



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 20.10.2011  
SEC(2011) 1227 final

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

**RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT**

*accompagnant la*

**proposition de**

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**concernant les marchés d'instruments financiers [refonte]**

**et la**

**proposition de**

**RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**concernant les marchés d'instruments financiers**

{COM(2011) 656 final}

{SEC(2011) 1226 final}

**DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION**

**RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT**

*accompagnant la*

**proposition de**

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**concernant les marchés d'instruments financiers [refonte]**

**et la**

**proposition de**

**RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**concernant les marchés d'instruments financiers**

## **1. DÉFINITION DU PROBLÈME**

La directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF) définit un cadre réglementaire pour la prestation de services d'investissement concernant des instruments financiers (comme le courtage, le conseil, la négociation, la gestion de portefeuilles, la prise ferme, etc.) par des banques et des entreprises d'investissement et pour l'exploitation des marchés réglementés par les opérateurs de marché, en précisant les pouvoirs et obligations incombant aux autorités nationales compétentes.

Son objectif principal est de renforcer l'intégration, la compétitivité et l'efficacité des marchés financiers de l'UE. Elle a supprimé la possibilité pour les États membres d'exiger que toutes les négociations concernant les instruments financiers se déroulent sur des bourses traditionnelles et a permis la libre concurrence à l'échelle européenne entre ces bourses et d'autres plates-formes de négociation. Elle a également créé pour les banques et entreprises d'investissement un «passeport» consolidé leur permettant d'offrir des services d'investissement dans toute l'UE sous réserve qu'elles respectent certaines exigences d'organisation et d'information et offrent une protection complète aux investisseurs.

En trois ans et demi, elle a apporté plus de concurrence entre les plates-formes de négociation des instruments financiers et plus de choix pour les investisseurs en termes de prestataires de services et d'instruments financiers, des progrès qui ont été accentués par les avancées technologiques. Dans l'ensemble, les coûts de transaction ont diminué et l'intégration a augmenté. Toutefois, différents problèmes ont été constatés.

### **1.1. Hétérogénéité des conditions de concurrence entre les marchés et les participants aux marchés**

La mise en œuvre de la directive MIF, conjuguée aux effets du progrès technologique, a modifié de façon spectaculaire la structure des marchés financiers, notamment des marchés d'actions, dans l'ensemble de l'Europe et a fait évoluer le comportement des acteurs du marché, qui ont dû s'adapter à ces évolutions.

En premier lieu, bien qu'ils fournissent des services comparables à ceux des marchés réglementés, les MTF peuvent, dans la pratique, être soumis à une réglementation et à un régime de surveillance moins stricts. En outre, de nouvelles plates-formes de négociation et de nouvelles structures de marché sont apparues, telles que les systèmes de confrontation d'ordres et les plates-formes de négociation d'instruments dérivés, qui exercent des activités similaires aux MTF ou aux internalisateurs systématiques sans être soumis aux mêmes exigences réglementaires (transparence et protection des investisseurs).

Par ailleurs, les mutations technologiques rapides, notamment le développement du trading automatisé et du trading haute fréquence (HFT), font redouter de nouveaux risques pour le fonctionnement ordonné des marchés, d'autant plus que les opérateurs de HFT ne sont pas tous soumis à un agrément et à une surveillance en vertu de la directive MIF.

Troisièmement, l'accroissement des transactions de gré à gré (OTC) sur les instruments de capitaux propres inquiète certaines autorités nationales de surveillance qui craignent pour la qualité de la formation des prix sur les bourses et son caractère représentatif. De plus, le G20 a décidé de transférer la négociation des instruments dérivés de gré à gré normalisés vers des bourses de valeurs ou des plates-formes de négociation électronique, selon le cas.

## **1.2. Accès difficile aux marchés financiers pour les PME**

Les petites et moyennes entreprises doivent faire face à des difficultés et à des coûts plus importants que les grands émetteurs pour lever des capitaux sur les marchés d'actions. Ces difficultés sont liées au manque de visibilité des marchés de financement des PME, au manque de liquidité du marché des actions de PME et au coût élevé d'une première offre au public.

## **1.3. Manque de transparence pour les participants au marché**

Des inquiétudes ont été exprimées quant à l'insuffisance du régime de transparence établi par la directive MIF pour les participants au marché, à la fois sur les marchés d'actions et sur les marchés d'instruments autres que les actions.

Sur les marchés d'actions, l'essor du trading électronique a favorisé l'apparition de bassins de liquidités opaques («dark pools») et l'utilisation d'ordres opaques, auxquels les participants au marché recourent pour réduire au minimum les coûts d'impact sur le marché. Or, ce recours croissant à des plates-formes d'échanges anonymes pose des problèmes de réglementation car il peut, en définitive, affecter la qualité du mécanisme de découverte des prix sur les marchés fonctionnant au grand jour. Tant les participants au marché que les autorités de surveillance se disent préoccupés par les retards dans la publication des rapports de négociation sur les marchés d'actions.

Sur les autres marchés d'instruments financiers, les exigences de transparence ne relèvent pas de la directive MIF et sont uniquement réglementées qu'au niveau national. Elles ne sont pas toujours jugées suffisamment strictes.

En outre, se pose la question de la qualité et de la forme que revêt l'information, ainsi que du prix facturé pour les informations fournies et de la difficulté de les consolider. S'ils ne sont pas pleinement pris en compte, ces problèmes risquent de compromettre la réalisation des objectifs fondamentaux de la directive MIF en matière de transparence, de concurrence entre les prestataires de services financiers et de protection des investisseurs.

## **1.4. Manque de transparence pour les autorités de régulation et pouvoirs de surveillance insuffisants sur des points essentiels**

L'afflux d'investisseurs financiers sur les marchés de matières premières, en particulier sur d'importants marchés d'instruments dérivés portant sur des matières premières de référence (par exemple, le marché agricole et le marché pétrolier), peut avoir entraîné des augmentations de prix et une volatilité excessives. Pour les instruments dérivés et, en particulier, les instruments dérivés sur matières premières, les positions et leur gestion ne font pas l'objet d'une surveillance permettant de prévenir les perturbations du marché et les préjudices pour les investisseurs. Le manque de clarté et de cohérence du cadre réglementaire en ce qui concerne les quotas d'émission nuit à l'intégrité du marché et à la protection des investisseurs sur le marché secondaire au comptant des quotas d'émission.

Les exigences actuelles en matière de déclaration des transactions ne permettent pas aux autorités compétentes d'avoir une vue d'ensemble du marché en raison de leur portée limitée (par exemple, les instruments financiers uniquement négociés de gré à gré ne sont soumis actuellement à aucune obligation d'information) et de leur trop grande disparité.

L'expérience acquise, surtout à la faveur de la crise financière, a révélé que les autorités ne disposaient pas de pouvoirs suffisants pour interdire ou restreindre la négociation ou la distribution d'un produit ou d'un service en cas d'évolution défavorable ou de limitations, ainsi que pour enquêter ou infliger des sanctions.

### **1.5. Protection insuffisante des investisseurs**

Un certain nombre de dispositions de l'actuelle directive MIF n'assurent pas aux investisseurs une protection suffisante ou d'un niveau approprié. Il en résulte que les investisseurs peuvent se voir conseiller des produits financiers qui ne leur conviennent pas ou peuvent faire des choix d'investissement qui ne sont pas optimaux.

Premièrement, le régime applicable aux prestataires de services est inégal. En effet, certaines entreprises d'investissement et certains produits, tels que les dépôts structurés, ne sont pas couverts par la directive MIF ou ne le sont pas assez clairement.

Deuxièmement, il existe des imprécisions sur certains services fournis aux investisseurs, en ce qui concerne notamment la portée des services de simple exécution, la qualité des conseils en investissement ou le cadre régissant les incitations. Sur ce dernier point, les règles de la directive MIF relatives à la publication des informations concernant les incitations émanant de tiers n'ont pas toujours été très claires ni explicites pour les investisseurs.

Troisièmement, des cas de ventes inadaptées suscitent des interrogations quant à la fourniture de services aux clients professionnels et la classification des clients.

Enfin, le manque de données sur la qualité d'exécution pourrait nuire à la capacité des entreprises d'investissement de sélectionner la meilleure plate-forme possible pour l'exécution d'une transaction au profit d'un client.

### **1.6. Faiblesses ponctuelles dans l'organisation, les processus, le contrôle des risques et l'évaluation des participants au marché**

Le problème est double. En premier lieu, comme l'ont prouvé les événements récents, les directeurs n'interviennent pas suffisamment dans le lancement de produits, d'activités et de services nouveaux, dont l'organisation laisse également à désirer, et les fonctions de contrôle interne présentent des faiblesses. En second lieu, ainsi qu'il ressort des nombreuses plaintes de clients enregistrées dans plusieurs États membres, il n'existe pas d'exigences organisationnelles précises en matière de gestion de portefeuille, de prise ferme et de placement de valeurs mobilières.

### **1.7. Obstacles à la concurrence dans les infrastructures de compensation**

La manière dont les plates-formes de négociation de l'UE interagissent avec les prestataires de services de compensation a évolué, créant divers obstacles à une concurrence transnationale effective. Alors que les avantages et les atouts relatifs, d'une part, des plates-formes de négociation et de compensation intégrées verticalement et, d'autre part, des chambres de compensation à visée horizontale desservant plusieurs plates-formes de négociation continuent à faire débat, ces obstacles ont entravé la concurrence paneuropéenne qui devait résulter de la directive MIF au niveau des plates-formes de négociation.

## **2. ANALYSE DE SUBSIDIARITE**

La plupart des aspects concernés par la révision sont déjà couverts aujourd'hui par l'acquis et la directive MIF. De plus, les marchés financiers sont essentiellement transnationaux par nature et ont tendance à le devenir de plus en plus. Or, des marchés internationaux doivent, dans toute la mesure du possible, être soumis à des règles internationales. Les conditions selon lesquelles les entreprises et les opérateurs peuvent entrer en concurrence dans ce contexte, qu'il s'agisse des règles de transparence pré- et post-négociation, de la protection des investisseurs ou de l'évaluation et du contrôle des risques par les acteurs du marché, doivent être les mêmes d'un pays à l'autre et sont toutes au cœur de la directive MIF aujourd'hui. Dans certains domaines, lorsque la directive l'autorise, les États membres ont d'ores et déjà instauré des exigences plus strictes. Mais ce faisant, ils ne se sont attaqués aux problèmes qu'à l'intérieur de leurs frontières. Une action non coordonnée ne permettrait pas de créer des conditions de concurrence homogènes et des niveaux équivalents de protection des investisseurs et d'intégrité des marchés. Il est nécessaire d'agir au niveau européen afin d'actualiser et de modifier le cadre réglementaire prévu par la directive MIF, pour tenir compte de l'évolution des marchés financiers depuis sa mise en œuvre.

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) devrait aussi jouer un rôle clé dans la mise en œuvre des nouvelles propositions législatives. L'un des objectifs de la création de cette autorité européenne est d'améliorer le fonctionnement du marché unique pour les valeurs mobilières; de nouvelles règles au niveau de l'Union sont donc indispensables afin d'octroyer toutes les compétences nécessaires à l'AEMF.

## **3. OBJECTIFS**

Ainsi qu'il ressort de l'analyse du problème présentée ci-dessus, les objectifs généraux de la révision de la directive MIF sont de renforcer la confiance des investisseurs, de réduire les risques de désordres sur les marchés et les risques systémiques et d'améliorer l'efficacité des marchés financiers tout en limitant les coûts inutiles pour les participants.

La réalisation de ces objectifs généraux suppose celle des objectifs spécifiques suivants:

- (1) garantir des conditions d'égle concurrence entre les participants au marché;
- (2) améliorer la transparence du marché pour les participants;
- (3) renforcer la transparence aux yeux des régulateurs, accroître leurs pouvoirs et améliorer la coordination au niveau européen;
- (4) renforcer la protection des investisseurs;
- (5) remédier aux lacunes en matière d'organisation et de contrôle et aux prises de risques excessives des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché.

## **4. OPTIONS STRATEGIQUES**

Le nombre d'options stratégiques à examiner dans le cadre de cette révision est considérable.

En ce qui concerne le premier objectif, les options comprennent la réglementation appropriée de toutes les structures du marché, en tenant compte des besoins des acteurs de petite taille, comme les PME, ainsi que des nouvelles technologies de négociation. Il s'agirait notamment de renforcer sur plusieurs points le cadre réglementaire applicable aux plates-formes de négociation existantes, de revoir les conditions d'agrément et de créer une nouvelle catégorie de plate-forme de négociation, appelée système organisé de négociation (OTF), qui correspondrait aux transactions sur capitaux propres actuellement assurées par des systèmes de confrontation d'ordres (BCS), ainsi qu'aux différentes formes de négociation d'instruments dérivés. En ce qui concerne plus particulièrement les PME, les deux options retenues consistent soit à introduire un régime spécialement adapté aux marchés des PME, soit à promouvoir une initiative du secteur pour accroître la visibilité de ces marchés. Sur le plan technologique, l'accent est mis sur un meilleur contrôle des utilisateurs de ces systèmes, ainsi que de la manière dont ils accèdent aux marchés.

En ce qui concerne le deuxième objectif, les options visant à accroître la transparence des transactions comprennent l'adaptation des exigences actuellement applicables aux marchés d'actions et l'instauration de nouvelles exigences, sous différentes formes, pour les autres marchés d'instruments financiers. Plusieurs options sont également envisagées pour réduire le coût des données de marché et améliorer l'accès à ces données par l'intermédiaire d'un système consolidé de publication.

En ce qui concerne le troisième objectif, les pouvoirs des régulateurs pourraient être renforcés par diverses mesures telles que la mise en place d'un régime d'agrément pour les activités nouvelles, un système de gestion des positions et le renforcement par divers moyens du régime de sanctions. L'harmonisation des conditions applicables au régime des tiers pourrait s'effectuer par différents moyens juridiques, et plusieurs options sont également envisagées pour élargir la portée de la déclaration des transactions et améliorer les modalités de cette déclaration. Les marchés d'instruments dérivés sur matières premières font l'objet d'une attention particulière, avec la mise en place de divers mécanismes autorisant une meilleure maîtrise de la volatilité et un contrôle plus efficace des acteurs opérant sur ces marchés et de leurs activités.

En ce qui concerne le quatrième objectif, le renforcement de la protection des investisseurs est assuré par une combinaison d'options mettant l'accent sur des catégories de services précises, comme les conseils en investissement ou les produits complexes, qui pourraient faire l'objet d'un cadre plus strict et d'exigences d'information plus étendues.

Le dernier objectif pourrait être pris en charge par diverses mesures poursuivant le renforcement de la gouvernance des entreprises, des exigences plus strictes pour l'organisation de certains services comme la gestion de portefeuille, et l'harmonisation des règles régissant l'enregistrement des échanges téléphoniques et électroniques.

## **5. ANALYSE D'IMPACT DES OPTIONS PRIVILEGIEES**

Les différentes options stratégiques ont été évaluées en fonction de leur efficacité et de leur efficacité en termes de réalisation des objectifs concernés. La comparaison des options a conduit aux conclusions suivantes.

Pour le premier objectif, la première grande option privilégiée est la création du régime OTF avec trois objectifs: i) mettre en place un cadre réglementaire approprié pour les systèmes de confrontation d'ordres présents sur les marchés d'actions, ii) mettre en place un cadre

réglementaire approprié pour divers types de systèmes de négociation qui ne sont pas soumis actuellement au régime des plates-formes de négociation et iii) établir un cadre suffisamment dynamique pour pouvoir s'appliquer aux futurs systèmes de négociation et autres solutions susceptibles d'émerger dans l'avenir. La deuxième solution privilégiée consiste à renforcer les règles applicables aux entreprises exerçant des activités de trading automatisé, ainsi qu'aux opérateurs de marché eux-mêmes, notamment pour assurer une solide gestion des risques et fournir des garanties opérationnelles. Plusieurs options ont été écartées car elles imposeraient des restrictions aux activités de trading à haute fréquence (HFT) et nuiraient, par là même, à la liquidité des marchés. Il s'agit, par exemple, de l'instauration d'une durée minimale de conservation des ordres dans le carnet d'ordres. Quant aux PME, l'initiative du secteur n'a pas été retenue car trop coûteuse au regard de ses faibles retombées éventuelles.

En ce qui concerne le deuxième objectif, l'option privilégiée consiste à combiner la réorganisation du régime de transparence en vigueur sur les marchés d'actions avec l'instauration d'un régime de transparence spécialement adapté et calibré pour chaque type d'instrument financier autre que les actions (c'est-à-dire les marchés d'obligations et d'instruments dérivés). En procédant de cette manière, un juste équilibre devrait s'établir entre transparence et liquidité.

En ce qui concerne les pouvoirs des régulateurs et la cohérence des pratiques de surveillance, la principale option privilégiée consiste à combiner la possibilité d'interdire de nouveaux services et produits avec un système de gestion des positions. Cette solution renforcera les pouvoirs des régulateurs pour faire face aux situations de risque pour la protection des investisseurs, la stabilité du marché ou le système financier. De plus, le renforcement de la coopération entre les régulateurs des marchés physiques et financiers de matières premières favorisera le fonctionnement ordonné et la stabilité des marchés d'instruments dérivés sur matières premières.

En ce qui concerne la transparence pour les régulateurs, la formule privilégiée consiste à combiner une extension des obligations de déclaration des transactions avec une amélioration du processus de déclaration proprement dit par la mise en place de mécanismes de déclaration agréés (ARM), qui permettront un suivi beaucoup plus complet des marchés par les régulateurs et contribueront, dès lors, à renforcer l'intégrité des marchés.

Sur les marchés d'instruments dérivés sur matières premières, un nouveau système de déclaration des positions, associé à un réexamen des dérogations dont bénéficiaient certains traders sur les marchés de matières premières, renforcera la transparence tant pour les régulateurs que pour le public en leur permettant de mieux évaluer les effets de l'afflux d'investissements financiers sur le mécanisme de formation des prix et, partant, la volatilité des prix.

Enfin, en étendant l'application de la directive MIF au marché secondaire au comptant des quotas d'émission, il sera possible d'assurer une réglementation et une surveillance appropriées du marché au comptant du carbone et de produire un cadre réglementaire cohérent entre les marchés physiques et les marchés d'instruments dérivés et entre les marchés primaires et secondaires.

En ce qui concerne le quatrième objectif, les options retenues consisteront en premier lieu à élargir le champ d'application de la réglementation applicable aux produits, services et prestataires et à renforcer la protection des investisseurs en intégrant dans ce champ d'application les prestataires de services d'investissement (autrement dit, les entreprises de



conseil en investissement de petite taille bénéficiant actuellement d'une dérogation au titre de la directive MIF devront se soumettre à des règles de conduite analogues au niveau national) et les produits (c'est-à-dire les dépôts structurés). Par ailleurs, la liste des produits complexes pouvant être vendus sur une base de simple exécution serait resserrée, et les exigences d'information de la clientèle seraient renforcées. L'option prévoyant une suppression totale du régime de simple exécution a été écartée, étant trop déstabilisante et trop coûteuse pour certaines catégories de clients possédant de bonnes connaissances financières. La qualité des conseils en investissement serait également améliorée par une explicitation des conditions régissant la fourniture de conseils indépendants. Enfin, l'interdiction des incitations pour les services indépendants de gestion de portefeuille et de conseil en investissement éliminera le conflit d'intérêts inhérent aux entreprises offrant de tels services et se traduira par une amélioration de la qualité du service aux investisseurs.

Pour le dernier objectif, l'option privilégiée est une formule hybride consistant à renforcer le rôle des directeurs de société, en particulier dans les fonctions de contrôle interne, et certaines exigences organisationnelles en matière de gestion de portefeuille et de prise ferme, qui sont des éléments clés pour la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés, tout en contribuant à l'établissement d'un cadre plus cohérent en Europe. À l'inverse, l'instauration d'une nouvelle fonction interne distincte pour le traitement des plaintes des clients a été écartée car trop coûteuse et trop rigide.

## **6. SUIVI ET EVALUATION**

La Commission surveillera la manière dont les États membres appliquent les modifications proposées dans l'initiative législative sur les marchés d'instruments financiers. L'évaluation des conséquences de l'application de la mesure législative pourrait s'effectuer trois ans après la date de transposition de la mesure législative, sous la forme d'un rapport au Conseil et au Parlement. Ce rapport pourrait se fonder sur divers rapports d'évaluation des incidences concrètes des mesures réglementaires visées ci-dessus.