

Dans l'éventualité où des modifications aux modalités d'exécution de la MIF s'avèreraient nécessaires, ces mécanismes devraient permettre un ajustement relativement rapide.

PARTIE II: QUESTIONS SPÉCIFIQUES

NB: dans cette section, la directive-cadre de niveau 1 est appelée «MIF» et les projets de règlement et de directive de niveau 2 portant exécution de la MIF sont respectivement appelés «règlement d'application» et «directive d'application».

1. Règles de conduite des entreprises d'investissement

1.1 Approche générale

1.1.1 Quelle est l'approche générale en matière de protection des clients?

Pour l'essentiel, la MIF prévoit deux types de mécanismes de protection des investisseurs. D'une part, les entreprises seront tenues de fournir à leurs clients (et clients potentiels) des informations (sur l'entreprise d'investissement, les services qu'elle fournit et les instruments financiers qui font l'objet de ces services). Cela est important car si les clients reçoivent une information suffisante, ils seront en mesure de détecter (et de rejeter) les entreprises inefficaces ou au comportement peu scrupuleux. On ne peut toutefois pas se reposer entièrement sur ce mécanisme, car il serait illusoire de noyer les clients sous un flot d'informations complexes et d'espérer qu'ils seront capables d'analyser et d'évaluer tout cela et d'en tirer ensuite les conclusions appropriées. C'est pourquoi la MIF place aussi un accent considérable sur les obligations fiduciaires des entreprises envers leurs clients – c'est-à-dire leur devoir de placer l'intérêt de leurs clients en premier. Elle impose un certain nombre d'obligations spécifiques aux entreprises, par exemple l'obligation d'exécuter les ordres de clients dans les meilleures conditions possibles («meilleure exécution»), l'obligation, en cas de prestation de services d'investissement, de s'assurer que les produits ou services qu'elles fournissent sont «adaptés» et ont un «caractère approprié» eu égard au profil du client concerné et au traitement satisfaisant de ses ordres. Elle impose aussi des limites strictes aux incitations et avantages que les banques ou les conseillers financiers peuvent recevoir en rapport avec les services qu'ils fournissent à leurs clients.

1.1.2 Tous les clients seront-ils traités de la même manière?

La réponse législative aux problèmes posés par la protection des investisseurs doit être proportionnée et appropriée. Elle doit se focaliser sur les risques démontrables auxquels les différents types d'investisseurs sont susceptibles d'être exposés. Ces risques varieront en fonction du niveau de connaissance et de sophistication propre à l'investisseur concerné. La MIF établit par conséquent une distinction entre trois catégories de clients, dotées d'un niveau de connaissance et d'expertise différent: les investisseurs de détail, les investisseurs professionnels et les «contreparties éligibles». Les obligations des entreprises d'investissement envers ces différentes catégories de clients varieront, les investisseurs les moins avertis recevant le plus d'information et de protection et les plus avertis en recevant le moins, car il s'agit d'experts professionnels.

1.2 Classification des clients – contreparties éligibles

1.2.1 Comment fonctionnera le système de classification des clients?

Le système a été conçu pour être aussi simple et souple que possible. L'annexe II de la MIF donne la liste des clients considérés comme professionnels. Ces clients comprennent les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les autres investisseurs institutionnels, les grandes entreprises, etc. Les clients de détail forment une catégorie résiduelle, mais qui n'en est pas moins vaste et diversifiée. Ils sont définis comme des clients qui ne sont pas considérés comme professionnels. En d'autres termes, toute personne non mentionnée dans l'annexe II de la MIF sera considérée comme un client de détail. Un investisseur peut donc savoir assez facilement à quelle catégorie de clients il appartient.

Toutefois, pour plus de clarté, l'article 28 de la directive d'application stipule que les clients doivent être informés de la catégorie de clients dans laquelle ils ont été classés. Ils doivent être mis au courant des conséquences légales de ce classement (c'est-à-dire du degré plus ou moins élevé de protection qu'il suppose). Un client classé dans une catégorie donnée peut demander à changer de catégorie s'il satisfait à certains critères et suit une procédure particulière. Ainsi, un investisseur de détail qui estimerait disposer d'un niveau élevé d'expérience et de connaissance et pouvoir de ce fait s'adapter à un degré de protection moins élevé peut demander à être classé comme client professionnel. Inversement, un investisseur professionnel qui souhaiterait jouir d'un degré de protection plus élevé peut demander à devenir investisseur de détail. Les clients doivent aussi être mis au courant de la possibilité qu'ils ont de demander à changer de catégorie.

La MIF précise (à son considérant 31) qu'une distinction doit être opérée entre la façon dont les règles sont appliquées aux clients de détail et la façon dont elles sont appliquées aux clients professionnels. La majeure partie des règles spécifiques établies dans le chapitre III de la directive d'application ne s'appliquent qu'aux clients de détail car les investisseurs professionnels, contrairement aux investisseurs de détail, sont censés disposer de l'expertise et des ressources requises pour défendre leurs propres intérêts sur le marché. Toutefois, le fait qu'ils ne soient pas couverts par la majorité des mesures d'exécution ne réduit ou ne modifie en rien la protection qui est garantie aux investisseurs professionnels par les principes définis dans la MIF.

La situation est légèrement compliquée par l'existence d'une troisième catégorie, les «contreparties éligibles», qui est en fait une sous-catégorie des investisseurs professionnels. En d'autres termes, toutes les contreparties éligibles sont des investisseurs professionnels, mais tous les investisseurs professionnels ne sont pas automatiquement des contreparties éligibles. L'article 24, paragraphe 2, de la MIF énumère une liste de *contreparties éligibles ès qualités* – c'est-à-dire d'entités qui sont automatiquement reconnues en tant que contreparties éligibles. La MIF donne également aux États membres la possibilité de reconnaître comme contreparties éligibles, à leur demande, d'autres entités que les *contreparties éligibles ès qualités* définies à l'article 24, paragraphe 2. La directive d'application (à son article 50) précise les exigences auxquelles de telles entités doivent se conformer pour être traitées comme des contreparties éligibles.

Étant donné que les contreparties éligibles sont considérées comme la catégorie d'investisseurs les plus avertis, le degré de protection dont elles jouissent est le moins important. Lorsqu'elles reçoivent certains types de services (exécution d'ordres, négociation pour compte propre ou réception et transmission d'ordres), elles ne bénéficient pas des protections offertes par les règles de conduite professionnelles.

1.3 Information des clients

1.3.1 Je suis un client de détail. Suis-je en droit de recevoir une information précise sur les produits et services financiers? Et de savoir à l'avance combien je devrai payer pour les services fournis par l'entreprise?

Avant de prendre une décision d'investissement, les clients doivent recevoir une information adéquate de façon à pouvoir faire leur choix sur une base informée. C'est pourquoi la directive d'application précise le type exact d'informations qu'il convient de fournir aux clients de détail.

Les clients de détail doivent par exemple recevoir: une information générale sur l'entreprise d'investissement et ses services (article 30 de la directive d'application); des informations suffisamment détaillées sur le type d'instrument financier concerné (article 31 de la directive d'application), des informations sur les frais et commissions qui seront facturés au client (article 32 de la directive d'application).

Par ailleurs, la directive d'application précise le moment auquel le client doit recevoir de telles informations. Le principe fondamental est que le client doit disposer de suffisamment de temps pour lire et comprendre l'information spécifique qui lui est fournie avant de prendre sa décision d'investissement.

1.3.2 Comment cette information me sera-t-elle fournie? Me sera-t-elle communiquée sous une forme claire et facile à comprendre?

Toutes les informations destinées aux clients doivent être correctes, claires et non trompeuses. La directive d'application (à son article 27) introduit des normes spécifiques objectives qui précisent comment l'information fournie aux clients remplit ces trois critères. Les informations requises par l'article 19, paragraphe 3, de la MIF doivent être communiquées sur un «support durable».

L'obligation selon laquelle l'information donnée aux clients doit être correcte, claire et non trompeuse s'applique également aux communications qui sont des informations publicitaires. Toutefois, une information publicitaire peut atteindre un client ou client potentiel de multiples manières. C'est pourquoi les entreprises et les régulateurs sont invités à prendre dûment en compte le moyen de communication, ainsi que les informations contenues dans l'information publicitaire, lorsqu'ils appliquent les exigences réglementaires. Compte tenu du grand nombre et de la diversité des informations publicitaires couvertes par ces obligations, la directive d'application (considérant 41) précise qu'il ne serait ni approprié, ni proportionné de les appliquer à des informations publicitaires qui ne contiennent qu'un nombre très limité d'informations (par exemple, la dénomination ou le logo de l'entreprise, un point de contact, etc.).

1.3.3 La MIF impose aux entreprises de fournir certaines informations sur un «support durable». Sera-t-il suffisant de fournir ces informations sur une page web?

La directive d'application (article 3) précise que les entreprises ne peuvent fournir l'information destinée aux clients sur un site web que si certaines conditions sont satisfaites. Le client doit avoir expressément choisi de recevoir l'information sur un tel site. L'entreprise est en outre tenue de communiquer au client l'adresse web pertinente. Enfin, l'information doit rester publiée sur le site de manière suffisamment continue pour être raisonnablement certain que la personne à laquelle elle est destinée aura la possibilité de la consulter et de la reproduire.

1.3.4 Je suis un client professionnel. Suis-je en droit de recevoir une information quelconque sur les services d'investissement qui me sont fournis et sur les instruments financiers sur lesquels portent ces services?

La règle générale veut que les clients professionnels disposent d'un niveau de connaissance suffisant pour leur permettre d'identifier par eux-mêmes l'information qui leur est nécessaire pour prendre une décision d'investissement. Les entreprises d'investissement ne sont donc tenues de fournir aux clients professionnels que l'information qu'ils demanderaient (article 29, paragraphe 8, de la directive d'application), sauf disposition stipulant explicitement qu'elle doit être fournie à tous les types de clients – par exemple l'article 32, paragraphes 5 et 6, de la directive d'application.

1.4 «Adéquation» et «caractère approprié»

1.4.1 Quelle est la finalité des tests relatifs à l'«adéquation» et au «caractère approprié»?

Comme expliqué plus haut (section 1.3.), les clients doivent recevoir une information suffisante sur les services qui leur sont prestés pour pouvoir prendre des décisions d'investissement informées. Toutefois, la MIF ne se repose pas uniquement sur ce moyen de protection des investisseurs (voir section 1.1). Elle impose également aux entreprises l'obligation générale d'agir au mieux des intérêts du client (article 19, paragraphe 1, de la MIF), obligation générale qui se décline en plusieurs obligations spécifiques, en particulier celles liées à la satisfaction des critères relatifs à l'«adéquation» et au «caractère approprié». Les entreprises sont ainsi tenues d'évaluer si les prestations qu'elles fournissent à un client sont «adéquates» ou revêtent un «caractère approprié» au regard de ses besoins et de sa situation personnelle, sur la base de l'information sur ce client qu'elles doivent se faire communiquer.

1.4.2 Quand convient-il d'appliquer le test d'«adéquation»?

Les entreprises sont tenues d'évaluer l'«adéquation» d'un service ou d'une transaction lorsqu'elles fournissent des prestations qui impliquent un élément de recommandation de la part de l'entreprise – comme le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille (article 19, paragraphe 4, de la MIF).

1.4.3 Quand doit-on appliquer le test du «caractère approprié»?

L'article 19, paragraphe 5, de la MIF impose aux entreprises d'appliquer le test du « caractère approprié » aux autres services, dans les cas où le client ne se repose pas sur des recommandations de l'entreprise (par exemple exécution d'ordres, réception et transmission d'ordres, etc.).

1.4.4 Quelle est la différence entre les deux tests?

En premier lieu, ils diffèrent par le niveau de collecte d'informations et de rigueur en matière d'évaluation qui sont requis. Le champ d'application du test relatif au «caractère approprié» est plus étroit que celui du test d'«adéquation». Les entreprises sont seulement tenues d'apprécier si le client dispose de la connaissance et de l'expérience nécessaires pour comprendre les risques inhérents au type particulier de produit ou de service concerné (article 37, 1^{er} alinéa de la directive d'application). Dans le cas du test d'adéquation, l'entreprise est en plus tenue de recueillir des informations supplémentaires sur la situation financière du client et ses objectifs d'investissement.

En second lieu, les deux tests n'ont pas la même incidence du point de vue réglementaire: si une entreprise d'investissement n'est pas autorisée à fournir une recommandation qui ne serait pas «adéquate», elle peut en revanche fournir une prestation qu'elle ne considère pas comme «appropriée» dès lors que le client a été dûment averti comme le requiert l'article 19, paragraphe 5, de la MIF.

1.4.5 Les entreprises peuvent-elles fournir des conseils en investissement ou le service de gestion de portefeuille sans avoir obtenu d'informations de leurs clients?

Non, les entreprises d'investissement ne sont pas autorisées à fournir des conseils en investissement ou le service de gestion de portefeuille sans avoir au préalable appliqué le test d'«adéquation», ce qui suppose qu'elles disposent de l'information nécessaire pour le faire. Elles sont donc obligées "d'obtenir" cette information avant de prêter le service (article 19, paragraphe 4, de la MIF).

1.4.6 Quand les entreprises peuvent-elles fournir des services «d'exécution simple»?

Un service «d'exécution simple» est un service d'investissement qui se limite à l'exécution ou à la réception et la transmission d'ordres de clients. Lorsqu'elles fournissent de tels services d'exécution simple, les entreprises ne sont pas tenues d'évaluer leur «caractère approprié». Cela comporte certains avantages, et permet en particulier de servir le client plus rapidement et à un coût moindre, mais il n'en est pas moins nécessaire de veiller à ce qu'il n'en résulte pas une augmentation injustifiée des risques pour le client.

C'est pourquoi la MID soumet la prestation de services d'exécution simple à plusieurs conditions (voir son article 19, paragraphe 6) qui doivent toutes être satisfaites:

(i) en premier lieu, les services «d'exécution simple» ne sont possibles que pour les transactions portant sur des instruments considérés comme «non complexes» (voir question 1.4.7). Il est présumé que la structure de tels instruments est suffisamment simple pour permettre au client moyen de comprendre aisément leurs caractéristiques et les risques associés. L'application du test relatif au «caractère approprié» est donc inutile;

(ii) en second lieu, la prestation de services «d'exécution simple» n'est autorisée que si le client a formulé une demande en ce sens;

(iii) enfin, l'entreprise doit avertir le client qu'elle n'évaluera pas le caractère approprié de la transaction et qu'elle doit se conformer aux obligations relatives aux conflits d'intérêts (voir section 2.3).

1.4.7 Qu'est-ce qu'un instrument financier «non complexe»? Tous les dérivés sont-ils des instruments financiers complexes?

La MID (article 19, paragraphe 6) mentionne explicitement un certain nombre d'instruments financiers pour lesquels des services «d'exécution simple» sont possibles, par exemple les actions qui sont admises à la négociation sur un marché réglementé¹, les parts d'OPCVM, les instruments du marché monétaire, etc. En outre, la directive d'application définit la notion d'instrument financier «non complexe» (article 39).

Aux fins de la directive d'application, la complexité d'un instrument est déterminée par la façon dont il est structuré. Le degré de complexité de la structure d'un instrument financier affecte la façon plus ou moins aisée dont le risque qui est inhérent à cet instrument sera appréhendé et, de ce fait, tous les produits dérivés sont considérés comme complexes car leur valeur est dérivée de celle d'autres instruments ou actifs financiers, ce qui rend plus complexe la compréhension des caractéristiques et l'évaluation de tels produits.

1.4.8 Les entreprises seront-elles autorisées à fournir aux clients de détail des prestations portant sur des instruments «complexes»?

Oui, mais si la prestation porte sur un instrument qui n'est pas couvert par la définition des instruments "non complexes" – et donc sur un instrument "complexe" – l'entreprise ne sera pas autorisée à fournir un service «d'exécution simple». Cela signifie qu'elle sera tenue d'évaluer le «caractère approprié» du service, c'est-à-dire d'apprécier si le client comprend ou non les risques associés.

¹ Un marché réglementé est une infrastructure – où se négocient des actions, des obligations ou des instruments dérivés – qui a été agréée en tant que marché réglementé par une autorité compétente. La plupart des bourses disposant d'un premier marché sont des marchés réglementés, et devraient le rester. En outre, les infrastructures négociant des dérivés et (pour la première fois) des matières premières peuvent être agréées en tant que marchés réglementés.

1.5 Meilleure exécution

1.5.1 Qu'entend-on par «meilleure exécution»?

Par «meilleure exécution», on entend que les entreprises qui exécutent les ordres de clients doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients en prenant en compte toute une série de facteurs, comme le prix de l'instrument financier, la rapidité d'exécution de l'ordre et son coût. Pour les clients de détail, la meilleure exécution correspond au résultat le plus favorable après prise en considération du prix de l'instrument financier et des coûts associés à l'exécution.

Cela signifie que, toutes choses étant égales par ailleurs, si le lieu d'exécution A offre un instrument à 100 euros avec des frais d'exécution (commissions de change, de règlement, etc.) de 5 euros (soit un montant total de 105 euros), et si le lieu d'exécution B offre le même instrument à 102 euros avec des frais d'exécution de 2 euros, l'entreprise d'investissement devra confier au lieu d'exécution B le soin d'exécuter l'ordre d'achat de cet instrument passé par le client, puisque le montant total facturé en B (104 euros) permet d'obtenir un meilleur résultat pour le client de détail.

1.5.2 Pourquoi est-il nécessaire de légiférer pour contraindre les entreprises à s'efforcer d'obtenir les meilleurs résultats possibles pour leurs clients? Ne sont-elles pas de toute façon amenées à agir ainsi sur un marché concurrentiel?

En premier lieu, la meilleure exécution est une condition fondamentale en matière de protection des investisseurs. Lorsqu'elles fournissent des services d'investissement à leurs clients, les entreprises d'investissement sont tenues d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de ces clients (article 19, paragraphe 1, de la MIF). Cette obligation fiduciaire de l'entreprise d'investissement envers son client est précisée plus avant par les obligations de meilleure exécution (article 21 de la MIF) qui se focalisent sur un domaine particulier – la façon dont les ordres de clients doivent être exécutés par une entreprise d'investissement. Ce domaine a été sélectionné en raison de l'asymétrie d'information qui se produit entre le prestataire de services et le client, en la défaveur de ce dernier. Dans des circonstances normales, les clients ont très peu de possibilités de contrôler si l'entreprise d'investissement qui exécute les ordres en leur nom a effectivement agi au mieux de leurs intérêts car il est peu probable qu'ils aient accès aux informations pertinentes qui leur permettraient d'évaluer la qualité du service rendu. Quand bien même ces informations seraient librement accessibles, les clients ne disposeraient probablement pas du temps ou du niveau d'expertise requis pour comprendre ou évaluer les données détaillées relatives à l'exécution de leurs ordres, ni des ressources indispensables pour procéder à une évaluation comparative de la politique d'exécution des ordres de l'entreprise. Il existe donc un risque de voir certaines entreprises d'investissement mettre à profit cette asymétrie d'information pour exécuter les ordres de leurs clients de manière déloyale sans pour autant pâtir des conséquences néfastes sur leur réputation qui sont le lot habituel sur un marché concurrentiel. C'est pourquoi il est indispensable d'instituer une obligation claire en ce qui concerne l'exécution des ordres de clients.

Mais en matière de meilleure exécution, d'autres aspects tenant à la réglementation sont eux aussi pertinents dans le contexte de la MIF. La MIF a mis en place un régime dans lequel de multiples lieux d'exécution seront en concurrence pour capter les flux d'ordres de clients. Cette concurrence entre lieux d'exécution devrait abaisser le coût des transactions sur instruments financiers et contribuer ainsi à renforcer l'efficacité des marchés de capitaux européens. Toutefois, il est bien connu que les gisements de liquidité sont d'une extrême viscosité, et que les nouveaux centres de négociation ont donc le plus grand mal à attirer de nouveaux utilisateurs, même s'ils fournissent de meilleurs services que leurs concurrents en place.

Comme il est souhaitable que les activités de négociation s'orientent vers les lieux d'exécution susceptibles de fournir avec régularité les résultats de meilleure qualité, l'obligation de meilleure exécution qui a été introduite contribuera à assurer que les entreprises d'investissement ne pourront pas ignorer l'existence de tels lieux. Outre qu'elles stimuleront la concurrence, les obligations de meilleure exécution devraient ainsi contribuer aussi à renforcer l'intégration du marché.

1.5.3 Quels instruments financiers sont-ils soumis à l'obligation de meilleure exécution?

Cette obligation ne se limite pas aux actions mais s'applique à tous les instruments financiers. Toutefois, bien que toujours soumises à l'obligation de meilleure exécution, les entreprises d'investissement ne sont pas censées s'y conformer de la même manière pour tous les types d'instruments.

1.5.4 Comment cela fonctionne-t-il en pratique?

Les entreprises d'investissement doivent mettre en place et appliquer des mesures qui leur permettent effectivement de se conformer à l'obligation de meilleure exécution telle qu'elle est définie à l'article 21, paragraphe 1, de la MID. En particulier, elles doivent mettre en place et appliquer une politique en matière d'exécution des ordres qui leur permette d'obtenir le meilleur résultat possible pour les ordres de leurs clients (article 21, paragraphe 2, de la MIF). Cette politique d'exécution des ordres constitue donc le principal instrument dont dispose l'entreprise pour assurer la meilleure exécution. Elle doit au minimum inclure, pour chaque classe d'instruments, des informations concernant les différents lieux d'exécution (traditionnels, comme les bourses, mais aussi plates-formes multilatérales de négociation² ou internalisateurs systématiques) utilisés par l'entreprise d'investissement pour exécuter les ordres de ses clients, ainsi que les facteurs déterminant le choix du lieu d'exécution. De plus, elle doit au moins inclure les lieux d'exécution qui permettent à l'entreprise d'investissement d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres des clients (cette politique doit bien entendu introduire une différenciation en fonction des types de clients) (article 21, paragraphe 3, de la MIF).

² Les plates-formes multilatérales de négociation (MTF) forment une nouvelle catégorie qui couvre, globalement parlant, toutes les infrastructures de négociation permettant des transactions entre participants qui ne sont pas des marchés réglementés. Elles peuvent être opérées par des entreprises d'investissement – qui auront besoin d'un agrément pour exercer cette activité – ou par des marchés réglementés. Les marchés secondaires, et les infrastructures de négociation électroniques qui ne sont pas associées à des bourses, devraient normalement devenir des MTF.

Lorsqu'elles évaluent dans quelle mesure une entreprise se conforme à la MIF, les autorités de surveillance doivent apprécier: a) si la politique de l'entreprise est adéquate et, b) si en pratique, l'entreprise met correctement en œuvre cette politique. Cette politique devra également être dynamique, les entreprises d'investissement étant tenues de contrôler son efficacité afin de pouvoir repérer et, le cas échéant corriger ses éventuelles défaillances. Les entreprises doivent en particulier évaluer régulièrement si les lieux d'exécution inclus dans leur politique continuent effectivement à assurer une meilleure exécution et procéder, si nécessaire, aux changements appropriés (article 46 de la directive d'application). La politique peut aussi par exemple être modifiée pour prendre en compte l'apparition de nouveaux lieux d'exécution.

1.5.5 Est-il possible de se conformer à l'obligation de meilleure exécution en adressant les ordres à un seul lieu d'exécution?

Dans la plupart des cas, les entreprises doivent avoir évalué les performances de plusieurs lieux d'exécution pour avoir une chance raisonnable d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients. Cela leur permettra de déterminer quel est le lieu d'exécution qui offre les meilleures conditions et de transmettre l'ordre à ce lieu.

1.5.6 Comment une entreprise d'investissement saura-t-elle quels sont les lieux d'exécution qui offrent les meilleurs résultats?

En vertu de la MIF, les lieux d'exécution sont tenus de mettre à la disposition du public, à des conditions commerciales raisonnables, des informations pré et post-négociation (cela signifie que les lieux d'exécution peuvent facturer la transmission de ces informations à des tiers).

Il est possible que les entreprises d'investissement obtiennent directement cette information des lieux d'exécution, mais il est plus probable que des fournisseurs de données collecteront ce type d'informations pour permettre aux entreprises d'évaluer la qualité des prestations des lieux d'exécution.

1.5.7 Les entreprises devront-elles normalement s'assurer un accès à plusieurs lieux d'exécution?

Une entreprise doit bien entendu avoir accès au moins aux lieux d'exécution mentionnés dans sa politique en matière d'exécution, c'est-à-dire ceux qui lui permettent de remplir son obligation de meilleure exécution sur une base régulière. Elle peut le faire en s'assurant directement un accès à ces lieux (par exemple en devenant membres d'une bourse) ou en passant par un intermédiaire (ou des intermédiaires). Bien entendu, le coût d'un accès direct à une pluralité de lieux d'exécution peut être élevé. Dans de nombreux cas, il se peut donc que l'accès indirect par le truchement d'un intermédiaire constitue la meilleure solution.

Toutefois, l'accumulation des commissions versées aux intermédiaires offrant l'accès aux lieux d'exécution peut devenir onéreuse avec le temps et il peut alors apparaître que l'accès direct constitue clairement une solution plus économique et efficace que le recours à des intermédiaires. Comme expliqué plus haut, les entreprises doivent contrôler et réévaluer régulièrement leur politique d'exécution et décider dans ce cadre quelle est l'option (accès direct ou accès intermédié) qui est la plus susceptible d'offrir à leurs clients les coûts d'exécution les plus faibles.

Il reviendra alors aux autorités de surveillance d'apprécier si les décisions prises par les entreprises sont raisonnables. Pour ce faire, elles prendront en compte un certain nombre de facteurs, dont la taille et la structure de coûts de l'entreprise concernée.

1.5.8 Qui sont les intermédiaires offrant un accès à des lieux d'exécution et pourquoi une entreprise d'investissement souhaiterait-elle recourir à leurs services?

Ces intermédiaires peuvent être très divers, des courtiers classiques jusqu'à ce que l'on pourrait appeler des «fournisseurs de paquets de meilleure exécution» - à savoir des prestataires de services spécialisés dans la fourniture de solutions standard en matière de meilleure exécution. La meilleure exécution comportant de nombreux éléments – collecte et analyse des données, connexion et accès aux lieux d'exécution, acheminement des ordres, etc. – il est probable que les produits qui intégreront toutes les différentes étapes d'exécution des ordres, de sorte que le respect de la directive sera garanti, seront ceux qui rencontreront le plus de succès. Pour nombre d'entreprises d'investissement (et en fonction de leur nature et de leur types d'activités et de clients), de telles solutions «tout compris» peuvent se révéler un moyen simple et pratique d'assurer la meilleure exécution.

1.5.9 La responsabilité de la meilleure exécution incombe-t-elle aux entreprises d'investissement dans les cas où elles n'exécutent pas directement les ordres de leurs clients mais les transmettent à des intermédiaires qui se chargent de l'exécution?

Oui. Dans ce cas de figure, tant l'entreprise d'investissement que les autres intermédiaires exécutant effectivement les ordres sont soumis aux obligations de meilleure exécution. Il faut souligner que c'est l'entreprise qui est en contact avec le client et qu'elle sera toujours responsable envers lui.

1.5.10 Quid des entreprises qui prennent l'initiative de transactions dans le cadre de la gestion de portefeuille?

L'obligation de meilleure exécution s'appliquera aussi à elles (article 45 de la directive d'application) car il n'y a pas de différence dans les devoirs qu'elles ont envers leur client, que celui-ci donne les ordres lui-même ou qu'il délègue les décisions en la matière à l'entreprise d'investissement.

1.5.11 Je suis un client. Puis-je définir quels facteurs je juge importants pour l'exécution de mes ordres ou demander à mon courtier de ne les exécuter que sur une infrastructure de mon choix?

Oui. Les entreprises doivent obtenir un consentement préalable des clients sur leur politique d'exécution (article 21, paragraphe 3, de la MIF). Un client particulier peut accepter cette politique ou décider de donner lui-même des instructions spécifiques (par exemple d'exécuter tous ses ordres sur un lieu d'exécution de son choix). Ces instructions prévaudront toujours sur les dispositions de la politique. Si un client donne des instructions ne couvrant qu'un domaine (par exemple des prix-limite), l'entreprise reste tenue par ses obligations de meilleure exécution dans les autres domaines (c'est-à-dire en ce qui concerne la partie de l'ordre pour laquelle le client n'a pas donné d'instructions particulières).

1.5.12 Ai-je la possibilité de savoir quand et comment mon courtier exécute mes ordres?

Les entreprises doivent communiquer à leurs clients le détail des transactions qu'elles ont exécutées en leur nom (article 19, paragraphe 8, de la MIF), en particulier le prix auquel un instrument particulier a été acheté ou cédé, le lieu sur lequel la transaction a été exécutée et la date d'exécution. Les clients peuvent en outre demander à l'entreprise de leur indiquer comment elle s'est conformée à ses obligations de meilleure exécution.

1.6 Traitement des ordres

1.6.1 Un courtier peut-il mettre à profit l'information qu'il tire des flux d'ordres de ses clients? Peut-il exécuter des ordres pour son propre compte avant les leurs («trading ahead»)?

Non, cela est interdit. Les courtiers doivent en particulier éviter d'utiliser abusivement les informations relatives à des ordres de clients en attente d'exécution (article 47, paragraphe 3, de la directive d'application).

1.6.2 Comment un courtier assure-t-il le traitement séquentiel des ordres que le service clients a reçus par des canaux différents?

En vertu de la MIF, les entreprises d'investissement sont tenues de mettre en place des procédures ou arrangements permettant l'exécution d'ordres de clients comparables (c'est-à-dire reçus par le même canal) selon la chronologie de leur réception par l'entreprise d'investissement (article 22, paragraphe 1, de la MIF). La directive d'application fournit plus de détails en ce qui concerne l'exécution séquentielle des ordres dans les cas dans lesquels les ordres lui parviennent par des canaux différents, comme le téléphone ou internet. Il est stipulé (considérant 66 de la directive d'application) que les ordres de clients ne doivent pas être traités comme comparables par ailleurs s'ils sont reçus depuis des canaux différents et qu'il s'avère difficile en pratique de les traiter de manière séquentielle. Cela signifie qu'il n'est pas toujours possible de garantir un traitement séquentiel «absolu» des ordres et que, dans de telles circonstances, il peut être toléré que certains des ordres de clients ne soient pas strictement exécutés dans leur ordre chronologique de réception par l'entreprise d'investissement.

1.7 Avantages

1.7.1 Je suis client d'une banque. Ma banque peut-elle recevoir des paiements de tiers en relation avec les services qu'elle me fournit? Comment puis-je être certain qu'elle agit uniquement dans mon intérêt?

En règle générale, la banque n'est pas autorisée à recevoir des paiements de tiers, sauf si ces paiements: (i) sont compatibles avec les obligations de la banque envers son client (comme son obligation d'agir au mieux des intérêts du client); (ii) améliorent la qualité du service fourni; et (iii) sont intégralement portés à la connaissance du client (article 26 de la directive d'application).

1.7.2 Je suis un conseiller financier indépendant. J'ai entendu dire que vous serez intraitables en ce qui concerne les avantages. Pourrais-je encore accepter des commissions de suivi?

Si vous êtes une entreprise d'investissement relevant de la MIF, vous serez tenu de respecter les règles sur les avantages édictées par la directive d'application de la MIF. En vertu de ces règles, votre client doit être pleinement informé de tout avantage reçu de tierces parties par vous ou pour votre compte, cet avantage doit être compatible avec vos obligations envers le client (en particulier votre obligation d'agir au mieux de ses intérêts), et il doit améliorer la qualité du service rendu au client. Le texte précise encore que la perception par une entreprise d'investissement d'une commission en liaison avec la fourniture de conseils en investissement ou de recommandations générales, dans des situations où le client ne paie pas l'entreprise d'investissement pour ces conseils ou recommandations et où ces avis et recommandations ne sont pas influencés par la réception de la commission, est de nature à améliorer la qualité des conseils en investissement fournis au client (considérant 36 de la directive d'application).

2. Exigences organisationnelles des entreprises d'investissement et des marchés

2.1 Fonctions de vérification de la conformité, de gestion des risques et d'audit interne

2.1.1 Les entreprises doivent-elles toujours avoir un chargé de la vérification de conformité, un gestionnaire des risques et un auditeur interne? Ces trois fonctions peuvent-elles être confiées à la même personne?

Les entreprises sont tenues de disposer d'une fonction de conformité chapeauté par un responsable (le terme de «fonction», désigne le ou les employés de l'entreprise d'investissement chargés des activités de vérification de la conformité, sans impliquer d'arrangements organisationnels particuliers) (article 6 de la directive d'application).

Dans certains cas, il n'est pas obligatoire de disposer de fonctions spécifiques de gestion des risques ou d'audit interne (article 6, paragraphes 2 et 8, de la directive d'application). Tout dépend de la taille de l'entreprise et de la complexité de ses activités. Les entreprises sont cependant toujours tenues de mettre en place des stratégies appropriées de gestion des risques et d'avoir de bons mécanismes de contrôle interne.

2.1.2 Toutes les entreprises d'investissement doivent-elles avoir des fonctions de vérification de conformité, de gestion des risques et d'audit interne séparées et indépendantes, et peuvent-elles externaliser l'une ou l'autre de ces fonctions?

Pas nécessairement. Comme expliqué plus haut, les exigences sont échelonnées de telle manière qu'elles peuvent être adaptées à toutes les sortes d'entreprises d'investissement, des grandes institutions à vocation mondiale jusqu'aux sociétés unipersonnelles.

Il est présumé que les premières sont fortement susceptibles d'avoir des fonctions de vérification de conformité, de gestion des risques et d'audit interne séparées et indépendantes, alors que les secondes peuvent bénéficier de clauses dérogatoires et ne sont pas tenues de mettre en place un tel degré de compartimentage organisationnel.

Il est possible d'externaliser certaines des activités associées à l'exercice des fonctions de conformité, de gestion des risques et d'audit interne. Toutefois, l'entreprise d'investissement ne peut pas externaliser la responsabilité liée à ces fonctions et elle doit maintenir en son sein l'expertise nécessaire pour contrôler efficacement les activités externalisées.

2.1.3 Les entreprises doivent-elles élaborer un rapport annuel formel détaillant leurs activités de vérification de conformité?

Oui. C'est un minimum. Le gestionnaire d'une entreprise doit recevoir des rapports fréquents sur ces matières car il est responsable de la qualité de la gestion globale de l'entreprise d'investissement, du respect de toutes les lois et règlements pertinents et, en particulier, du fonctionnement approprié et efficace de la fonction de vérification de la conformité (article 9, paragraphe 2, de la directive d'application).

2.1.4 En tant qu'employé d'une banque, quels types de transactions puis-je effectuer pour mon propre compte? Dois-je les notifier à ma banque?

Il est interdit à un employé d'effectuer des transactions personnelles sur des instruments pour lesquels il dispose d'informations «d'initié» (à savoir des informations qui ne sont pas connues du public et qui, si elles étaient rendues publiques, auraient une incidence significative sur le prix de l'instrument) ou s'il est dans une situation de conflit d'intérêts (article 12, paragraphe 1, de la directive d'application). Cela signifie qu'il ne peut même pas conseiller à d'autres personnes de telles transactions, ni les mettre en situation de les réaliser. Dans tous les cas, son entreprise doit être mise au courant de toutes les transactions qu'il effectue. Les restrictions sur les transactions personnelles ne s'appliquent pas aux transactions réalisées à titre discrétionnaire par un gestionnaire de portefeuille de l'employé, ni aux transactions portant sur des parts d'organismes de placement collectif (OPCVM) respectant le critère de diversification (article 12, paragraphe 3, de la directive d'application).

2.2 Externalisation

2.2.1 Les entreprises peuvent-elles externaliser des fonctions particulières?

Oui, mais l'externalisation est une question délicate qui est soigneusement réglementée. Elle ne doit jamais impliquer une délégation de la responsabilité de l'entreprise d'investissement, ni avoir une incidence sur les relations de l'entreprise avec ses clients ou ses obligations envers ceux-ci, ni modifier les conditions que l'entreprise est tenue de respecter en permanence pour conserver son agrément (article 13, paragraphe 3, de la directive d'application). De plus, lorsqu'elles concluent, appliquent ou mettent fin à un contrat d'externalisation confiant à un prestataire de services l'exercice de certaines tâches, les entreprises d'investissement sont tenues de se conformer à de nombreuses autres exigences (article 14 de la directive d'application).

Une entreprise d'investissement doit par exemple s'assurer que le prestataire de services dispose des capacités, de la qualité et des éventuels agréments requis par la législation pour exécuter les tâches externalisées.

Des conditions spéciales sont d'application lorsque l'entreprise d'investissement externalise le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de clients de détail en le confiant à un prestataire de services situé dans un pays tiers (article 15 de la directive d'application).

Dans de tels cas, outre le respect de toutes les autres conditions, l'entreprise d'investissement doit s'assurer que le prestataire de services est agréé ou enregistré dans son pays d'origine pour la fourniture du service concerné, et qu'il existe des accords de coopération appropriés entre l'autorité compétente de l'entreprise d'investissement et l'autorité de surveillance de ce prestataire. Si ces deux conditions, ou une seule, ne sont pas remplies, l'entreprise d'investissement peut encore externaliser la gestion des portefeuilles de détail en la confiant à un prestataire de pays tiers, mais seulement après avoir notifié à son autorité compétente le contrat d'externalisation, et sous réserve que cette autorité n'ait pas formulé d'objections concernant ce contrat dans un délai raisonnable après réception de la notification.

2.3 Identification et gestion des conflits d'intérêts

2.3.1 Comment le client d'une entreprise d'investissement ou d'une banque peut-il savoir si celle-ci agit en faveur d'intérêts concurrents aux siens?

Dans de nombreux cas, agir pour le compte de deux concurrents est une situation source de conflit d'intérêts qui menace au moins potentiellement de porter atteinte aux intérêts d'un, voire des deux clients. Il en sera ainsi si l'entreprise ou la banque entretient une relation de conseil ou stratégique avec un de ces clients ou les deux, et que les activités propres à ces deux clients sont susceptibles d'entrer en conflit (par exemple lorsque les deux clients sont des investisseurs importants).

Les entreprises d'investissement, et les banques fournissant des services d'investissement ou auxiliaires, sont tenues de mettre en place une politique d'identification et de gestion des conflits d'intérêts susceptibles de léser les intérêts de leurs clients (article 22 de la directive d'application). Si les mesures prises à cette fin ne sont pas suffisantes pour garantir raisonnablement que tout risque d'atteinte aux intérêts d'un client est écarté, ce client doit être informé de la source du conflit. Par exemple, une entreprise d'investissement qui participe au placement d'un instrument financier donné peut être dans l'obligation d'avertir ses clients de l'existence d'un conflit d'intérêts si elle leur fournit des conseils en investissement en liaison avec cet instrument particulier. Le client doit recevoir une information suffisamment détaillée pour être en mesure de prendre une décision informée en ce qui concerne le service d'investissement ou auxiliaire concerné.

2.3.2 Est-il possible de gérer les conflits d'intérêts en se limitant à révéler leur existence aux clients?

Les entreprises d'investissement et les banques fournissant des services d'investissement et auxiliaires sont tenues d'identifier et de gérer les conflits d'intérêts susceptibles de se produire en liaison avec leurs différents compartiments d'activité dans le cadre d'une politique en matière de conflits d'intérêts exhaustive. Si la MIF impose la divulgation des conflits d'intérêts spécifiques (article 18, paragraphe 2), il n'est pas souhaitable qu'une entreprise se repose excessivement sur la divulgation d'information sans prendre en considération de manière adéquate la façon de gérer ces conflits de façon appropriée.

2.3.3 Quelles recherches en investissement sont-elles affectées par la MIF?

La directive «abus de marché» et ses règles régissant la divulgation des conflits et la présentation loyale des recommandations de recherche s'appliquent à toutes les «recommandations» telles que définies dans la directive. La MIF contient un certain nombre de règles spécifiques portant sur la gestion des conflits au niveau de la recherche en investissements (article 25 de la directive d'application). Ces règles s'appliquent aux entreprises qui produisent ou diffusent de la «recherche en investissements», c'est-à-dire des recommandations qui sont qualifiées de la sorte ou autrement considérées comme objectives, et qui ne sont pas adaptées en fonction de services particuliers (article 24 de la directive d'application).

2.3.4 Les règles applicables à la recherche en investissements paraissent bien compliquées. Qu'est ce qui est permis/interdit?

Lorsqu'une entreprise produit ou diffuse de la recherche en investissements, elle est tenue de prendre un certain nombre de dispositions spécifiques, qui sont détaillées dans la directive d'application (à son article 25). D'une manière générale, ces dispositions sont conçues pour préserver l'objectivité des analystes concernés en leur assurant un degré approprié d'indépendance par rapport à ceux des départements de l'entreprise dont les intérêts peuvent entrer en conflit avec ceux des destinataires de la recherche. Ces règles s'inspirent en grande partie des normes édictées par l'OICV en ce qui concerne les conflits d'intérêts des analystes.

Plus précisément, les analystes doivent au minimum être isolés des influences indésirables que pourraient exercer le personnel des services financiers aux entreprises et les personnes participant à des ventes et des négociations au nom de clients ou de l'entreprise. Le flux d'informations entre les analystes et ces personnes doit être contrôlé, de même que la rémunération, la surveillance et les activités annexes, de façon à préserver l'indépendance des analystes. Il convient d'interdire aussi à ces derniers d'effectuer des transactions avant la diffusion des résultats de la recherche, et d'autres restrictions sur les transactions pour compte propre doivent être mises en place. D'autres restrictions ont également été prévues au niveau des avantages, des engagements de couverture favorable et de l'examen des projets de recommandations.

2.3.5 Qu'en est-il des présentations et des tournées promotionnelles («pitches» et «roadshows») ?

Les analystes ne doivent pas assister ou participer à de tels événements s'ils ne sont pas compatibles avec l'objectivité de l'analyste ou peuvent être raisonnablement considérés ainsi (considérant 33 de la directive d'application). En règle générale, si une participation active paraît exclue, une assistance passive peut être acceptable.

3. Information sur les transactions et coopération entre autorités compétentes

3.1 Approche générale

3.1.1 Quelle est l'idée générale qui inspire ces dispositions?

L'objectif principal des échanges d'informations et de la coopération entre autorités compétentes est de permettre aux régulateurs de surveiller efficacement les activités de leurs entreprises afin de préserver l'intégrité du marché. Cela doit se faire selon des modalités qui soient efficaces mais qui permettent néanmoins aux entreprises d'effectuer aussi facilement que possible des achats et des ventes transfrontaliers d'instruments financiers. En vertu de la MIF, les entreprises ne sont tenues de notifier leurs transactions qu'une fois - à l'autorité de surveillance de leur pays d'origine. Il n'y a pas d'obligation de les notifier à l'autorité supervisant le marché sur lequel elles ont été exécutées. Les autorités compétentes des différents États membres devront mettre en place un échange d'informations concernant les transactions pour veiller à ce que les activités d'investissement fassent l'objet d'un contrôle approprié.

3.2 Coopération entre autorités compétentes

3.2.1 À quelles informations les autorités compétentes doivent-elles avoir accès dans les autres États membres?

Les autorités compétentes doivent automatiquement recevoir les informations concernant des transactions sur des instruments financiers pour lesquels elles sont l'autorité en charge de la surveillance du marché le plus pertinent en termes de liquidité (article 25, paragraphe 3, de la MIF). Par exemple, une entreprise d'investissement allemande notifiera à son régulateur ses transactions sur des actions Vodafone et celui-ci transmettra l'information à son homologue britannique s'il est l'autorité compétente la plus pertinente pour Vodafone. Les autorités compétentes peuvent également réclamer des informations supplémentaires. C'est ainsi que dans notre exemple, l'autorité britannique pourrait demander à l'allemande de lui communiquer des informations concernant les transactions sur dérivés Vodafone ou autres instruments financiers ayant des actions Vodafone en sous-jacent.

3.3 Compte rendu de transactions

3.3.1 Les déclarations de transactions seront-elles pour l'essentiel identiques dans tous les États membres?

Oui. Le règlement d'application vise à harmoniser le contenu des déclarations (article 12 dudit règlement). Les États membres conservent toutefois la possibilité, dans des cas très limités, d'exiger la fourniture d'informations supplémentaires.

3.3.2 Qui va fixer les normes en matière de déclaration des transactions aux autorités compétentes? Va-t-il y avoir des normes européennes?

Le règlement d'application précise quelles sont les informations relatives aux transactions effectuées par une entreprise d'investissement qui doivent être déclarées (article 12 du règlement d'application). Le règlement mentionne et détaille les champs de données particuliers pour lesquels des informations doivent être transmises, mais il n'impose pas de normes techniques particulières qu'il conviendrait d'utiliser (annexe I du règlement d'application). C'est ainsi que le règlement ne prescrit pas l'utilisation d'un code particulier identifiant l'instrument financier ou la plate-forme de négociation où la transaction a été exécutée, dès le moment où les codes utilisés sont uniques et permettent à l'autorité compétente de vérifier le type d'instrument et son lieu de négociation.

3.4 Détermination de «l'importance considérable»

3.4.1 Les marchés réglementés seront-ils soumis à la surveillance de plusieurs autorités compétentes?

En principe non. Un marché réglementé sera normalement soumis à la seule surveillance de l'autorité compétente de son État membre d'origine, c'est-à-dire de l'autorité qui lui a accordé son agrément. Toutefois, dans des circonstances exceptionnelles, la MIF (article 56, paragraphe 4) et son règlement d'application (article 15) prévoient une coopération renforcée entre autorités compétentes lorsqu'un marché réglementé acquiert une «importance considérable» dans un autre État membre. Cette possibilité de mettre en place une coopération appropriée se concrétise par exemple dans les cas où deux marchés réglementés fusionnent ou lorsqu'il y a changement de la structure de propriété des marchés réglementés. Les textes légaux ne précisent pas le contenu de cette coopération renforcée, qui est laissé à l'appréciation des autorités compétentes concernées.

4. Transparence

4.1 Approche générale

4.1.1 Qu'est-ce que la transparence?

La transparence consiste à permettre aux investisseurs et aux participants au marché de savoir à quels prix ils peuvent acquérir ou céder une action (transparence pré-négociation) et à quels prix les actions ont été cédées ou acquises (transparence post-négociation).

4.1.2 Y a-t-il des dérogations pour les transactions de taille élevée?

Les transactions de taille élevée sont soumises à des obligations de transparence plus limitées. Dans le cas de la transparence pré-négociation, les ordres supérieurs à certains seuils n'ont pas à être rendus publics (article 19 du règlement d'application). Dans le cas de la transparence post-marché, les transactions importantes sont portées à la connaissance du public, mais seulement après écoulement d'un certain délai (article 27). Ces dérogations aux règles de transparence ont été introduites comme un compromis entre besoin de transparence et nécessité d'assurer la liquidité du marché: une transparence excessive peut en effet parfois dissuader les acteurs du marché de risquer leurs capitaux, et donc de faciliter la négociation, car le fait d'exposer leur positions à l'ensemble du marché pourrait les rendre vulnérables à ceux qui souhaiteraient prendre des positions de sens opposé aux leurs.

4.1.3 La transparence concernera-t-elle les obligations?

La MIF n'établit des règles complètes de transparence pré et post-négociation que pour les actions. Cela signifie que les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques ne sont pas tenus en vertu de la MIF d'appliquer ces obligations de transparence aux transactions sur obligations. Cependant, le considérant 46 de la MIF donne aux États membres la possibilité d'appliquer ces obligations de transparence pré et post-négociation à des instruments financiers autres que des actions. Quant à l'article 65 de la MIF, il invite la Commission à élaborer un rapport sur la pertinence éventuelle d'une extension du régime de transparence pré et post-négociation à d'autres instruments financiers. La Commission examinera cette question dans quelques mois et présentera son rapport en novembre 2007.

4.1.4 Comment seront affectées les actions négociées en bourse?

Les actions négociées en bourse et sur des plates-formes de négociation sont soumises aux obligations de transparence pré-négociation définies dans la MIF (articles 29 et 44) et dans son règlement d'application. La façon de se conformer à ces obligations variera toutefois en fonction du type de système de négociation utilisé par la bourse concernée. Ainsi, si elle utilise un système de carnet d'ordres qui rapproche les ordres d'achat et de vente dans leur ordre d'arrivée, elle devra rendre publics ceux qui correspondent aux cinq meilleures offres et aux cinq meilleures demandes du carnet d'ordres. L'obligation sera différente pour les systèmes de négociation dirigés par les prix, c'est-à-dire ceux dans lesquels plusieurs teneurs de marché publient des prix acheteurs et des prix vendeurs pour lesquels ils sont prêts à négocier une action donnée. Dans de tels systèmes dirigés par les prix, chaque teneur de marché enregistré est tenu de rendre publics et d'actualiser en permanence les prix qu'il propose.

4.1.5 Les marchés réglementés et les MTF seront-ils obligés de mettre en place un système de carnet d'ordres à enchères continues?

Non. Les marchés réglementés ne sont pas obligés d'exploiter tel ou tel système de négociation particulier du fait de la MIF ou de ses mesures d'application.

Les marchés réglementés doivent pouvoir librement décider des systèmes et algorithmes de négociation qu'ils souhaitent utiliser, du moment qu'ils se conforment à leur obligation de négociation équitable et ordonnée ainsi qu'aux autres exigences réglementaires, en particulier de transparence. Le règlement d'application reste donc ouvert aux innovations dans ce domaine.

4.2 «Internalisateurs systématiques» - actions liquides

4.2.1 Chaque internalisateur négociant des actions doit-il publier des prix proposés?

Non. Les internalisateurs (des entreprises qui exécutent les ordres de clients en interne pour leur propre compte) ne doivent publier des prix proposés que si trois conditions sont réunies: (i) ils sont considérés comme des «internalisateurs systématiques», (ii) les actions sont «liquides», et (iii) la transaction n'est pas supérieure à la taille normale de marché (article 27 de la MIF).

4.2.2 Qu'est-ce qu'un internalisateur systématique (IS) ?

Un IS est une entreprise ou une banque qui exécute les ordres de client en interne pour son propre compte de manière fréquente, systématique et organisée. En d'autres termes, il ne recourt pas à l'internalisation de manière occasionnelle, et il s'agit au contraire d'une véritable activité professionnelle supportée par une structure organisationnelle adéquate (article 20 du règlement d'application). Un IS internalise les ordres de ses clients d'une manière qui l'apparente à un marché, et il partage avec les marchés nombre de leurs caractéristiques les plus communes.

4.2.3 Comment une entreprise ou une banque peut-elle savoir si elle va être considérée comme un IS?

Comme indiqué ci-dessus, l'internalisation n'est pas, pour un «internalisateur systématique», une activité occasionnelle mais une activité professionnelle à part entière. La décision d'exercer cette activité est prise pour des motifs commerciaux et une entreprise ne devient donc pas «passivement» internalisateur systématique: c'est le fruit d'une décision consciente et délibérée de sa part.

4.2.4 Un entreprise qui internalise des ordres de clients de temps en temps peut-elle être classée comme IS?

Une entreprise qui n'internalise des ordres de clients qu'occasionnellement ne sera probablement pas considérée comme internalisateur systématique

4.2.5 Que sont des actions liquides?

Les États membres doivent définir comme «liquides» toute action dont le flottant est supérieur à 500 millions d'euros, et dont le volume d'échanges quotidien moyen est supérieur à 2 millions d'euros et/ou pour laquelle le nombre quotidien moyen de transactions est supérieur à 500.

Lorsqu'en application de ces critères, un État membre a moins de cinq actions liquides (entre 0 et 4), il peut choisir de définir comme liquides un nombre suffisant d'autres actions (qui ne remplissent pas ces critères) pour parvenir à un nombre total de cinq actions liquides.

Par exemple, s'il ne dispose que de 2 actions liquides en stricte application des critères, l'État membre concerné pourra définir comme liquides les 3 actions suivantes se rapprochant le plus des critères (ou 2 ou 1 ou aucune).

Par ailleurs, un État membre qui dispose de moins de 5 actions liquides n'est pas tenu de définir comme liquides d'autres actions. Ainsi, un État membre ne disposant d'aucune action liquide sur ses marchés peut parfaitement rester à 0 (article 21 du règlement d'application).

4.2.6 Les IS sont-ils tenus d'exécuter les transactions aux prix proposés avec des non clients?

Non. Les IS ne sont obligés de le faire qu'avec leurs clients. Ils ne sont toutefois pas autorisés à sélectionner leurs clients de manière discriminatoire (article 27, paragraphe 5, de la MIF).

4.2.7 Les IS peuvent-ils publier eux-mêmes les détails de leurs transactions ou devront-ils continuer à les transmettre à un marché réglementé?

Les IS peuvent publier eux-mêmes les détails de leurs transactions dès l'instant où ils sont accessibles aux marchés (articles 29 à 31 du règlement d'application). Outre qu'ils ne sont pas tenus de communiquer le détail de leurs transactions de gré à gré à un marché réglementé, toute tentative de leur imposer une obligation de la sorte (par exemple en application des règles du marché réglementé) serait considérée comme contrevenant à la MIF et à son règlement d'application.

4.3 Consolidation des données

4.3.1 Les utilisateurs du marché seront-ils en mesure de connaître les détails de toutes les transactions exécutées pour une action particulière? Des synthèses de cette information seront-elles disponibles?

La MIF n'oblige personne à produire des synthèses de la sorte, mais il est espéré que le simple jeu des forces du marché incitera à les produire. Elles auront clairement une valeur, et il est très probable qu'elles seront proposées sur une base commerciale (voir question 1.5.5).

5. Enregistrement, compte rendu sur transactions et clients et transparence post-négociation

5.1 Enregistrement

5.1.1 Quels enregistrements les entreprises doivent-elles conserver? Y aura-t-il une liste minimum d'enregistrements à conserver?

L'article 13, paragraphe 6, de la MIF contient une obligation générale en matière d'enregistrement qui oblige les entreprises d'investissement à conserver les enregistrements nécessaires pour permettre aux autorités compétentes de vérifier la bonne application de la MIF.

Cette obligation générale est parfois complétée par des exigences en matière d'enregistrement plus explicites (portant par exemple sur le traitement des ordres de clients – article 6 du règlement d'application – ou sur les transactions exécutées – article 7 du même règlement – ou sur les obligations d'enregistrement spécifiques aux IS – article 23 du même règlement). Afin d'offrir une plus grande sécurité juridique aux entreprises d'investissement, les autorités compétentes doivent élaborer une liste indicative des enregistrements, de sorte que les entreprises puissent plus facilement apprécier quels enregistrements elles sont tenues de conserver (article 51, paragraphe 3, de la directive d'application).

5.1.2 Combien de temps les entreprises doivent-elles conserver ces enregistrements?

D'une manière générale, les entreprises sont tenues de conserver les enregistrements requis sur cinq ans (article 51, paragraphe 1, de la directive d'application). Les autorités compétentes peuvent toutefois exiger qu'elles les conservent plus longtemps dans les cas où une telle exigence est nécessaire pour permettre une surveillance efficace et si la longueur du délai est justifiée par la nature de l'instrument ou de la transaction. En outre, les enregistrements portant sur le contrat avec le client et les documents définissant les droits et obligations respectifs de l'entreprise et du client doivent être conservés au moins pendant toute la durée de la relation avec le client.

5.1.3 Les entreprises doivent-elles enregistrer les ordres reçus par téléphone ?

Oui. Les entreprises sont tenues d'enregistrer tous les ordres, qu'ils leur parviennent par téléphone ou tout autre moyen. Le règlement d'application n'exige toutefois pas un enregistrement vocal des ordres passés au téléphone. Il se limite à préciser les conditions générales à respecter en matière d'enregistrement (article 51, paragraphe 4, de la directive d'application). Les États membres ont toutefois la possibilité d'imposer des obligations relatives à l'enregistrement des conversations téléphoniques ou des communications électroniques en lien avec des ordres de clients.

5.2 Compte rendu aux clients

5.2.1 Je suis un client. Comment puis-je m'assurer que l'ordre que j'ai donné à mon courtier correspond à celui qui a été finalement exécuté?

Chaque fois qu'une entreprise reçoit un ordre de client, elle doit enregistrer cet ordre. Elle doit ensuite informer le client de son exécution (article 19, paragraphe 8, de la MIF). Cette notification doit être rapide et, dans le cas d'un client de détail, le règlement d'application exige qu'elle intervienne au plus tard le jour ouvrable qui suit l'exécution (article 40, paragraphe 1, de la directive d'application). De la sorte, le client a la possibilité de vérifier si l'entreprise a bien exécuté l'ordre conformément à ses instructions et/ou (dans les cas où le client n'a pas donné d'instructions spécifiques) à l'obligation d'agir au mieux des intérêts du client.

5.2.2 Quelle sorte d'obligations de compte-rendu les entreprises ont-elles à l'égard de leurs clients?

Les clients doivent être informés régulièrement et de manière suffisamment détaillée du type de service qui leur est fourni (article 19, paragraphe 8, de la MIF). À ce niveau, la directive d'application définit trois groupes d'obligations en matière de compte-rendu: dans le cas de la gestion de portefeuille (articles 41 et 43 de la directive d'application), dans le cas de l'exécution d'ordres ne relevant pas de la gestion de portefeuille (article 40 de la directive d'application, et les exigences liées à la préservation des instruments et des fonds appartenant aux clients (article 43 de la directive d'application).

5.3 Éléments communs aux enregistrements et comptes-rendus

5.3.1 Les entreprises peuvent-elles utiliser des formats fondamentalement identiques pour toutes les obligations en matière d'enregistrement et de compte-rendu que leur impose la MIF?

Non, mais le règlement d'application énumère une série d'éléments (ou domaines de données) qui seront communs à tous les enregistrements ou comptes rendus requis en vertu de la MIF (conservation d'enregistrements pour les ordres, transparence post-négociation, conservation d'enregistrements sur les transactions, et comptes rendus sur les transactions exécutés destinés aux clients et aux autorités). Les entreprises auront donc la possibilité d'utiliser ces domaines de données communs aux fins de leurs différentes obligations en matière d'enregistrement et de compte rendu.

6. Autres questions couvertes par les mesures d'exécution

6.1 Admission à la négociation

6.1.1. Un marché réglementé doit-il avoir un compartiment officiel?

Non. Seule une place boursière peut mettre en place un compartiment officiel, même si elle n'en a pas l'obligation. Si une bourse décide d'en créer un, les titres et les émetteurs souhaitant que leurs titres soient admis sur ce compartiment officiel doivent remplir les conditions stipulées par la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle. Un marché réglementé doit toujours s'assurer que les instruments financiers qu'il admet à la négociation se conforment aux exigences de la MIF et de ses mesures d'exécution.

6.2. Dérivés sur matières premières

6.2.1 Qu'est-ce qu'une matière première?

La notion de matière première recouvre des biens de nature fongible, c'est à dire des marchandises pouvant être livrées, en ce compris les métaux et leurs minerais et alliages, les produits agricoles et l'énergie (électricité, gaz, pétrole) (article 2, paragraphe 1, du règlement d'application). Des biens sont considérés comme fongibles lorsqu'une unité d'une classe de ces biens peut être acceptée indifféremment à une autre unité de la même classe.

6.2.2 Qu'est-ce qu'un contrat au comptant?

Le terme contrat au comptant est utilisé en relation avec les matières premières. Pour simplifier, c'est un contrat prévoyant l'achat ou la vente d'une matière première. La MIF réglemente la négociation d'instruments financiers, dont les *dérivés* sur matières premières sont une catégorie, mais pas la négociation des matières premières elles-mêmes. Il convient donc de bien différencier les contrats au comptant des contrats dérivés sur matières premières, ce qui peut être difficile car la seule différence entre ces deux types de contrats peut parfois se limiter à la date de livraison de la matière première. Par exemple, un contrat d'achat d'une tonne d'or qui doit être livré à l'acheteur le jour suivant doit être traité comme un contrat au comptant, alors qu'un contrat prévoyant l'achat d'une tonne d'or dans un an sera traité comme un dérivé sur matières premières, c'est-à-dire comme un instrument financier couvert par le règlement d'application de la MIF.

6.2.3 Une entreprise qui vend et achète des dérivés sur matières premières est-elle tenue d'avoir un agrément?

Pas dans tous les cas. Si une entreprise ne fournit des services d'investissement qu'à une société mère ou associée, ou si elle se limite à négocier pour son propre compte, elle n'entre pas dans le champ d'application de la MIF et n'a pas besoin d'un agrément. L'article 2, paragraphe 1, de la MIF prévoit aussi plusieurs autres exceptions, mais les deux qui viennent d'être mentionnées sont les plus importantes.

6.2.4 Qu'en est-il des entreprises du secteur des produits de base? J'ai entendu dire qu'elles seraient exemptées.

L'article 2, paragraphe 1, point k), de la MIF exclut de son champ d'application les personnes dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des matières premières et/ou des instruments dérivés sur ces matières. Toutefois, si une telle entreprise fournit aussi d'autres services d'investissement, du type conseil en investissement ou gestion de portefeuille, il est peu probable qu'elle soit exemptée (son activité principale ne consisterait pas simplement à négocier pour compte propre).

6.3. Conseil en investissement

6.3.1 Si une entreprise dispense des conseils en investissement, doit-elle avoir un agrément?

Les entreprises qui ne fournissent que des recommandations générales (c'est-à-dire des conseils sur des types d'instruments financiers qui ne sont pas liées à des investissements particuliers) ne sont pas tenues d'être agréées en vertu de la MIF. La définition du conseil en investissement, telle que formulée à l'article 52 de la directive d'application, ne couvre pas ce type de recommandations et les exigences en matière d'agrément que prévoit la MIF (chapitre 1 du titre II) ne leur sont donc pas applicables.

Toutefois, les entreprises d'investissement qui fournissent ce type de services peuvent être soumises à des dispositions de leur droit national leur imposant de disposer d'un agrément, car les dispositions régissant ces catégories d'entreprises ne sont pas harmonisées.

6.3.2 Un client peut-il néanmoins avoir toute confiance dans les recommandations générales qu'il reçoit d'une entreprise d'investissement?

Oui. En vertu de la MIF, une entreprise d'investissement a l'obligation d'agir au mieux des intérêts de ses clients (article 19, paragraphe 1, de la MIF) et toute information qu'elle leur transmet se doit également d'être correcte, claire et non trompeuse (article 19, paragraphe 2, de la MIF). Cela signifie que les recommandations générales fournies par les entreprises d'investissement doivent être conformes à ces dispositions de la MIF, même si elles ne constituent pas un service d'investissement ou auxiliaire au sens de la MIF. Cela suppose notamment que la fourniture de recommandations générales qui ne seraient pas adaptées au client ne serait pas conforme au devoir qui impose à l'entreprise d'agir au mieux des intérêts de ses clients. De plus, dans les cas où ces recommandations générales ne sont pas basées sur un examen de la situation personnelle du client, il serait trompeur de les présenter comme adaptées à cette situation, ce qui contreviendrait donc à l'obligation énoncée à l'article 19, paragraphe 2, de la MIF.