

REVISION DE LA DIRECTIVE SUR LES SERVICES D'INVESTISSEMENT

POSITION DE L'UNICE

L'UNICE accueille favorablement la révision de la directive de 1993 sur les services d'investissement, envisagée dans le cadre du plan d'action pour les services financiers qui vise à créer un véritable marché unique européen des services financiers. Au cours de la dernière décennie, l'évolution des marchés a entraîné celle de toute une série de lieux de transactions mobilières, autres que les marchés boursiers réglementés; le cadre réglementaire doit de ce fait être adapté. Un cadre réglementaire modernisé permettra aux opérateurs et à l'économie dans son ensemble de tirer plus pleinement parti du passeport unique pour les sociétés d'investissement.

De l'avis de l'UNICE, la considération première devrait être d'obtenir des résultats qui servent au mieux les intérêts des investisseurs et ceux des entreprises européennes, utilisatrices des marchés financiers. Pour les entreprises européennes, l'enjeu sera l'impact des dispositions envisagées par la directive sur la liquidité et le prix des actions. La directive doit contribuer manifestement à un meilleur accès des entreprises aux capitaux, à la qualité de la formation des prix et à une liquidité accrue du marché européen, en encourageant la mise en place d'un environnement compétitif. En l'occurrence, il s'agit également de supprimer les barrières à l'entrée sur le marché pour les transactions mobilières et de développer les systèmes de négociation novateurs.

La concurrence entre lieux de transactions peut être d'une utilité significative pour la qualité du marché. Certains membres de l'UNICE craignent qu'une concurrence insuffisamment régulée conduise à une liquidité fragmentée. Il est nécessaire de mettre en place un cadre réglementaire adapté, de nature à promouvoir l'exécution au mieux des ordres et la transparence. Pour ce qui est d'une transparence améliorée des marchés, l'UNICE convient que les informations post-négociation devraient être connues rapidement et accepte que ces informations soient plus tardives pour les grosses transactions.

L'UNICE estime également que les services portant sur le seul courtage sont avantageux pour les investisseurs, au sens où ceux-ci peuvent payer ce type de services moins cher. Il est donc inutile d'exiger la satisfaction d'un test d'adéquation pour ce type de client. Les vues divergent entre membres de l'UNICE s'agissant de ce qui doit remplacer l'abolition proposée de la règle de concentration. Ces divergences résultent de la nature différente des marchés existants : si certains pays, ne connaissant pas la règle de concentration, opèrent depuis des décennies sans effet sur les fourchettes entre prix acheteurs et vendeurs ou sur la liquidité des marchés réglementés, d'autres utilisent le marché réglementé comme principale place de négociation. Il sera vital que le législateur comprenne à fond les conséquences techniques de ses décisions et qu'il les énonce ensuite clairement pour les entreprises qui devront les appliquer. En tout état de cause, les exigences d'information pré-négociation, les obligations d'exécution au mieux et le consentement du consommateur doivent être taillés sur mesure pour permettre aux investisseurs et aux courtiers de négocier

en dehors des marchés boursiers réglementés. Le cadre réglementaire retenu doit autoriser la coexistence de tous les systèmes de négociation, permettant d'y opérer un choix selon la structure du système et le modèle d'entreprise. La directive proposée réserve aux systèmes de négociation multilatérale (MTF) un traitement presque identique à celui des marchés réglementés, leur imposant les coûts du modèle d'entreprise en marché réglementé (par ex. capacité à obtenir les meilleures prestations de prix), alors que le CESR autorise l'autorité réglementaire à établir des distinctions selon les caractéristiques du MTF. Les vues divergent au sein de l'UNICE quant à l'utilité de cette approche et au traitement à réserver aux MTF, en l'occurrence également en raison des traditions nationales. Les membres de l'UNICE considèrent néanmoins que les marchés réglementés comme les MTF (pour autant qu'ils se conforment à des règles comparables) devraient pouvoir bénéficier de la présomption d'exécution au mieux. Parmi les règles qui peuvent régir les marchés réglementés, toutes ne conviennent pas à d'autres lieux d'exécution, dotés d'autres modèles de marché et d'autres structures de coût.

L'UNICE est divisée également sur la question de la transparence pré-négociation, ce qui traduit la haute technicité des considérations en jeu et la diversité des structures de marché. Si certains membres, en matière d'offres de prix, soulignent l'importance d'une information transparente pour la qualité de la formation des prix, d'autres estiment qu'une trop grande transparence peut être néfaste à la qualité du marché au sens où elle décourage les opérateurs potentiels d'entrer sur le marché. Cependant, une fois encore, l'objectif stratégique devrait être d'obtenir le meilleur résultat, celui qui sert au mieux les intérêts des investisseurs et des utilisateurs du marché, en termes de liquidité et de prix.

D'un autre côté, des règles de conduite et d'exécution au mieux, si elles sont correctement conçues, peuvent contribuer de manière significative à offrir aux investisseurs la meilleure exécution disponible sur une place de négociation donnée. Les règles d'exécution au mieux peuvent aider à une compétitivité accrue des conditions de négociation pour les investisseurs, dans la mesure où elles encouragent les intermédiaires à envisager différents lieux de négociation avant de procéder à l'exécution. Certes, l'UNICE voit dans le principe de l'exécution au mieux un moyen efficace de protéger les investisseurs et de promouvoir la stabilité des prix. Mais la directive ne précise pas comment, par exemple, seront prises en compte les variables autres que le prix, telles que la vitesse d'exécution et les coûts totaux de transaction. Les clients individuels et les investisseurs institutionnels peuvent avoir des attentes différentes sur la question de "l'exécution au mieux". L'UNICE reconnaît qu'il convient de distinguer les investisseurs professionnels des autres, afin de promouvoir une plus grande liquidité. Cependant, des critères détaillés prédéfinis – tels que la Commission compte en fixer par la procédure de comitologie – pourraient être contre-productifs en l'absence d'une meilleure compréhension de ces critères et de leur acceptation. Par conséquent, il est capital que la directive apporte aux entreprises, utilisateurs et investisseurs la sécurité juridique nécessaire sur le fait que l'exécution au mieux ne se définit pas uniquement par le prix, mais également en fonction d'autres éléments tels que la rapidité, le volume, le moment, la probabilité d'exécution et les places auxquelles l'entreprise a accès. Les entreprises devraient en outre être autorisées à fixer, par contrat avec l'investisseur, les places qui seront prises en considération pour l'application de la règle d'exécution au mieux.

L'UNICE appuie enfin le principe directeur, proposé par la directive envisagée sur les services d'investissement, selon lequel pour les investisseurs professionnels, les entreprises auraient à se conformer uniquement aux règles du pays d'origine et du pays d'accueil (en cas de prestation de services aux clients). Cela devrait promouvoir une concurrence transnationale plus vive, en assurant la sécurité juridique aux investisseurs comme aux entreprises.