



La directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF)

Françoise Buisson
4 juin 2004

La directive sur les marchés d'instruments financiers

De la DSI à la MIF : les origines du texte

L'économie générale de la MIF :

- l'organisation des marchés**
- l'offre de services d'investissement**
- surveillance et coopération entre autorités compétentes**

De la DSI à la MIF : les origines du texte

DSI



Un passeport européen pour les EI

La notion de marché réglementé

MIF



L'élargissement du champ du passeport

La mise en concurrence des lieux d'exécution des ordres

De la DSI à la MIF : calendrier de la réforme

Plan d'action sur les services financiers de la Commission européenne

- ❖ - Eté Forum group
- Novembre Communication de la Commission ("Livre vert")

- ❖ - Février Premier document de consultation
- Juillet Second document de consultation

- ❖ - Novembre Publication d'une proposition de directive

- ❖ - Octobre Accord politique du Conseil

- ❖ - Mars Approbation de la directive par le Parlement
- Avril Adoption par le Conseil et publication au JO.UE

Date butoir de transposition : 30 avril 2006

Economie générale de la directive

Un texte considérablement plus précis que la DSI

Une directive « Lamfalussy »

L'architecture du texte :

- ❖ Le principal enjeu : l'organisation des marchés
- ❖ Les innovations concernant l'offre de services d'investissement
- ❖ Des dispositions renforcées en matière de surveillance et de coopération entre autorités compétentes

Economie générale de la directive

Ⓜ L'organisation des marchés

**La mise en concurrence des modes d'exécution des ordres :
marchés réglementés (MR), systèmes multilatéraux de
négociation (MTF) et systèmes internes**

- ✓ Pourquoi ?
- ✓ Comment ?
- ✓ Les risques
- ✓ Les gardes fous

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

La mise en concurrence des modes d'exécution des ordres

Pourquoi ?

- **Tenir compte de l'évolution des marchés et de la technologie**
- **Parfaire l'intégration du marché unique des services financiers**

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

La mise en concurrence des modes d'exécution des ordres

Comment ?

- suppression de la possibilité de prévoir un règle de concentration des ordres sur un marché réglementé
- mise en concurrence des MR et MTF
- reconnaissance de la possibilité pour les EI d'internaliser les ordres de leurs clients

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

La mise en concurrence des modes d'exécution des ordres

Les risques :

→ **Fragmentation de la liquidité**

- dégradation de l'efficacité du processus de formation des prix
- accès dégradé des investisseurs à l'information

→ **Plus grandes difficulté d'appréciation de la qualité d'exécution des ordres**

→ **Accroissement des risques de conflit d'intérêt chez les internalisateurs**

→ **Tâche des autorités en matière de surveillance du marché plus difficile**

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

La mise en concurrence des modes d'exécution des ordres

Les gardes-fous

- un alignement des conditions d'activité des MR et MTF
- des règles de transparence
- des règles de traitement des ordres des clients
- une règle de meilleure exécution
- un renforcement des règles de conduite (accord préalable à l'exécution hors MR-MTF, règles de conflits d'intérêt)
- l'adaptation du dispositif de surveillance

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

L'alignement des conditions d'activité des MR et MTF

- Conditions d'agrément
- Exigences organisationnelles
- Membership : élargissement des critères d'accès
- **Règles relatives à l'admission des instruments financiers à la négociation (MR) et critères de négociation pour les MTF**
- Contrôle du respect des règles du système et information des autorités compétentes des manquements importants

NB : disparition de la règle relative à l'établissement ou à l'approbation des règles des MR (et des MTF) par les autorités compétentes

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

Les règles de transparence applicables aux MR, MTF et systèmes internes

- **Transparence pré-négociation pour les MR, MTF et systèmes internes**
- **Transparence post-négociation pour les MR, MTF et systèmes internes**

NB : champ d'application = les actions admises à la négociation sur marchés réglementés – Sur option des EM, élargissement possible à d'autres instruments (considérant 46)

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

Les règles de transparence pré-négociation applicables aux MR et MTF

- Prix acheteurs et vendeurs
- Importance des positions de négociation à ces prix
- Mise à la disposition du public à des conditions commerciales raisonnables et en continu pendant les heures de négociation normales
- Dérogations / modèle de marché ou type et taille des ordres (« blocs »)

Execution regime

PI Regime

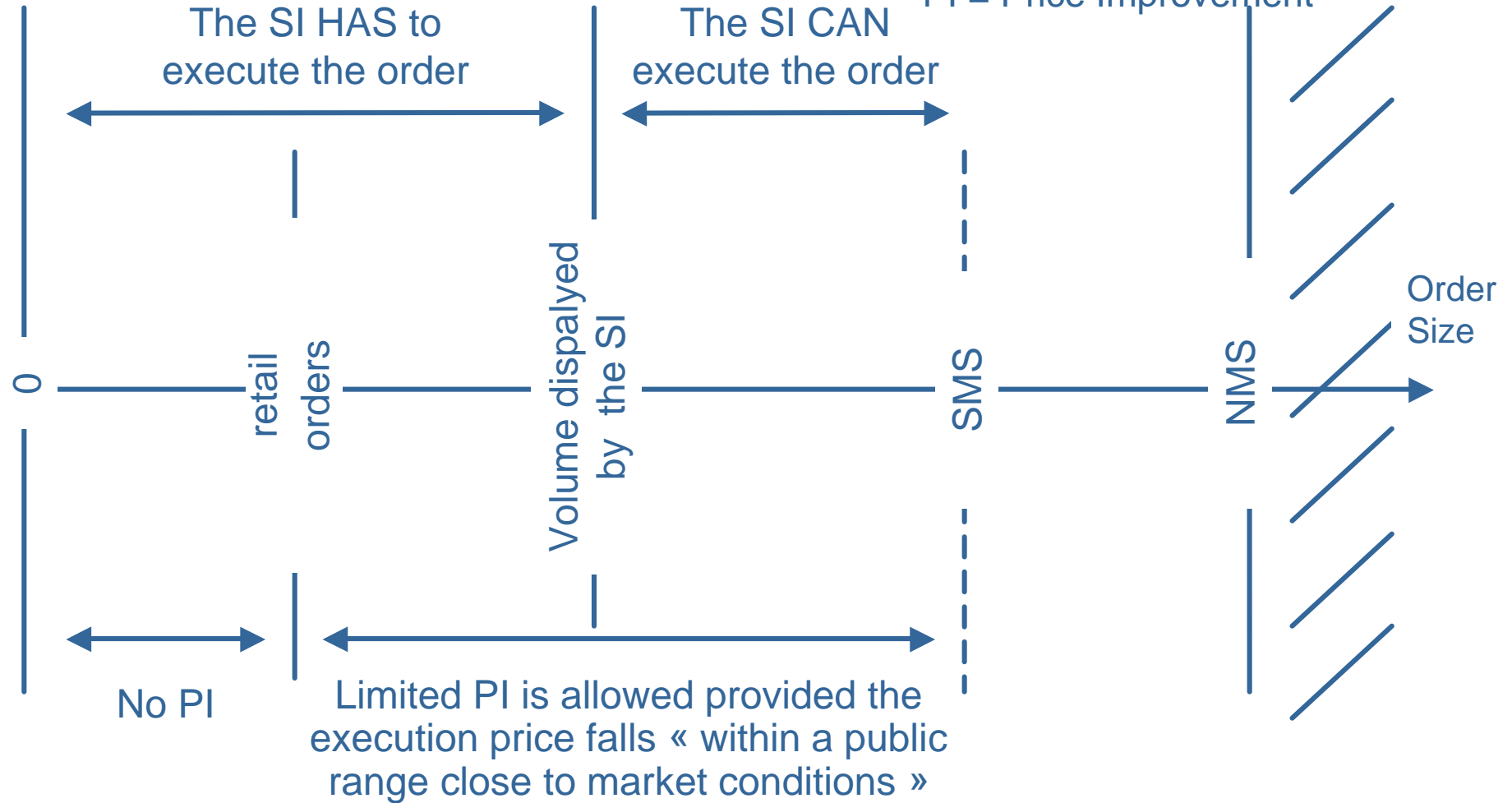
Transparence pre-trade / Internalisation

SI = Systematic Internaliser

SMS = Standard Market Size**

NMS = Normal Market Size

PI = Price Improvement



** Elements of definition at level 1.

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

Les règles de transparence post-négociation pour les MR, MTF et systèmes internes

- Volume, prix et heure des transactions
- Dans la mesure du possible, en temps réel
- A des conditions commerciales raisonnables
- Pour les systèmes internes, sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché (-> MR ou MTF)
- Différé de publication possible pour certaines transactions (selon taille ou type)

Economie générale de la directive

® L'organisation des marchés

Les règles de traitement des ordres des clients

Un internalisateur qui ne peut exécuter immédiatement un ordre à cours limité (sur actions admises à la négociation) devra en faciliter l'exécution la plus rapide en le rendant immédiatement public sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché (-> MR ou MTF sur option EM).

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

L'extension du champ de la directive en termes de services et d'activités ainsi qu'en termes d'instruments financiers couverts

La formulation plus précises de règles de DSI insuffisamment mises en œuvre

La contrepartie réglementaire des nouvelles possibilités offertes aux entreprises d'investissement

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

L'extension du champ de la directive en termes de services

Annexe I - Section A: services et activités d'investissement

- (1) Réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers.
- (2) Exécution d'ordres au nom de clients.
- (3) Négociation pour compte propre.
- (4) Gestion de portefeuille.
- (5) Conseil en investissement.
- (6) Prise ferme d'instruments financiers et/ou placement d'instruments financiers avec engagement ferme.
- (7) Placement d'instruments financiers sans engagement ferme.
- (8) Exploitation d'un système de négociation multilatérale (MTF).

Economie générale de la directive

Ⓜ L'offre de services d'investissement

L'extension du champ de la directive en termes de services

- ➔ **Modalités particulières d'offre du service de réception/transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers : « *l'execution only* »**

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

L'extension du champ de la directive en termes de services

Section B : services auxiliaires

- ❖ **Conservation et administration d'instruments financiers [...]**
- ❖ **Octroi d'un crédit ou d'un prêt à un investisseur [lié] à une transaction sur instruments financiers.**
- ❖ **Conseil aux entreprises (structure du capital, fusions et rachat d'entreprises...)**
- ❖ **Services de change liés à la fourniture de services d'investissement.**
- ❖ **Recherche en investissements et analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers.**
- ❖ **Services liés à la prise ferme**
- ❖ **Les services et activités d'investissement et services auxiliaires concernant le marché sous-jacent des dérivés de marchandises lorsqu'ils sont liés à la prestation de services ou de services auxiliaires.**

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

L'extension du champ de la directive en termes d'instruments

Annexe I - Section C

- Valeurs mobilières
- Instruments du marché monétaire
- Parts d'organismes de placement collectif
- + Dérivés : 7 alinéas détaillant les dérivés inclus dans le champ de la directive, dont les dérivés sur marchandises, déclinés en plusieurs catégories selon leur mode de règlement.

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

**La formulation plus précise de règles de DSI
insuffisamment mises en oeuvre**

- Prise en compte, pour l'application des règles de conduite, de la nature professionnelle ou non du client – Le régime des contreparties éligibles**
- Régime des agents liés**

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

**L'application différenciée des règles de conduite
selon la nature du client
et le régime des contreparties éligibles**

Lorsque l'EI fournit un service à un client (professionnel ou particulier), l'EI est astreinte au respect de règles de protection des clients qu'elle n'a pas à respecter lorsqu'elle est dans une relation de contrepartie avec certaines entités (les contreparties éligibles) :

- règles de conduite**
- best execution**
- règles de traitement des ordres des clients**

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La catégorisation des clients et le régime des contreparties éligibles

Client = « toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement fournit des services d'investissement et/ou des services auxiliaires »

Client professionnel = « tout client respectant les critères prévus à l'annexe II »

Client de détail = « un client qui n'est pas professionnel »

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La catégorisation des clients (annexe II) et le régime des contreparties éligibles

Clients professionnels par nature :

- les entités qui doivent être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés (établissements de crédit, EI, entreprises d'assurance, OPC et leurs sociétés de gestion notamment) ;
- les grandes entreprises réunissant 2 des critères suivants, au niveau individuel :
 - Total du bilan = 20 millions €
 - Chiffre d'affaires net = 40 millions €
 - Capitaux propres = 2 millions €
- Les gouvernements nationaux et régionaux, organismes publics gérant la dette publique nationale, banques centrales etc ...

Les clients professionnels par nature bénéficient d'un « opt-out »

Economie générale de la directive

Ⓜ L'offre de services d'investissement

La catégorisation des clients (annexe II) et le régime des contreparties éligibles

Clients professionnels « sur option » :

Ce sont les clients, y compris les organismes du secteur public et les investisseurs particuliers, qui décident de renoncer à une partie de la protection que leur offrent les règles de conduite, moyennant le respect de critères et d'une procédure définis dans l'annexe

→ Conditions d'application de « l'opt-in »

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La catégorisation des clients (annexe II) et le régime des contreparties éligibles

Les contreparties éligibles de droit :

- entreprises d'investissement,
- établissements de crédit,
- entreprises d'assurance,
- OPCVM et leurs sociétés de gestion,
- fonds de retraite et leurs sociétés de gestion,
- autres établissements financiers agréés ou réglementés au titre de la législation communautaire ou du droit national d'un État membre,
- intervenants sur marchandises et dérivés de marchandises & « locals »
- gouvernements nationaux et leurs services, y compris les organismes publics chargés de la gestion de la dette publique, banques centrales et organisations supranationales.

Ces entités bénéficient d'un « opt-out »

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La catégorisation des clients (annexe II) et le régime des contreparties éligibles

Les contreparties éligibles sur option des Etats membres :

entreprises satisfaisant à des exigences proportionnelles préalablement établies, y compris des seuils quantitatifs (qui seront définis par voie de comitologie).

→ régime territorial

→ accord express

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La contrepartie réglementaire des nouvelles possibilités offertes aux entreprises d'investissement

- Le renforcement des règles d'organisation, dont l'encadrement des conflits d'intérêt
- La règle de meilleure exécution
- L'encadrement du service « *d'execution only* »
- L'accord préalable du client pour l'exécution de ses ordres hors marché réglementé ou MTF
- Les règles de traitement des ordres des clients

Economie générale de la directive

® L'offre de services d'investissement

La règle de meilleure exécution

- Une obligation « raisonnable » de fournir au client le meilleur résultat possible au regard d'un ensemble de critères
- L'obligation de mettre en place une « politique d'exécution » dont le client est informé et à laquelle il donne son consentement
- L'obligation d'inclure dans cette politique « au moins les systèmes qui permettent à l'EI d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres des clients ».
- L'accord préalable du client pour l'exécution en internalisation
- L'obligation de revoir régulièrement les politiques d'exécution
- L'obligation de démontrer aux clients le respect de la « best execution » dans le cadre de la politique d'exécution

Economie générale de la directive

Ⓜ L'offre de services d'investissement

L'encadrement du service « d'exécution only »

- Possibilité de fournir un service de RTO et/ou d'exécution d'ordres (avec ou sans services auxiliaires) sans avoir à obtenir d'informations de la part du client ni à évaluer si le service ou le produit envisagé lui est adapté dans les conditions suivantes :
- produits dits « simples »
 - service fourni à l'initiative du client (cf. considérant 30)
 - client clairement informé de l'absence d'obligation d'évaluation du caractère adapté du service et de l'absence de protection

Economie générale de la directive

® Surveillance et coopération

Renforcement des dispositions relatives à la surveillance des marchés afin de permettre effectivement aux autorités compétentes de conduire une surveillance intégrée dans un environnement de marchés fragmenté :

→ compléments au dispositif de « reporting » des transactions

→ accès direct aux membres à distance des marchés réglementés

→ modalités particulières de coopération entre autorités concernées par les opérations transfrontalières d'un marché réglementé

Economie générale de la directive

® Surveillance et coopération

Le dispositif de reporting des transactions

- L'EI envoie ses déclarations à l'autorité de l'EMO ou, lorsqu'elle a un statut de succursale, à l'autorité de l'Etat dans lequel elle est établie
- Ces déclarations sont envoyées à l'autorité en charge de la surveillance du marché le plus significatif en termes de liquidité pour les instruments considérés

Economie générale de la directive

® Surveillance et coopération

L'accès direct aux membres à distance des marchés réglementés

Dans le cadre de leurs activités de surveillance, de vérification sur place et d'enquêtes, les autorités en charge de la surveillance d'un marché réglementé peuvent s'adresser directement aux entreprises d'investissement membres à distance de ce marché, situées dans un autre Etat membre, l'autorité compétente de cet Etat en étant informée.

Economie générale de la directive

® Surveillance et coopération

Modalités particulières de coopération entre autorités concernées par les opérations transfrontalières d'un marché réglementé

Dans les situations où les activités d'un marché réglementé opérant de façon transfrontalière revêtraient « une importance considérable pour le fonctionnement des marchés [...] et la protection des investisseurs » dans un autre Etat, dit Etat d'accueil, donné :

→ les autorités de l'Etat d'accueil et celles de l'Etat d'origine du marché réglementé devront mettre en place « des dispositifs de coopération proportionnés ».